

**Wealth & Asset Management
EY Viewpoints | early summer
2023**

ウェルス&アセットマネジメント
EY ビューポイント | 2023年初夏号



クライアントの皆さまへ

平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。

本資料「EY Viewpoints (2023年初夏号)」は、ウェルス&アセットマネジメント業界に関する制度動向を中心に、関連トピックスやコラム、その他クライアントの皆さまの御関心のありそうな内容を盛り込んでおります。

「EY Viewpoints」を日々の業務に、また最新のビジネス動向の把握にお役立ていただけますと幸いです。

2023年6月

EY新日本有限責任監査法人
ウェルス&アセットマネジメント
セクター長 長谷川 敬



Contents

▶ 制度動向トピック	3
金融規制(日本・国際)	
監査	
会計	
税制	
その他	
▶ 金融規制(日本)	9
【投資信託協会】	
「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正の公表 について	
【金融庁】	
「資産運用業高度化プログレスレポート2023～「信頼」と 「透明性」の向上に向けて」を公表	
▶ その他	19
【GPIF】	
「2022/23年スチュワードシップ活動報告」を公表	
▶ コラム	23
現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割と その未来	

制度動向トピック

国内規制

投資信託協会：「MMF等の運営に関する規則」等の一部改正に係る意見募集の結果を公表

投資信託協会は2023年1月19日、「MMF(マネー・マーケット・ファンド)等の運営に関する規則」等の一部改正に係る意見募集の結果を公表しました。

「MMF等の運営に関する規則」等の一部改正について、2023年11月から2023年12月にかけて、募集された意見や質問に投資信託協会が答える形で結果が公表され、同日付で改正が実施されています。

本改正は2021年10月に金融安定理事会(FSB)が公表した最終報告書「MMFの強靱性向上のための政策提案」において、各国が自らの法域におけるMMFの脆弱性を評価した上で、各法域の法的枠組みに沿う形で対処するよう提言が行われたことから、その結果を踏まえたものになります。

具体的には、MMFに関する規定をより厳格なMRF(マネー・リザーブ・ファンド)の規定に合わせる趣旨で、MRFに関する規定にMMFも盛り込むほか、格付依存・規制閾値の撤廃や、流動性向上およびコンティンジェンシー・プランの策定に係る規定の新設などの改正をしています。

国内規制

金融庁：「記述情報の開示の好事例集2022(サステナビリティ情報等に関する開示)」を公表

金融庁は2023年1月31日、「サステナビリティ情報」並びに有価証券報告書の主要項目である「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」、「事業等のリスク」および「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析(MD&A)」に関する開示の好事例を取りまとめた「記述情報の開示の好事例集2022」を公表しました。

本好事例集は、同日付で公布された改正「企業内容等の開示に関する内閣府令」において新たに求められる「サステナビリティに関する企業の取組みの開示」の参考となる開示例を掲載したものととなります。

改正「企業内容等の開示に関する内閣府令」において新たに求められる記載項目の参考となる事例として、「環境(気候変動関連等)」で22社および「社会(人的資本、多様性等)」で19社が取り上げられています。

国内規制

金融庁：「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づく取組方針等を公表した金融事業者リスト(令和4年10月末時点)および投資信託・外貨建保険の共通KPIに関する分析(令和4年3月末基準)の追加掲載を公表

金融庁は2023年1月20日、「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づく取組方針等を公表した金融事業者リスト(2022年10月末時点)および投資信託・外貨建保険の共通KPIに関する分析(2022年3月末基準)の追加掲載を公表しました。

より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択されるために、「顧客本位の業務運営に関する原則」の取組方針等を示した金融事業者からの報告を受けて、報告内容等を確認し、「金融事業者リスト」として取りまとめ、定期的に公表されているもので、今回は149社が新たに追加されています。

また、各金融事業者が設定・公表する自主的なKPIに加えて、リスクや販売手数料等のコストに見合ったリターンを長期的に確保できているかを国民が比較検討できるよう、リターンに関連する共通の定義による統一的な指標(共通KPI)を集計・分析して公表しています。一部の結果の抜粋は以下の通りになります。

- ▶ 運用損益がプラスとなっている顧客の割合は約8割
- ▶ 2022年3月末は、2021年3月末と比較して投資信託の預り残高上位20銘柄のコスト・リターン、リスク・リターンともに小幅に上昇

国内規制

金融庁：「サステナブルファイナンス有識者会議」(第15回)議事録を公表

金融庁は2023年2月1日、「サステナブルファイナンス有識者会議」(第15回)の議事録を公表しました。

第15回会議では、「自然関連金融リスクに係る国際的な議論の状況」について事務局より説明があり、専門家委員の中でも議論が行われています。

あわせて、ESG評価・データ提供機関に係る行動規範、カーボン・クレジットの取扱いおよび資産所得倍増プランを踏まえたESG債市場の発展やESG商品の裾野拡大について触れられています。

国内規制

金融庁:「監査上の主要な検討事項(KAM)の特徴的な事例と記載のポイント2022」を公表

日本証券アナリスト協会:「証券アナリストに役立つ監査上の主要な検討事項(KAM)の好事例集2022」を公表

金融庁は2023年2月17日、「監査上の主要な検討事項(KAM)の特徴的な事例と記載のポイント2022」を公表しました。本資料は、監査報告書におけるKAMの今後の更なる実務の定着と浸透を図るため、今般、関係者による「KAMに関する勉強会」が開催され、本勉強会での議論における主なコメントや特徴的な事例、記載にあたってのポイントが取りまとめられたものとなります。

また、日本証券アナリスト協会は2023年2月10日、「証券アナリストに役立つ監査上の主要な検討事項(KAM)の好事例集2022」を公表しました。本事例集では計28社のKAMの好事例について、高く評価できるポイントを特定して具体的な評価コメントを付すとともに、「全体及びその他の評価コメント」と「担当アナリストのコメント」を併せて示すことにより、証券アナリストがどのような視点でKAMを利用すればよいか分かりやすく解説されています。

国内規制

金融庁: ESG投信に関する「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正を公表

金融庁は2023年3月31日、ESG投信に関する「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正を公表しました。

金融庁が2022年5月に公表した「資産運用業高度化プログレスレポート2022」内の「ESG投信を取扱う資産運用会社への期待」に基づき、今般、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の所要の改正を行い、ESG投信の範囲を定めるとともに、ESGに関する公募投資信託の情報開示や投資信託委託会社の態勢整備について、具体的な検証項目が定められています。

具体的なESG投信の留意事項として、ESG投信の範囲、開示(顧客誤認の防止、投資戦略、ポートフォリオ構成、参照指数、定期開示、外部委託)、態勢整備等(組織体制、ESG評価・データ提供機関の利用)が挙げられています。

国内規制

投資信託協会: 日本版スチュワードシップ・コードに関するアンケート調査結果を公表

投資信託協会は2023年3月6日、日本版スチュワードシップ・コードに関するアンケート調査結果を公表しました。

近年、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている機関投資家が増えていることや、公募投資信託の国内株式への投資額が長期的に増加傾向にあることなど、スチュワードシップ活動の重要性が益々高まっている状況を踏まえ、2020年調査からは、スチュワードシップ・コードに係る体制整備状況および活動状況等について、より詳細な実態を把握するためのアンケート調査を実施しています。

また、スチュワードシップ・コード7つの原則への各社の取組内容、スチュワードシップ推進専任部署の設置状況(46社<67.6%>が設置済み)、ESG関連投資信託の運用の有無(42社<61.8%>が運用中)、全社的なサステナビリティに係る取組みの開示の工夫が取りまとめられています。

国内規制

投資信託協会:「投資信託への非上場株式の組入れに関する検討の方向性について」を公表

投資信託協会は2023年3月31日、「投資信託への非上場株式の組入れに関する検討の方向性について」を公表しました。

本公表では、新しい資本主義実行計画に基づく「フォローアップ」および金融審議会市場制度ワーキング・グループからの提言を踏まえ、投資信託への非上場株式組入れに関して、2022年度末における検討の方向性について取りまとめられています。

投資信託委託会社として、日本の成長企業への投資による収益機会を捉え、投資家に魅力ある商品を提供することができることから、非上場株式の組入れへのニーズはあるものと考えられ、また、長期投資の観点からも期待感決して小さくないものの、委託会社としての社内態勢の整備の難しさ等の問題も指摘されています。

本公表では、不特定多数の個人投資家を受益者とする公募のオープン・エンド型投資信託に非上場株式を組入れるに当たっての課題および検討の方向性が示されています。

制度動向トピック

国内規制

投資信託協会:「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正を公表

投資信託協会は2023年4月20日、「投資信託等の運用に関する規則」、「投資信託等の運用に関する細則」および「投資信託等の運用に関する委員会決議」(以下、「投資信託等の運用に関する規則等」という。)の一部改正を公表しました。

投資先の海外ファンドにおける運用財産の運用・管理状況を適切に把握していない等の事案が発生したことに伴い、投資信託協会では、投資信託財産への投資信託証券の組入れや投資信託の運用指図に係る外部委託先の管理のあり方について、投資運用業者等の受託者責任の明確化を図るため、「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正が行われています。

(詳細は、9ページをご参照ください。)

国際規制

欧州証券市場監督局:欧州のリテール投資商品のコストおよびパフォーマンスに関する年次レポートを公表

欧州証券市場監督局(ESMA)は2023年1月17日、欧州のリテール投資商品のコストおよびパフォーマンスに関する年次レポートを公表しました。

本レポートは2012年から2021年の市場を対象としており、主な内容は以下の通りです。

- ▶ UCITSについて、投資家が負担するコストは緩やかではあるものの低下傾向にあります。
- ▶ アクティブUCITSとパッシブUCITSおよびETFを比較した場合、平均してアクティブUCITSの方がネットパフォーマンスが低くなっています。
- ▶ 株式ESG UCITSおよび株式債券混合ESG UCITSは、同等の非ESG UCITSと比較して、ネットパフォーマンスが高い一方、債券ESG UCITSは同等の非ESG UCITSと比較して、ネットパフォーマンスが低くなっています。

国内規制

金融庁:「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2023～「信頼」と「透明性」の向上に向けて」を公表

