欧州アセット・マネジメント・ビジネス変革の方向性
～プロダクトガバナンスの高度化～

金融調査部　内野 逸勢／森 駿介／矢田 歌菜絵

要　約

欧州では投資者保護規制強化によってアセット・マネジメント（ＡＭ）会社はビジネスモデルの変革を進めている。この背景には、MiFID Ⅱ（第２次金融商品市場指令）でのターゲット顧客の特定を含むプロダクトガバナンス（ＰＧ）の高度化による最終投資家との徹底的な利益相反排除という規制圧力がある。加えて、販売会社（販社）には、ＡＭ会社にターゲット顧客層の情報を提供するなど、情報連携することが求められている。今後、リテール投資戦略の導入により、ＡＭ会社と販社は共に、バリュー・フォー・マネーや過剰なコストを排除した手数料決定プロセスの明確化といったさらなる規制圧力に晒される。コスト負担が増大するため、ＡＭ会社をグループに抱える金融機関はＡＭ会社を売却する、あるいは一部機能をアウトソースするなどして対応している。これに対してグローバル大手ＡＭ会社はマルチ・アセットの戦略を提供するだけでなく、テクノロジーを活用してプラットフォーマーのサービスを提供している。日本では、金融審議会で資産運用会社等におけるＰＧの在り方について、MiFID Ⅱが参照されて議論が進められているため、日本の資産運用業界にとって示唆深いと考えられる。

目　次

１章　欧州資産運用業界の事業環境の変化
２章　ＥＵの投資者保護規制強化の動向
３章　欧州資産運用業界のビジネスモデルの方向性
おわりに～日本のプロダクトガバナンスの議論の方向性～

1章　欧州資産運用業界の事業環境の変化

1．グローバル金融危機で失われた資本市場の信頼回復のための規制強化

最初に欧州資産運用業界の事業環境の変化を生み出している根本的な要因とは何かを共有しておく。この点について、今年3月のリサーチトリップで欧州の大手金融機関に取材を重ね、2008年のグローバル金融危機で失われたリテール投資家の資本市場に対する信頼回復の必要性がそれであると改めて確認できた。このために、欧州連合（EU）では、リテール投資者保護を目的とする規制強化を進めている。背景には、人口の高齢化の進展は欧州でも喫緊の課題であり、公的年金の将来的な財政不安がある中で、家計の貯蓄から資産形成に向かう資金の流れを確実なものとする政策的な意味合いがある。

上記の資本市場の信頼回復に向けた議論を踏まえて、2015年には、資本市場同盟（Capital Markets Union＝CMU）のイニシアチブが公表された（図表1参照）。目的は二つある。一つ目は、一般世帯に対して退職後の生活保障に向けた資産形成によりよい選択肢を提供するために、長期投資を強化できる堅牢な資本市場を構築することである。このため、MiFID II（第2次金融商品市場指令：欧州の金融・資本市場にかかわる包括的な規制）では、アセット・マネジメント（AM）会社による商品のライフサイクルを通じたプロダクトガバナンスの高度化が求められている。この中でも、組成前から顧客データに基づき、その顧客に適したターゲット市場を特定