金融庁は2023年4月21日、日本の資産運用業が、国際的な動向も踏まえて、経営とサービスの専門性と透明性を高め、国民の信頼を得て、わが国の重要産業として成長するために必要と考える事項を「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2023～「信頼」と「透明性」の向上に向けて」を公表しました。

本レポートでは主に資産運用業の高度化に向けた課題、アセットオーナーの運用高度化に向けた課題および確定拠出年金(DC)を活用した資産形成の課題について取り上げるとともに、国内の資産運用会社や金融機関等の多くの関係者に対してヒアリングを行い、課題について詳細に分析をするとともに、対応案を示しています。

(詳細は、13ページをご参照ください。)

国際規制

European Fund and Asset Management Association: 欧州UCITSおよびAIF市場に関する2022年第4四半期統計および2022年通期概要を公表

European Fund and Asset Management Association(EFAMA)は2023年2月28日、欧州UCITSおよびAIF市場に関する2022年第4四半期統計および2022年通期概要を公表しました。

主な内容は以下の通りです。

- ▶ 2022年第4四半期において、UCITSの純資産は株式市場の回復により前四半期から1.9%増加している一方、AIFの純資産はオランダ年金基金のAIFからの投資引き上げにより前四半期から0.9%減少しています。また、SFDR第9条ファンドについては、7四半期連続の純流入となっています。
- ▶ 2022年通期においては、UCITSとAIFの純資産は12.4%減少しており、株式および債券の価値下落による影響が約90%、資金流出による影響が約10%と説明されています。

公認会計士協会：業種別委員会実務指針第38号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」の改正を公表

日本公認会計士協会（業種別委員会）は2023年5月18日、投資運用会社（プライベートエクイティ又はベンチャーキャピタル）におけるIFRSに基づく未公開株式の公正価値測定に係るガイダンスである「International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines」（以下、「IPEVガイドライン」という。）が組合契約に定める投資の評価方法（以下、「投資資産時価評価準則」という。）として採用されているベンチャーキャピタルファンドの投資評価に係る監査実務に資するために、実務指針第38号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」の改正について」を公表しました。

主な変更点は、以下の通りです。

- ▶ 投資資産時価評価準則にIPEVガイドラインを採用する場合、本実務指針とIPEVガイドラインとの間に取扱いの差が生じている場合は、IPEVガイドラインの規定を優先する旨の記載の追加
- ▶ 投資資産時価評価準則においてIPEVガイドラインが採用されているファンドの投資評価に係る監査実務に資するため、監査基準報告書540「会計上の見積りの監査」の規定に基づく追加的な監査上の留意事項の記載の追加

EU加盟国：「第2の柱」グローバルミニマム課税ルールの導入指令を全会一致で採択

欧州連合（EU）理事会は2022年12月15日、EU域内の多国籍企業グループおよび大規模国内グループに対するミニマム課税指令を全会一致で採択しました。

EU加盟国は2023年12月31日までに本指令に基づいた国内法を制定し、所得合算ルール（IIR）は2023年12月31日以降に開始する事業年度に、軽課税支払ルール（UTPR）は2024年12月31日以降に開始する事業年度に適用されます。

詳細は、EY税理士法人の以下のアラートをご参照ください。

https://www.ey.com/ja_jp/ey-japan-tax-library/tax-alerts/2023/tax-alerts-01-25

香港：譲渡益の範囲に関してFSIE税制をさらに強化

香港は2022年12月、修正国外源泉所得非課税制度（FSIE税制）を制定しましたが、2023年2月初めに公表された欧州連合（EU）の最新のウォッチリストから除外されませんでした。

これは、EUが昨年12月に改訂したガイダンスにおいて、FSIE税制の下で対象となる譲渡益の範囲は、他の事業体の株式持分に限定すべきではないという追加要件を課していることによるものです。

香港政府は、2023年末までに譲渡益に関して修正FSIE税制をさらに強化する必要があり、今後、利害関係者とさらなる協議を行い、対象範囲の精緻化についてEUと議論する予定です。

詳細は、EY税理士法人の以下のアラートをご参照ください。

https://www.ey.com/ja_jp/ey-japan-tax-library/tax-alerts/2023/tax-alerts-03-14-02

OECD：第2の柱GloBEルールの運用指針を公表

OECDは2023年2月2日、OECD/G20税源浸食と利益移転（BEPS）で承認された第2の柱GloBEルールに関する運用指針を公表しました。本指針は、GloBEモデルルールとそれに関係するコメントリーについて追加指針を提供するもので、今年末に公表されるコメントリーの改正版に組込まれる予定です。

本指針は、さまざまな技術的問題を対象としており、以下のセクションで構成されます。

- ▶ セクション1 - 適用範囲
- ▶ セクション2 - 所得および税
- ▶ セクション3 - 保険会社に対する適用
- ▶ セクション4 - 移行措置
- ▶ セクション5 - 適格国内最低トップアップ税

詳細は、EY税理士法人の以下のアラートをご参照ください。

1. 前編
https://www.ey.com/ja_jp/ey-japan-tax-library/tax-alerts/2023/tax-alerts-02-28-02

2. 後編
https://www.ey.com/ja_jp/ey-japan-tax-library/tax-alerts/2023/tax-alerts-03-08

3. 保険会社編
https://www.ey.com/ja_jp/ey-japan-tax-library/tax-alerts/2023/tax-alerts-03-06

制度動向トピック

税制

タイ: 投資トークンの新規株式および取引の免税措置に関する勅令案を承認

タイ閣議は2023年3月7日、投資トークンの発行および取引に係る法人所得税(CIT)および付加価値税(VAT)の免除に関する勅令案を原則として承認しました。勅令案は、2018年5月14日(デジタル資産事業に関する緊急勅令の発効日)から遡及的に発効します。

勅令案は、投資トークンの法人発行者や法人および個人のトレーダーである納税者を優遇することで、特に投資トークンをはじめとするデジタル資産業界に、より一層の投資および取引を行うことを奨励し、タイの経済成長を刺激することを目指しています。

詳細は、EY税理士法人の以下のアラートをご参照ください。

https://www.ey.com/ja_jp/ey-japan-tax-library/tax-alerts/2023/tax-alerts-04-07

税制

国税庁: 「グローバル・ミニマム課税への対応に関する改正のあらまし」を公表

国税庁は2023年4月、「グローバル・ミニマム課税への対応に関する改正のあらまし」を公表しました。

このパンフレットでは、2023年4月1日現在公布されている法律に基づき、グローバル・ミニマム課税への対応に関する改正のうち、以下のような主要な項目のあらましを紹介しています。

- ▶ 各対象会計年度の国際最低税額に対する法人税の創設
- ▶ 特定基準法人税額に対する地方法人税の創設
- ▶ 情報申告制度の創設
- ▶ 外国子会社合算税制等の見直し

詳細は、国税庁webサイトをご参照ください。

<https://www.nta.go.jp/publication/pamph/pdf/0023003-075.pdf>

税制

EU: VAT委員会、非代替性トークン(NFTs)に関するワーキングペーパーを公表

欧州連合(EU)のVAT委員会は2023年3月21日、非代替性トークン(NFTs)に関する初期的な考察についてワーキングペーパーを公表しました。

本ワーキングペーパーは、付加価値税(VAT)の観点から最近のNFT関連の取引に関して以下のような考え方を示していますが、明確な見解や結論は示しておらず、今後の議論を促し、共通の見解に達することを目的としたものとなっています。

- ▶ 特定の商品に交換することができるNFTsを除き、原則としてNFTsは、(商品ではなく)役務の提供にあたるものと見なしています。
- ▶ NFTsを法的契約として理解するのであれば、例えば物理的な商品の財産所有権のように、NFTsの譲渡は当該商品の供給として適格であるとしています。
- ▶ NFTsの作成、取引および販売の方法について、NFTsを財産所有権、バウチャー、複合供給および電子的に供給されるサービスと比較することにより概説しています。

詳細は、EY税理士法人の以下のアラートをご参照ください。

https://www.ey.com/ja_jp/ey-japan-tax-library/tax-alerts/2023/tax-alerts-04-25

国税庁：令和5年度改正事項に係るパンフレット等を公表

国税庁は令和5年度の改正事項に係る各種のパンフレット等を公表しました。2023年5月までに公表されているものは以下の通りです。

- ▶ 消費税法改正のお知らせ(2023年4月)
<https://www.nta.go.jp/publication/pamph/shohi/kaisei/202304.htm>
- ▶ 源泉所得税の改正のあらまし(2023年4月)
<https://www.nta.go.jp/publication/pamph/gensen/0023004-040.pdf>
- ▶ 個人の方が株式等や土地・建物等を譲渡した場合の令和5年度税制改正のあらまし(2023年5月)
<https://www.nta.go.jp/publication/pamph/joto-sanrin/r05aramashi.pdf>
- ▶ 令和5年度法人税関係法令の改正の概要(2023年5月)
https://www.nta.go.jp/publication/pamph/hojin/kaisei_gaiyo2023/01.htm
- ▶ 父母などから結婚・子育て資金の一括贈与を受けた場合の贈与税の非課税制度のあらまし(2023年5月)
<https://www.nta.go.jp/publication/pamph/sozoku-zoyo/201504/01.htm>
- ▶ 祖父母などから教育資金の一括贈与を受けた場合の贈与税の非課税制度のあらまし(2023年5月)
<https://www.nta.go.jp/publication/pamph/sozoku-zoyo/201304/01.htm>

GPIF：「2022/23年スチュワードシップ活動報告」を公表

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は2023年3月10日、「2022/23年スチュワードシップ活動報告」を公表しました。

本活動報告によると、GPIFは長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先および市場全体の長期志向と持続的成長を促す様々な活動を進め、スチュワードシップ責任を果たしていくとしています。

(詳細は、19ページをご参照ください。)

金融規制

Financial Regulation Update — 日本

【投資信託協会】「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正の公表について

■ 概要

投資信託協会は2023年4月20日、「投資信託等の運用に関する規則」、「投資信託等の運用に関する規則に関する細則」および「投資信託等の運用に関する委員会決議」(以下、「投資信託等の運用に関する規則」等という。)の一部改正を公表しました。

本稿では、本規則等の変更の背景および主な改正内容についての要旨を示します。

■ 改正の背景

2022年6月22日に公表された「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 中間整理」にて、海外ファンドへの投資を通じたファンド・オブ・ファンズ形式の投資信託等において、投資先の海外ファンドにおける運用財産の運用・管理状況を適切に把握していない等の事案が発生したことに伴い、以下の指摘がなされました。

- ▶ 足下で、海外ファンドに投資する投資一任やファンド・オブ・ファンズ形式の投資信託において、投資先の海外ファンドにおける運用財産の運用・管理状況を適切に把握していない等の事案が複数発生。
- ▶ 投資運用業者および受託者(信託銀行等)には、投資家(受益者)に対する善管注意義務および忠実義務等様々な行為規制が課せられているが、運用財産の運用・管理状況を把握できる資料の入手・確認体制の確保等、運用財産の適切な運用・管理のあり方の見直しが必要。

【事案①】(2022年1月に投資運用業者に対し業務改善命令を発出)

- 海外の未公開企業や外国金融先物等を投資対象とする外国投資法人が発行する外国投資証券に投資する投資一任のほか、国内運用会社が設定・運用する投資信託への投資を通じたファンド・オブ・ファンズ形式により、国内外の複合資産を実質的な対象とする投資信託(公募)の設定・運用等に係る事例。
- 投資運用業者は、投資一任契約締結前後において、商品特性に応じた調査を十分に行っておらず、運用財産の運用・管理を適切に行っていなかったほか、投資信託の受益者のために善良な管理者の注意をもって投資運用業を行っておらず、忠実に投資運用業を行っていなかった。

【事案②】(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、2021年12月に登録取消し等)

- 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、運用財産がどのように運用・管理されているのか客観的に裏付ける資料を確認できていなかったほか、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。

出典: 金融審議会 第16回 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 事務局説明資料

上記の指摘を踏まえ、投資信託協会では、投資信託財産への投資信託証券の組入れや投資信託の運用指図に係る外部委託先の管理のあり方について、投資運用業者等の受託者責任の明確化を図るため、「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正を行うこととしました。

「投資信託等の運用に関する規則」等の主な改正内容

「投資信託等の運用に関する規則」の一部改正	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 正会員が投資信託証券の組入れや投資信託の運用指図に係る外部委託を行うにあたり遵守および留意すべき事項等を定める ▶ 第4条の3、第4条の4および第4条の5の新設、第8条の2および第11条の改正
「投資信託等の運用に関する規則に関する細則」の一部改正	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 投資信託等の運用に関する規則の社内体制の整備にあたっての留意事項として、正会員が実施すべき対応の考え方や具体例を示し、これらを定める ▶ 第1条の2の新設、第1条の3～第1条の7の改正
「投資信託等の運用に関する委員会決議」の一部改正	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 投資信託等の運用に関する規則の運用等にあたっての留意事項として、正会員が実施すべき対応の考え方や具体例を示し、これらを定める ▶ 1および2の新設、3および4の改正

「投資信託等の運用に関する規則」の改正の条文と留意すべき事項等の関係

「投資信託等の運用に関する規則」(以下、「運用規則」という。)の改正の条文と投資信託証券の組入れや投資信託の運用指図に係る外部委託を行うにあたり、遵守および留意すべき事項等の関係は以下の通りです。

	ファンドの組入に係る留意事項 (運用規則 第4条の3)	外部委託に係る留意事項 (運用規則 第4条の4)
当初デューデリジェンス (以下、「当初DD」という。)	第1項	第1項
投資信託証券組入れ後の定期的な検討 (以下、「定期的DD」という。)	第2項	第2項
臨時の検討 (以下、「臨時DD」という。)	第2項	第2項
継続的モニタリング	第2項	第2項
当初DDにおけるプライム・ブローカー等の 管理体制の確認	第3項	-
	ファンドの組入または外部委託に関する社内体制の整備	
社内規程の整備	運用規則 第4条の5	

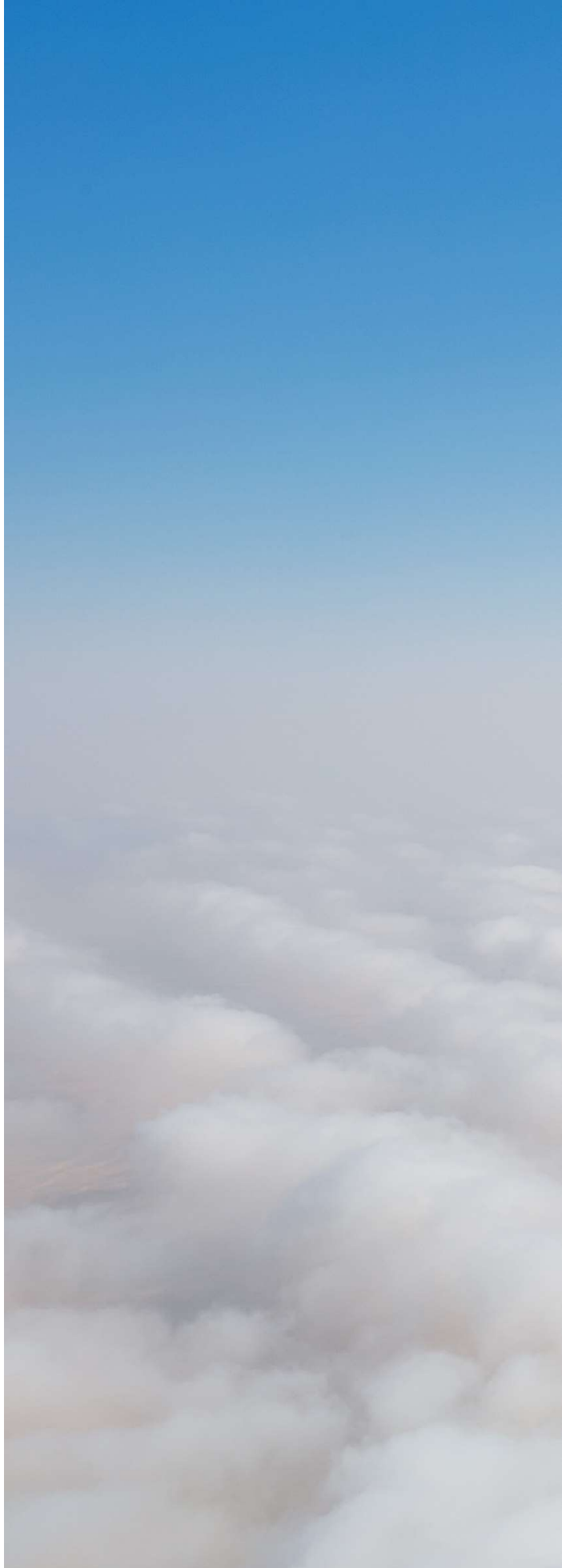
FOFsの設定・運用に際して行うデューデリジェンスおよびモニタリングの事例

「投資信託等の運用に関する規則」等の参考資料として、前ページにおける当初DD、継続的モニタリング、定期DDおよび臨時DDについて、国内の運用会社がFOFsの設定・運用に際して行っている一般的な内容が以下のようにまとめられています。

モニタリング	実施内容	確認項目
当初DD	各種ドキュメント内容確認	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Prospectus、Offering Memorandum、Trust Deed、IMA等々を取り寄せた上で内容を確認 ▶ 運用方針・運用プロセス・運用管理に係る内部統制、投資制限、設定解約フロー（流動性リスクを含む）や各種申込制限等が当社側の意図した商品性となっているかどうか、投資元ファンドからの投資に適切な要件を満たしているか等の観点チェック ▶ 保有財産の保管方法やプライシングのポリシーも確認
	運用会社DD	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 投資元会社からの確認事項を記載したQuestionnaireに記入・回答を求め、回答内容を確認 ▶ 確認できた内容に基づき、ミーティングで詳細内容をヒアリング ▶ それら情報を元に外部委託先評価チーム等がDDレポートを作成（運用・リスク管理・オペレーション・ガバナンスまで複数の面で調査の上スコアリング）し、社内の会議体で決裁
	ファンド・アドミ/カストディアンDD	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 外国投信のファンド・アドミニストレータ（ファンド・アドミ）に対してはプライシングポリシーやNAV修正ポリシー、カストディアンに対しては資産の保管方法、エラーの対応状況、過去のエラー事例や今後のトラブル発生時の問い合わせ窓口等を調査するQuestionnaireの回答を受領するなどした上で当該内容を確認し使用に耐えうるか判定 ▶ 直接にDDを実施することは困難な場合は、投資先海外ファンドの運用者が行ったDDの結果を確認するといった方法も考えられる
継続的モニタリング	週次/月次分析	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 運用状況・パフォーマンスを定期的に確認
	定期報告ミーティング	<ul style="list-style-type: none"> ▶ ファンドの運用状況に関するレビューや直近の運用チーム構成/組織の変化等について報告を受けるミーティングを定期的（四半期や半年ごと等）に開催
	コンプライアンス状況の確認	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 定期ミーティングや年次評価等の際に法令遵守状況/ガイドライン遵守状況等について表明書・確認書を受領する、あるいは遵守状況についてヒアリング
定期的DD	定期的DD	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Questionnaireを送付し回答を受領。定性面・定量面で運用評価を行う。監査報告書を受領し内容を確認する。当該FOFs投資の問題点の洗出し等必要なDDを行う
	オンサイト訪問	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 定期的に委託先運用会社を訪問し、運用状況や組織の状況など報告を受ける
臨時DD	アドホックミーティング	<ul style="list-style-type: none"> ▶ ファンドの運用状況や運用体制・社内体制等に重要な変化があった、運用会社の資本関係の重大な変更、運用パフォーマンスの大幅な悪化、ファンドの運用会社に重大な法令違反があった場合等、当該FOFs投資の継続の適否の判断に影響を与えうる事態を認識した場合、詳細な報告を受けるためにミーティングを開催
	臨時評価	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 当該FOFs投資の継続につき、適否の判断を行う

【EY Viewpoint】

- ▶ 本規則等の改正は、既存の投資信託への影響や投資信託財産への投資信託証券の組入れまたは外部委託先に関する管理のあり方など各社の体制整備期間等が考慮され、2024年4月20日から適用となっています。
- ▶ 本規則等の改正を機に、各社において投資信託証券の組入れまたは外部委託先の管理の点検・見直しが行われることが望まれます。



金融規制

Financial Regulation Update — 日本

【金融庁】「資産運用業高度化プログレスレポート2023 ～「信頼」と「透明性」の向上に向けて」を公表

■ 概要

金融庁は2023年4月21日、日本の資産運用業が国際的な動向も踏まえて、経営とサービスの専門性と透明性を高め、国民の信頼を得て、わが国の重要産業として成長するために必要と考える事項を「資産運用業高度化プログレスレポート2023～「信頼」と「透明性」の向上に向けて」(以下、「本レポート」という。)として公表しました。

本レポートでは主に以下の課題について網羅的に具体的な課題を取り上げるとともに、国内の資産運用会社や金融機関等の多くの関係者に対してヒアリングを行い、詳細に分析をするるともに対応案を示しています。

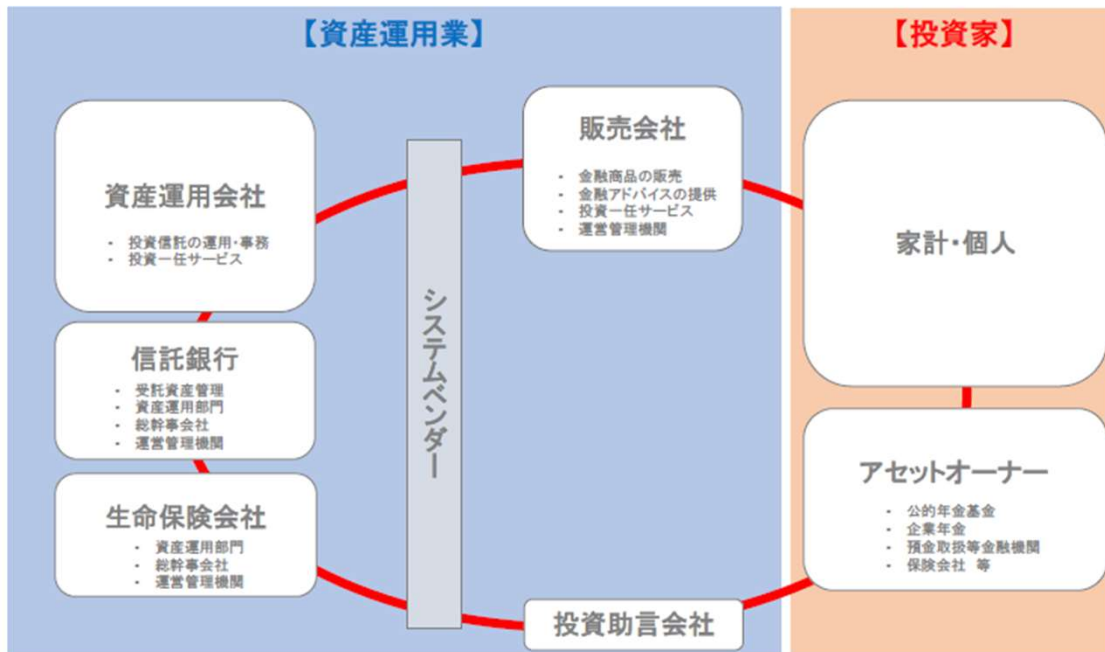
本稿では本レポートで取り上げられた上記の主要な課題と対応案について、次ページ以降で要旨を表にして説明します。

1. 資産運用業の高度化に向けた課題
 - 1-1. 資産運用会社の信頼性向上
 - 1-2. 販売会社の信頼性向上
 - 1-3. 運用の付加価値の向上
 - 1-4. 資産運用業界の効率性改善
2. アセットオーナーの運用高度化に向けた課題
3. 確定拠出年金(DC)を活用した資産形成の課題

わが国の資産運用業においては、資産運用会社の「事務」と「運用」、販売会社の「商品提供」と「アドバイス」が一体的に運営されていることが多く、同一の機能間の競争による高度化と効率化が遅れ、新規参入が進まない要因にもなっています。

家計・個人向けの情報開示の不足(情報の非対称性)や一部のアセットオーナーの専門性・人員不足等も指摘されており、資産運用に対する家計・個人や企業の理解は必ずしも十分に進んでいません。

わが国の資産運用業の全体像



出典:金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2023」(当記事内で、以下同様)

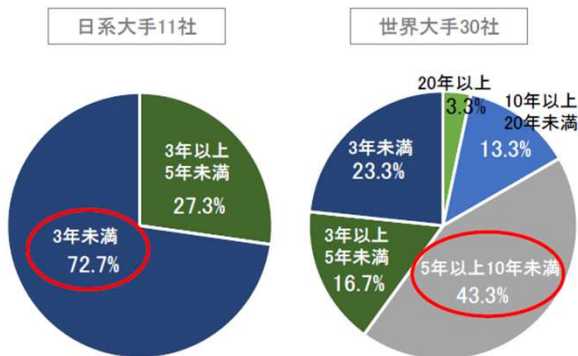
1. 資産運用業の高度化に向けた課題

1-1. 資産運用会社の信頼性向上

資産運用会社について①経営や②運用体制および③ファンド保有銘柄のそれぞれに対する透明性の確保や、④プロダクトガバナンスの強化について、以下の表の通り、具体的に各課題と期待される対応案を示しています。

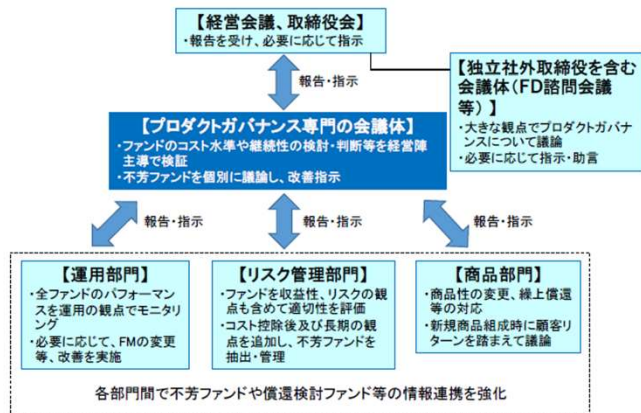
主要な課題	具体的な課題	期待される対応案
①経営の透明性確保	日系大手(世界大手と比較) <ul style="list-style-type: none"> 経営陣の在任期間が短くグループ内他社出身が多いため運用会社の成長よりもグループ内人事を優先しているとの懸念 経営トップ就任前の資産運用会社での勤務経験が少なく、選任理由の開示が進んでいない 	<ul style="list-style-type: none"> 日系の運用会社においても、高度化に向けたサクセッションプランの策定と経営トップの選任理由の開示が期待される
②運用体制の透明性確保	<ul style="list-style-type: none"> 日本では通常、法人顧客向けには運用体制(氏名、経歴、担当等)を開示しているが、特に個人投資家向けには、運用担当者の氏名開示が進んでいない 	<ul style="list-style-type: none"> 海外を参考に個々の投資信託の運用体制の実態が顧客に理解されるよう、自主的な開示を進めることが望ましい
③ファンド保有銘柄の透明性確保	<ul style="list-style-type: none"> 日本での開示は年に1~2回の頻度に留まる(海外では全保有銘柄を月次または四半期の頻度で開示) 海外ではHTML形式やExcelファイル等の全銘柄の開示提供が進んでいるが、わが国では、PDFファイルでの開示が主流であり、データの二次利用が困難 	<ul style="list-style-type: none"> 自主規制団体によるデータ開示の促進など、業界全体での開示方式の見直しが期待される
④プロダクトガバナンスの強化	<ul style="list-style-type: none"> プロダクトガバナンスの体制整備が進んでいるが実効性の確保は道半ば。一部の社では不芳ファンドの抽出基準が未設定、全体として毎月分配型の投資信託保有者の商品の重要な特徴認知率が低いといった課題あり 	<ul style="list-style-type: none"> 運用会社においては、商品性に応じた顧客属性を適切に想定した上で販売会社に伝達し、販売会社においては、当該顧客属性を踏まえた販売を行う等、業界全体でプロダクトガバナンスの取組みの強化が求められる

大手資産運用会社の経営トップの在任期間



(出所) 日系大手11社については、2022年12月末時点の各社提供データを基に金融庁作成。世界大手30社については、各社HP等を参考に金融庁作成。日系の運用会社1社を含む。

プロダクトガバナンス体制の例

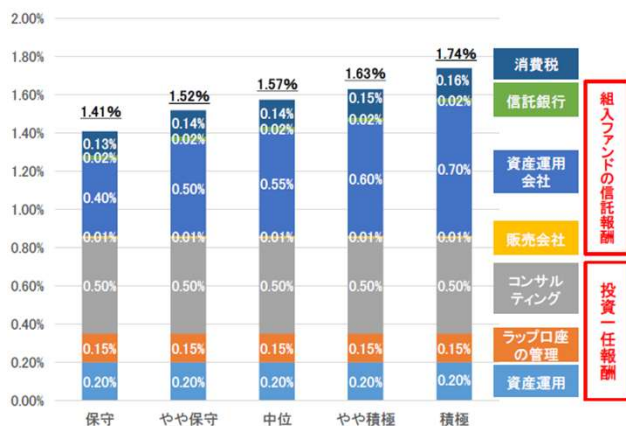


1-2. 販売会社の信頼性向上

販売会社について、①顧客資産の持続的拡大に資する商品選定とアドバイスの提供、②ファンドラップの付加価値の明確化、③投資信託の手数料の明確化、④販売チャネルの多様化の4つの点から、以下の表の通り、具体的に各課題と期待される対応案を示しています。

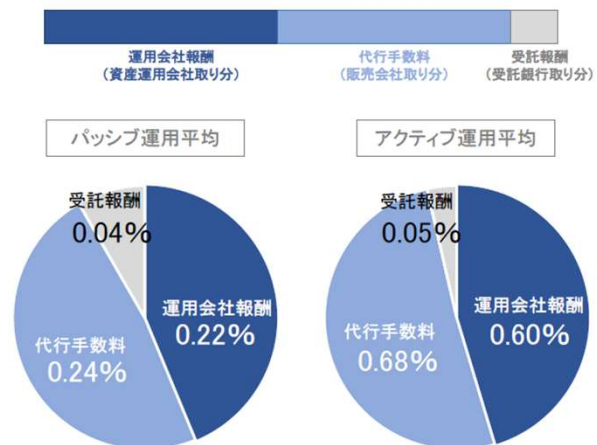
主要な課題	具体的な課題	期待される対応案
①顧客資産の持続的拡大に資する商品選定とアドバイスの提供	▶ 過去の販売方法、商品選定により、業界全体で多数の投資信託を抱え、管理が煩雑で非効率	▶ 販売会社が、不芳ファンドの繰上償還に迅速に対応し、資産形成に資する商品選定とアドバイスの提供を行うことを期待
②ファンドラップの付加価値の明確化	▶ ファンドラップの提供が拡大しているが、複数の投資信託を組み合わせた商品なのか、アドバイスも含むサービスなのかが明らかでないケースもあり	▶ バランス型との違いも含め、運用体制やコスト控除後のパフォーマンス、手数料の構成等について開示の充実に努めることを期待
③投資信託の手数料の明確化	▶ 信託報酬のうち代行手数料のサービス内容説明が同一である一方、運用会社と販売会社の取り分がアクティブ運用もパッシブ運用も、ほぼ半半ずつとなっていることが多い	▶ 顧客本位の原則に沿って、販売会社取り分が、どのようなサービスの対価なのか、合理的な説明を期待
④販売チャネルの多様化	▶ 米国と比べ、日本では、確定拠出年金やフィナンシャル・アドバイザー（FA）、直販による投資信託の購入者が少ない	▶ 販売チャネルの多様化に向けて、販売用プラットフォームを提供する金融機関数の増加や運用報酬以外の手数料が安い商品の提供拡大に期待

ファンドラップの手数料開示の好事例



(出所) ファンドラップ販売会社のHP等を参考に金融庁作成。

信託報酬の分配構造



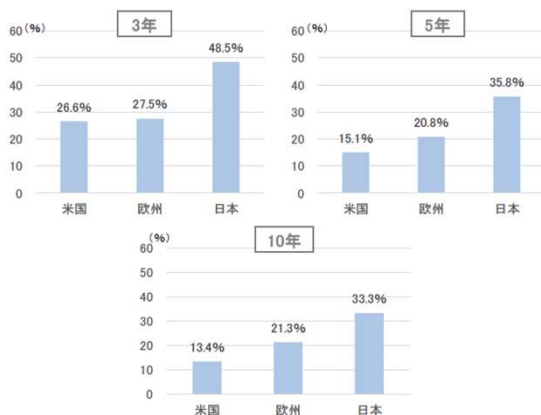
(出所) QUICKの2022年12月末時点データを基に金融庁作成。ETF、ラップ専用・DC専用ファンドを除く。データは単純平均、外部ファンド報酬を除く。

1-3. 運用の付加価値の向上

運用の付加価値の向上について、①アクティブ運用の付加価値の向上、②スチュワードシップ活動の実効性評価のためのデータ活用、③インデックスプロバイダー間の競争促進、④海外資産の運用力強化の4つの点から、以下の表の通り、具体的に各課題と期待される対応案を示しています。

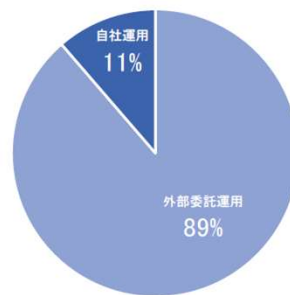
主要な課題	具体的な課題	期待される対応案
①アクティブ運用の付加価値の向上	<ul style="list-style-type: none"> 日本では機関投資家のパッシブ運用の割合が高い。他方でアクティブ運用は、調査活動によって、中長期的に成長性の高い企業を発掘し、選別するという、重要な価格発見機能を担っているが、日本では海外と比べてベンチマークに勝っているファンドの本数割合が高い 一方で、アクティブ運用の公募投資信託の総経費率を踏まえれば、欧米と比べて非効率であり、アクティブ運用の拡大による企業の選別を一層進めることで、ベンチマーク自体のパフォーマンスを高める余地が大きい 	<ul style="list-style-type: none"> 運用会社が、非上場株式等、早期に魅力ある投資機会を発掘できる体制を整え、付加価値の向上を図ることを期待
②スチュワードシップ活動の実効性評価のためのデータ活用	<ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップ活動の実効性を評価する上で、運用会社の議決権行使結果の開示は有益な情報だが、多くの運用会社が結果をPDFファイルで開示しており、第三者が運用会社や企業の対応を比較・分析することが難しい 	<ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップ活動の実効性評価や企業との対話の一層の促進に向けて、運用会社各社が、利用者目線に立った自主的なデータ開示を進めることが望ましい
③インデックスプロバイダー間の競争促進	<ul style="list-style-type: none"> 日本のパッシブ運用の投資信託で採用されるインデックスの種類は少なく、運用会社が支払う使用料は、一部で年々上昇しているとの指摘もあるが、使用料とパッシブ運用のコスト控除前パフォーマンスには、直接的な関係はない 	<ul style="list-style-type: none"> 運用会社は持続可能なビジネスモデルの構築に向け、インデックスの選定理由や信託報酬の設定の在り方を改めて検討し、必要に応じて新たなインデックスの開発に挑戦することが望ましい
④海外資産の運用力強化	<ul style="list-style-type: none"> 2022年の公募投資信託への資金流入額のうち、全体の約61%が外国株式に流入しており、そのうちのアクティブ運用の約9割が外部委託運用となっている こうした傾向が拡大すると、わが国の運用会社が自社で運用する顧客資産が減少し、運用機能が低下して、運用に関する世界最先端の情報が集まらなくなるおそれあり 	<ul style="list-style-type: none"> 運用会社が、人材の確保等により、中長期的にインハウス運用を強化していくことが望ましい

日米欧の自国大型株式アクティブファンド
超過リターンの勝率(本数割合)



(出所) イボットソン・アズエイツ・ジャーナルのデータを基に金融庁作成。各ベンチマークは、日本が配当込みTOPIX、米国がS&P500(配当込み)、欧州がMSCI Europe(ネット、ドルベース)であり、分析は全て運用費用控除後のデータ(2022年12月末時点)を用いて実施。

外国株式アクティブの自社運用・
外部委託運用比率(残高ベース)



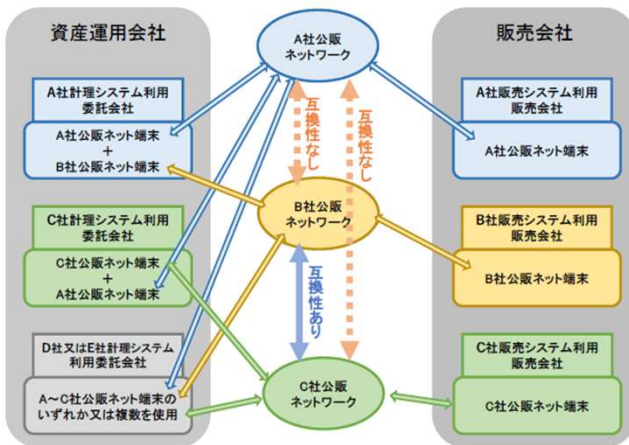
(出所) QUICKのデータを基に金融庁作成。ETF、DC・SMA専用ファンドを除く。2022年12月末時点の日系資産運用会社が運用する海外株式(内外株式を含む)アクティブファンドのうち、残高上位100ファンドを当庁の判断で、自社運用/外部委託運用に区分し集計。

1-4. 資産運用業界の効率性改善

資産運用業界の効率性改善について、①公販ネットワークの互換性確保、②事務と運用の分離による資産運用会社の新規参入促進、③資産運用会社の独立性確保の3つの点から、以下の表の通り、具体的に各課題と期待される対応案を示しています。

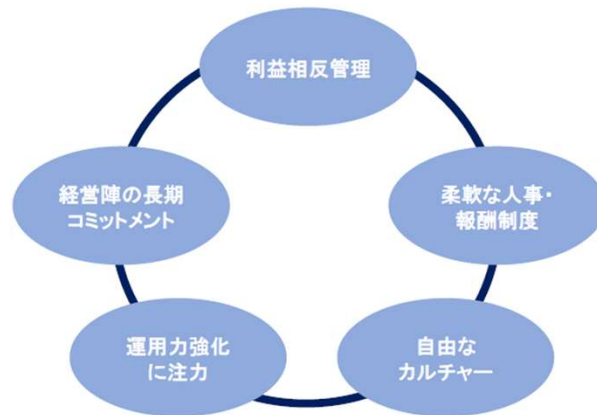
主要な課題	具体的な課題	期待される対応案
① 公販ネットワークの互換性確保	<ul style="list-style-type: none"> 運用会社が販売会社と日々の投資信託の情報をやりとりする「公販ネットワーク」は、少数のシステムベンダーによって、各々の仕様により運営され、データ連携の互換性欠如から情報交換に手作業や複数端末が必要な場合がある 端末とのパッケージでの提供により、投資信託の基準価額を計算するための「投信計理システム」についても寡占化が進んでいる 	<ul style="list-style-type: none"> 業界全体の効率性改善と新規参入の促進に向けて、自主規制団体が当局とも連携し、必要な調整を行うことが期待される
② 事務と運用の分離による資産運用会社の新規参入促進	<ul style="list-style-type: none"> 日本では運用会社と信託銀行がそれぞれ投資信託の基準価額を計算し、毎日照合するという独自の慣行(二重計算)があり、運用会社による投信計理システムの導入等、資産運用業のコスト高や参入障壁の要因として指摘される 	<ul style="list-style-type: none"> 運用会社のリソースの運用機能への特化と業界の新陳代謝の促進に向けて、信託銀行を主体とする一者計算の導入や事務の集約・効率化のための取組みが期待される
③ 資産運用会社の独立性確保	<ul style="list-style-type: none"> 海外では独立系の運用会社が台頭し過去20年で、非独立系との競争を年率で0.62%上回っているが、日本では独立系の運用会社が規模を拡大できていない 	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関グループと顧客との利益相反懸念の払拭や運用力強化に向けて、系列の運用会社が、グループからの経営の独立性を確保し、運用担当者の人事・報酬制度の柔軟化や運用機能の拡充等の取組みを強化することが期待される

公販ネットワークの接続状況と課題



(出所) 投資信託協会、投資信託に係る業務運営の合理化・効率化ワーキング・グループ「公販ネットワークの接続等の改善に関する要望」(平成31年2月7日)の別紙を基に金融庁作成。

独立系資産運用会社の強み



■ 2. アセットオーナーの運用高度化に向けた課題

アセットオーナーの運用高度化について、以下の表の通り具体的に各課題と期待される対応案を示しています。

主要な課題	具体的な課題	期待される対応案
アセットオーナーの運用体制の整備	<ul style="list-style-type: none"> ▶ オルタナティブ投資の拡大等、確定給付企業年金(DB)の資産構成は変化しているが、引き続き、担当者の専門性、人材不足を指摘する声が多い ▶ 今般、国会に提出された金融商品取引法等の改正案において、企業年金等関係者に対しても、顧客本位の業務運営を求めており、資産規模や運用内容に応じて、DBの運用体制の整備に向けた企業の意識向上が必要 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 多くは純資産100億円未満の小規模基金であり、総合型基金や企業年金連合会の共同運用事業等の活用も考えられる

■ 3. 確定拠出年金(DC)を活用した資産形成の課題

確定拠出年金(DC)を活用した資産形成について、以下の表の通り具体的に各課題と期待される対応案を示しています。

主要な課題	具体的な課題	期待される対応案
確定拠出年金(DC)を活用した資産形成	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 日本の企業型DC加入者の運用商品に占める投信の割合は、2010年3月末には40%弱で、022年3月末には58%に上昇したものの株式投信の割合48%の水準と低い一方、米国401(k)プランの投信の割合は84%であり、株式投信の割合は76%と高い 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 日本のDC加入者は、制度上の税優遇のメリットや資産形成の機会を更に活用する余地がある

【EY Viewpoint】

- ▶ 本レポートでは日本の資産運用業界の構造的な様々な課題について海外と比較しながら分析を行い、期待される対応案についても具体的に示されており、金融庁の求める目線がよく表されています。
- ▶ 本レポートでは2020年から毎年様々なテーマが公表されており、昨年はESGと仕組債の問題点が取り上げられ話題になりました。今回目新しい課題として目論見書の脱PDF化など、デジタル技術を活用した顧客への情報提供の強化などが取り上げられました。なおガバナンスについては、今回も含めその課題が必ず取り上げられており、金融庁が継続して重視しているテーマであると考えられます。
- ▶ 本レポートで取り上げた課題とその対応について、金融庁としてもその進捗状況を継続的にフォローアップしていくことが想定されます。資産運用業界の関係各社において、より一層の検討と対応が求められます。

その他 Other Update

【GPIF】「2022/23年スチュワードシップ活動報告」を公表

■ 概要

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は2023年3月10日、「2022/23年スチュワードシップ活動報告」(以下、「本活動報告」という。)を公表しました。

本活動報告によると、GPIFは、長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先および市場全体の長期志向と持続的成長を促す様々な活動を進め、スチュワードシップ責任を果たしていくとしています。

本稿では、以下の論点について要旨を示します。

- ▶ GPIFのスチュワードシップ活動の沿革
- ▶ 市場の持続可能な成長に向けた取組
- ▶ その他資産の「スチュワードシップ責任に係る取組」の評価－債券
- ▶ 運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応(スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定含む)

■ GPIFの取組

1. スチュワードシップ活動の沿革

GPIFのスチュワードシップ活動に関するこれまで主な取組みは下記の通りである。



出典: GPIF「2022/23年スチュワードシップ活動報告」6ページ

2. 市場の持続的な成長に向けた取組

GPIFは、法律で株式のインハウス運用が許されていないため、運用受託機関を通じて、投資や議決権行使を実施しています。そのため、運用受託機関と投資先との間での対話を促進しています。対話を効率的に進めるにあたって、情報開示は双方にとって重要なものと考えており、特にESG情報の開示は非財務の重要性が高まるにつれ、今後さらにその重要性が増していくと思われま

GPIFは以下の国内の情報開示を促進する団体に参加しています。JPX ESG Knowledge Hubの趣旨に賛同し、2020年11月の開設時からサポーターとして参加しているほか、2023年2月にはESG情報開示研究会にもオブザーバーとして参加しています。



3. その他資産の「ステewardシップ責任に係る取組」の評価—債券

2020年1月発効の英国ステewardシップ・コード改訂版(「The UK Stewardship Code 2020」)において、全ての資産がステewardシップ責任の対象となるとともに、2020年3月に再改訂された日本版ステewardシップ・コード(以下、「日本版コード」という。)においても、日本の上場株式以外の他資産でも適用可能と明言されたこともあり、債券投資家のステewardシップ活動も進みつつあります。

GPIFにおいても、日本版コード再改訂への対応として、2020年6月に「ステewardシップ責任を果たすための方針」について、その対象資産を株式から債券を含む全資産に拡大する変更を行い、債券運用受託機関に対して、債券のステewardシップ活動についてのアンケートを実施するなど債券の評価方法の検討を進めてきました。

これらを踏まえ、2022年度より、投資先企業の持続的な成長を促し信用リスクの低減に資するかという観点で、債券の運用受託機関のステewardシップ評価を開始しました。

現段階では、個々のエンゲージメントの評価方法が確立しているとは言えないことから、ステewardシップ方針や利益相反管理等の方針・体制面などステewardシップ活動を行うための組織・人材が整備されているかについて評価を行うこととし、「組織・人材」内の一項目で、ステewardシップ評価をしています。

具体的には、以下のポイントを確認するとともに、運用受託機関がステewardシップ活動を行うための「組織・人材」をどのように整備しているかについて評価しています。

- ▶ 体制面(組織、利益相反管理)
- ▶ 日本版ステewardシップ・コードの受け入れ状況、責任投資原則(PRI)署名の有無および対応状況
- ▶ ステewardシップ活動方針
- ▶ 当法人のステewardシップ活動原則への対応状況(該当項目)等

■ 運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応

1. 運用受託機関への期待と課題

GPIFのステュワードシップ活動原則、議決権行使原則の運用受託機関における浸透

- ▶ ガバナンス・利益相反について
 - ▶ 運用受託機関のガバナンス強化
 - ▶ 実効性のある利益相反防止策の策定・見直し
- ▶ 運用とステュワードシップ・ESGの融合
 - ▶ 運用とステュワードシップの連携
 - ▶ ステュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの提案と定着
 - ▶ 投資スタイルに合わせたESGインテグレーションの実践
- ▶ 議決権行使を含むエンゲージメントの強化
 - ▶ 環境変化を考慮した、企業価値向上に資する新たなESG課題に基づくエンゲージメント
 - ▶ 企業のステージに合わせたエンゲージメント戦略
 - ▶ 議決権行使方針へのESG課題、エンゲージメントの反映
 - ▶ 債券投資におけるステュワードシップ責任に係る取組
- ▶ 投資先に対するメッセージと情報開示
 - ▶ 投資先に対するメッセージと一致したステュワードシップ活動(言行一致)
 - ▶ 運用受託機関の情報開示の質の向上
 - ▶ 議決権行使方針、行使結果等の開示
 - ✓ TCFD提言に沿った開示
 - ✓ 重大なESG課題(マテリアリティ)に関する情報発信

2. GPIFの今後の対応

- ▶ 双方向のコミュニケーションを重視した運用受託機関との「エンゲージメントの強化
- ▶ ステュワードシップを重視したパッシブ運用モデルの定着
- ▶ ESGインテグレーションの評価手法のさらなる検討
- ▶ 債券投資におけるステュワードシップ責任の評価手法の検討
- ▶ ESGを含むエンゲージメントの成果や効果測定に関する外部との共同研究(3.ステュワードシップ活動・ESG投資の効果測定含む)

3. スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定

GPIFは、スチュワードシップ活動・ESG投資の効果測定にあたり、高度な統計分析の知見を有するコンサルティング提供会社と協働し、2023年度から2024年度にかけて以下の通り定量的な効果測定を行う予定です。

■効果測定の概要

	プロジェクトテーマ	具体的な内容（例）
スチュワードシップ活動の効果測定	エンゲージメントの効果検証	エンゲージメントがもたらす ESG 指標や企業価値向上への影響に関する因果関係解明
	運用受託機関の議決権行使に関する検証	利害関係先とその他企業への議決権行使の違いの変化
ESG 投資の効果測定	ESG 指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証	ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析
	企業価値・投資収益向上に資する ESG 要素の研究	ESG 要素と企業価値・投資収益向上に関する因果関係解明

※プロジェクトテーマや実施時期は今後変更する可能性がある。

出典：GPIF「2022/23年スチュワードシップ活動報告」44ページ

【EY Viewpoint】

- ▶ GPIFのスチュワードシップ活動報告は、GPIFがスチュワードシップ活動等をまとめて毎年公表しているものですが、中でもESGへの取組等に関する記載は年々増加してきています。
- ▶ 本活動報告においても、GPIFの取組みではもちろん、運用受託機関の取組みと課題においてもESGを重視していることが伺いしれます。
- ▶ 近年、投資先企業においては、統合報告書やサステナビリティレポートにおけるESG開示が広がりつつあり、投資家も投資先企業のESG活動への関心が高まってきているため、今後は、その関心が資産運用会社に向けられると考えられ、資産運用会社のESG投資に関する情報開示がさらに充実することが期待されています。

【コラム】

現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来 ～Global Alternative Fund Survey 2022～

概要

EYでは毎年「Global Alternative Fund Survey」と題し、世界でオルタナティブ投資運用を手掛けるファンドマネージャーや機関投資家を対象にサーベイを実施しております。最新のサーベイ結果は2022年の11月に公表いたしましたが、2023年2月28日(火)にEYのwavespace*を利用したWebinar形式で、このサーベイ結果について要旨を解説させていただき、世界のオルタナティブ投資の潮流を御紹介させていただきました。

また、サーベイ結果の解説に加えて、外部から専門家をお招きし、パネル・ディスカッション形式で日本におけるオルタナティブ投資を取り巻く課題等について意見を交換させていただきましたので、今回はパネルディスカッションの内容について報告させていただきます。

* EY wavespaceはEYがグローバルに擁するイノベーションハブであり、各主要都市においてそれぞれ異なる専門分野を持っています。





パネル・ディスカッションー現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来

■ 要点

- ▶ 日本におけるPE業界の投資活動は過去・現在・将来の点からとても活発で、投資リターンの機会は世界から見ても魅力的である。
- ▶ ESG・サステナビリティの価値観に沿った投資機会の創出と「良い会社」が「良いリターンを出すProfitableな事業」につながるステークホルダーとしての責任を果たす重要性が増しており、社会的責任として高まると考えられる。

EY Japanは「現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来」と題したイベントを開催し、さまざまなリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来について論議しました。

その最前線で活発に投資しているCLSAキャピタルパートナーズジャパン株式会社 代表取締役社長の清塚徳氏と、パートナーズ・グループ・ジャパン株式会社 プライベート・エクイティ部門 日本チーム責任者を務める越智多津哉氏に、ゼネラルパートナー（以下、GP）としての立場から、EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社 ストラテジー・アンド・トランザクション シニアアドバイザーの田村晃一がお話を伺いました。PEファンドとして実際に運用するGPの観点からのお話に加え、資金を提供するLP、いわゆるリミテッドパートナーからの観点についてEYパルテノン エグゼクティブアドバイザーであるデビッド・ニコルズからも話をしてもらいました。

パネル・ディスカッションの前半では、ESGやSDGsとも連携する、現時点でのプライベートエクイティ・ファンドが捉えている投資機会とそれに伴うリスクについて語っていただきました。

また、後半では地政学的なリスクやビジネス機会、経済安全保障を考えた上での、地域的な魅力あるいは地域的リスクも含めた点について語っていただきました。

パネル・ディスカッションー現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来(つづき)

田村晃一(以下、田村)：日本における現在まで25年以上になるプライベートエクイティ・ファンド業界(“PE業界”)による投資活動の経験はどのようなもので、今後のPE業界の投資活動はどのように進化していくか。その過程でどのようなビジネス機会とリスクに直面すると考えていますか。

清塚徳氏(以下、清塚氏)：現状を一言で言うと、かつてここまでPEファンドが活況を呈したことがなく、ようやく日本の社会やビジネスの中にわれわれの機能や存在が定着したと思っています。正式な統計は発表されていませんが、2022年のPE投資の総数が200件くらいになったようです。23年かけてここまで来たわけですが、大きく5つのカテゴリーがある中で、今回はすべてが活況を呈する状況を迎えました。ハゲタカ議論を乗り越えてここから定着し、今後も順調に成長していくというのが私の見立てです。

田村：PE業界の投資機会の5つの矢(カテゴリー)である、カーブアウト、非上場化、事業承継、再生、ファンドツーファンドのどれもが活況であるとの事、大きなモメンタムを感じますね。越智さんに伺います。世界のPEファンドは、日本のマーケットをどう見ているのでしょうか。

越智多津哉氏(以下、越智氏)：清塚さんがおっしゃったように20年ほどかけて日本のPE業界も成長を遂げてきていて、私の記憶が定かであれば、2021年の案件数が130件ほど。それに対して今年は200件ほどというところなので、足元でもますます活況を呈している状況と認識しています。

ですが一步ステップバックして、経済規模に対するPE市場の大きさを考えてみると、実は米国だとだいたい4%程度。欧州でも2%から3%程度普及している中で、実は日本でまだ1%程度にも到達していない。足元の数字だと多分0.5%程度ですので、経済規模に対してのPE市場はまだまだ伸び代があると、グローバルな観点から間違いなく見られているかなと思います。

去年から米国での利上げもありましたし、景気減速懸念がだいぶ高まっていく中でも、PEにとって非常に大事な要素の一つであるファイナンス、LBOファイナンスというものが多少減速してきているという状況は海外で発生しています。日本にも影響はありますが、欧米に見られるような壊滅的な影響ではなく、相対的に見ても案件はまだまだやりやすい環境にあります。マクロ、そしてファイナンスの環境から見ても、まだまだやれる余地はだいぶあるというのが足元の状況だと認識しています。

田村：相対的に見ると投資リターンが日本より高いように見える日本以外の世界から見た、日本のPE投資業界のビジネスに対する魅力や期待、そしてリスクという点ではどのようなものがあるとお考えでしょうか。



パネル・ディスカッションー現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来(つづき)

清塚氏: われわれは投資家30社くらいにご支援いただいております、その4分の3が海外です。十数年前とは比べ物にならないぐらい日本に対する期待が大きい。いろいろ理由がありますが、一番は日本のPEファンド、特にミッドキャップ、スモールキャップが、欧米で期待されるリターンを上回り続けてきている、あるいは今後も出せるのではないかとみられているためです。日本のPEファンドはまだ未成熟で、従ってマーケット環境が非効率であるものの、そこにある意味でテイクアドバンテージしていくようなチャンスがあり、そこを上手にやっているGPはリターンを上げている。しかも単にワнтаイムじゃなくてサステナブルな形でリターンを上げている。ここに海外の投資家が非常に注目していると思います。

田村: GPとして投資活動に忙しくされている投資家の皆さまからは日本のPE業界のビジネスが本当に大きな期待と魅力があるということ、そして相応のリスクが伴うということもよくわかりました。では次に機関投資家であるLPからはどのように見えているのでしょうか。

デビッド・ニコルズ(以下、ニコルズ): 投資戦略が矢であるとすると、LPの役割は弓と言えるかもしれません。株式市場から得られるリターンを超えるリターンを求める期待は一段と高まるでしょう。需要と供給の関係を考えると、より多くの新しい資金を需要、限られたPE業界を供給と考えると、それに振り向けられた新しい金融投資機会のプライスが上がっていきます。この場合のプライスは資金の集まるGPが受け取るリターンということになり、このPEのGPのリターンの上昇は、結果として投資家の受け取るリターンが減少するということにもつながります(GPが運営するPEファンドに投資するコストのプライス上昇に伴い、LP投資家がネットで受け取るリターンが減る現象)。

田村: ここからは、ESGとサステナビリティの話題に移っていきたいと思います。パートナーズ・グループの本拠地であるスイスのPEファンドとして、これをどう捉え、どのようなことをリスクや機会と見えていますか。

越智氏: われわれはスイスが拠点ということで欧州のファームでもありますので、ESGやそれに対するセンシティブティは相当に高いと思っています。われわれは必ずしもリスクとは捉えておらず、むしろ投資先の企業をどのようにバリューアップしていくか、その観点で見ているということが多いです。

海外の投資委員会や経営陣と話していく中で、日本の一般的な企業のESGの取り組み具合と欧米での取り組み具合の比較の話によく聞かれますが、やはりガバナンスのところでも多少後れを取っているというコメントがある一方、それはアップサイドなのではないかというコメントがよく出てきます。ESGの観点で投資を絞るということはまったく考えず、基本的には投資をした企業をESGの観点でどうバリューアップさせ、どちらかと言うとアップサイドを狙っていくような発想で見ることが多いです。投資先を限定するというよりかは、投資先の機能をバリューアップという観点で見ていることが多いと認識しています。

田村: 事業体がESGやSDGs、いわば良きコーポレーションになるための努力をするとき、ビジネスとして何が良くなるのかとか、事業価値を上げるのにどれだけ貢献しているのかというのは、非常に重要な要素になってきます。ステークホルダーとして、株主として入るPEの方々は、どのようにそれを機会として捉え、事業のポートフォリオの価値を上げていくということにつなげていくのでしょうか。

パネル・ディスカッションー現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来(つづき)

越智氏: とても根源的な質問とっております。社会に与える影響、サステナブルな成長を企業体もしっかり考えていけないといけないという時代に入ったことは間違いありません。世間も株式市場も含め、エクイティを出す側からの要望としてそういう要求が高まってきているのも間違いのないと思います。サステナブルな事業体に変わらないとエクイティのファンディングが受けづらくなってしまふ世界にこれから移っていくのではないのでしょうか。こういう傾向は欧米を中心にだいたい強まってきていますが、日本ではまだそこまでセンシビリティが高くないのかもしれませんが。欧米ではESGフレンドリーな、環境に配慮した事業体に変わらないとリスクマネーを受け入れられなくなってきていると思います。

清塚氏: 事業ポートフォリオの皆さまにはまず小さな足元のところから改革をお願いしています。結果的に職場環境が良くなって採用が改善するとか、リテンションが上がるとか社員のやる気や生産性が上がっていくことに気づいてもらえると、これは単なるきれいごとではなく、自分たちのパフォーマンスに直結することを感じていただき、そこから先がスムーズになります。もう一つ非常に勇気づけられるのは、若い社員たちのESGに対する意識が高いので、会社がそういう活動をしていると、エンゲージメントがずいぶん上がります。いろんな意味で前向きな形になってきている印象がありますね。

田村: ESGやサステナビリティにポジティブな場合は、利益もリターンをポジティブであり、そういった世界を目指してステークホルダーが全員一致して進んでいく必要があると捉えるべきであると理解しました。日本は世界のスタンダードに対してどのくらい後れを取っているのか。キャッチアップすることが日本にとって是なのか。そのあたりも含めて、今どういう状況でどういうところに向かって行くべきなのでしょう。

清塚氏: 国ごと地域ごとにESGに対する考え方が違うというのが私の印象です。一番進んでいてシリアスに受け止めているのが、スイスを含む欧州ですね。LPからの要請としても、必ずデューデリジェンスの中の重要項目としてESGがあります。日本は、ようやくそういったことが重要なのだという認識が出てきて、徐々にそれが広まりつつある状況です。ですから、PE協会としてももっと積極的にリーダーシップを取らなくてはなりません。そこで重要なのは決して何かのコピーではなく、日本に根付いた現実的なものをやりたいということです。

田村: GPの立場からのESGやサステナビリティにおける本質の捉え方のお話を伺ってきました。LPである機関投資家の立場からはどのような期待とリスクがあると見ているのでしょうか。



パネル・ディスカッションー現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来(つづき)

ニコルズ: ESGに関してLPの捉え方には4つあります。一番目は、すべてのLPはまず、ESGの開示要件を順守したいと考えています。業界と規制当局は、明確な開示要綱を設定する方向に向かっており、効果的であるとかベストプラクティスであるというよりも、重要なのは白黒はっきりした明確な方法で、LPがESG投資を実行できるということです。

二番目は、実際に運用・適用するには複雑になってしまうポイントです。すべてのLPが投資の優先順位を見直している状況で、純粋により優れたリターンを求める案件と、純粋により良い環境、社会、ガバナンスのための投資のバランスという悩ましい課題です。その点でPE業界のGPは、透明性のあるコミュニケーションにより、ファイナンシャルリターンとESG課題の取り組みとのトレードオフについてLPの認識を高めることができます。

三番目のポイントですが、LPはESGとサステナビリティに貢献しながら、より優れたファイナンシャルリターンを得る投資を目指しています。これは皆の目標でもありますが、その両方のプライオリティをカバーする画期的なイノベーション関連の投資があるかもしれません。四番目は一番複雑なポイントで、どのように外部から見られているかというパーセプションの問題です。ESGにポジティブな案件であったとしても、世の中的にはマイナスの印象の案件もあり、LPはしっかり明かに投資案件のESGインパクトについての留意や考え方、見方を説明できなければなりません。

田村: 地政学的なリスクやビジネス機会、経済安全保障を考えた上での、地域的な魅力あるいは地域的リスクも含めた点についてどのようにお考えですか。

越智氏: 地政学リスクが高まる中で、アジアにおける相対的な日本の立ち位置の向上は間違いなくあります。別の観点から言うと、グローバルのファンドとして非常に興味深く見ているところは、オルタナティブ投資に対する日本の機関投資家のエクスポージャーの向上余地がかなりあるという点です。グローバルと日本で比較した場合、オルタナティブ投資は日本の中ではまだ多少リスクがあるアセットクラスと見られているところも多いので、その意識改革がどこまで進むか。逆に言うとそこがアップサイドなので、かなりの期待が高まってきているのではないのでしょうか。

田村: 多くの事業会社での経営課題の一つに不正やコンプライアンスの問題が挙げられます。PEファンドの皆さまが、現在の投資先のポートフォリオ事業のマネジメントに対するモニタリング体制において、こういったものがあるべき体制か。違う形に変わっていく必要性を感じておられるのか、それとも今あるものがふさわしく機能していると見ているのでしょうか。

清塚氏: 手短かに結論だけ申し上げますと、プライベートエクイティ投資自体がそれを相当回避できる体制です。株式を過半数持ち、取締役会から承認を受け、レバレッジが効き、監査も受けて、コベナンツもあるということなので、PE投資下でそういったスキャンダルや不正を起こすことはかなり難しいのではと思っています。

パネル・ディスカッションー現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来(つづき)

越智氏：大枠は全く一緒です。やはり関わるステークホルダーの数がかなり多く、エクイティの投資家だけではなく銀行も関わりますし、われわれも中に入って個人のお金を投資するケースも当然あり、いろいろと強力なガバナンスが働きやすいような構造になっていると思います。少なくとも私の観測範囲内では大きな問題は起きてはいません。また、会社のサイズも、コングロマリットというよりはコングロマリットの一部だったりと、比較的大きくはない事業体が多いので、全体が把握しやすいケースが多いです。

田村：最後に、PEファンドへ投資する機会のスケールを広げるために、PEファンドのLPとして一般投資家を含める議題が世の中では挙がっております。リテールの一般投資家にPEファンドへLP投資を行う機会を提供できるようになるためには何が必要でしょうか。

ニコルズ：市場と当局の両方に求められる規制という意味でも、非流動的な金融商品ですから、それをいかに正確にタイムリーにプライシングし、ネット・アセット・バリューを公開できるメカニズムを、どういう仕組みとしてつくるのが必要となります。

一つのたとえとして、PEの畑でリテールという穀物を育てることを考えると、リテールで販売するために必須なのは、規制の整備と教育です。つまりPEファンドのリテール販売という穀物を元気に育てるには、種まきに適した畑を耕す。これが規制の整備です。そして種をまいたら、肥料と栄養を十分に与える。これが教育です。この二つがセットで必要です。

田村：そのようにPEファンド業界の投資機会にふさわしい規制の整備と教育がまさに期待されます。その結果プライベートエクイティのインベスター、プライベートエクイティのGPとLP、そしてリターンを刈り取る皆さんのステークホルダーすべてにとってサステナブルな将来に向けて、皆で一丸となって進んでいけるようになります。そのような世界が近いうちに来ることを願っています。



パネル・ディスカッションー現在の多様なリスクに対するオルタナティブ投資の役割とその未来(つづき)

■ プロフィール



清塚 徳 氏

CLSAキャピタルパートナーズジャパン株式会社 代表取締役社長

CLSAキャピタルパートナーズジャパンで投資活動全般を指揮するとともに、投資先の取締役
に就任し投資先を支援。同社に入社する以前は、カーライル・グループのディレクターとして、
主に消費財・ヘルスケア・化学業界などのMBO投資を担当。それ以前は、三菱UFJ銀行に
16年間勤務し、日本や東南アジア諸国にてM&Aアドバイザー業務や、シンジケートローン
アレンジ業務に約10年間従事。



越智 多津哉 氏

パートナーズ・グループ・ジャパン株式会社 プライベート・エクイティ部門 日本チーム責任者
スイス系運用大手パートナーズグループの日本におけるプライベートエクイティ投資責任者。
2022年の入社以前は、10年超にわたり米系大手プライベートエクイティ・ファンドのKKR
および欧州系大手プライベートエクイティ・ファンドのCVCIにて、日本における多数の投資案
件の新規開拓・投資実行・バリュアアップなどに従事。それ以前は米系大手投資銀行のCiti
およびLazardにてM&A・資金調達アドバイザー業務に従事。



デビッド・ニコルズ

EYパルテノン エグゼクティブアドバイザー

米国および日本において資産運用業界を含む金融業界で30年にわたる豊富な経験があり、
多くの会社のCEO、CAOおよびCOOを歴任。世界的な大手カस्टディバンクの共同代表を務
めた経験がある。金融商品開発や資産運用ビジネスにおけるマーケット戦略に精通。また、
日系大手資産運用会社のバックオフィス・ミドルオフィス業務構築を指導。



田村 晃一

EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社
ストラテジー・アンド・トランザクション シニアアドバイザー

投資銀行事業本部・アジア太平洋地域統括、およびストラテジー・アンド・トランザクション
事業のシニアアドバイザー。2021年12月までシニアパートナーとして日本マーケット統括。
2008年から2018年の10年以上にわたり世界最大手コンサルティングファームでさまざまな
グローバルリーダーシップの役割を担う。1992年よりコンサルティング・PE投資会社など
においてM&A、投資銀行、PE投資業務などに従事。プロボノプロジェクトおよびさまざまなリー
ダーシップ育成プログラムを推進。

EY Wealth & Asset Management Thought Leadership



資産運用会社が不確実な未来に備えるための6つの方策

急速に変化する世界で抜きん出た存在となり、成功するためには、決然と行動することが必要です。経営陣のシナリオ策定と戦略的柔軟性により、今とは根本的に異なる将来の業界構造に対応することが可能になります。

EY Japanでは、各種SNSでサービスや最新の知見などについて情報を発信しています。

ぜひフォローをお願いいたします。

【Facebook】

<https://www.facebook.com/EYJapanOfficial/>

【Twitter】

https://twitter.com/Japan_EY

【LinkedIn】

<https://www.linkedin.com/company/ernstandyoung/> *

【YouTube】

<https://www.youtube.com/channel/UCr1D56Lk-IGz33yHk-a16mw>

*グローバルのアカウントで日本語の情報を発信しています。

EYウェルス&アセットマネジメントセクターのHPでも、
情報を発信しております。ぜひご覧ください。

https://www.ey.com/ja_jp/wealth-asset-management

また、本内容に関するご質問等は下記までご連絡ください。

E-mail: ey.wam.viewpoints@jp.ey.com

EY | Building a better working world

EYは、「Building a better working world(より良い社会の構築を目指して)」をパーパスとしています。クライアント、人々、そして社会のために長期的価値を創出し、資本市場における信頼の構築に貢献します。

150カ国以上に展開するEYのチームは、データとテクノロジーの実現により信頼を提供し、クライアントの成長、変革および事業を支援します。

アシュアランス、コンサルティング、法務、ストラテジー、税務およびトランザクションの全サービスを通して、世界が直面する複雑な問題に対し優れた課題提起(better question)をすることで、新たな解決策を導きます。

EYとは、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのグローバルネットワークであり、単体、もしくは複数のメンバーファームを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。EYによる個人情報の取得・利用の方法や、データ保護に関する法令により個人情報の主体が有する権利については、[ey.com/privacy](https://www.ey.com/privacy)をご確認ください。EYのメンバーファームは、現地の法令により禁止されている場合、法務サービスを提供することはありません。EYについて詳しくは、[ey.com](https://www.ey.com)をご覧ください。

EY Japanについて

EY Japanは、EYの日本におけるメンバーファームの総称です。EY新日本有限責任監査法人、EY税理士法人、EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社などから構成されています。なお、各メンバーファームは法的に独立した法人です。詳しくは[ey.com/ja_jp](https://www.ey.com/ja_jp)をご覧ください。

© 2023 EY Japan Co., Ltd.

All Rights Reserved.

ED None

本書は一般的な参考情報の提供のみを目的に作成されており、会計、税務およびその他の専門的なアドバイスを行うものではありません。EY Japan株式会社および他のEYメンバーファームは、皆様が本書を利用したことにより被ったいかなる損害についても、一切の責任を負いません。具体的なアドバイスが必要な場合は、個別に専門家にご相談ください。

[ey.com/ja_jp](https://www.ey.com/ja_jp)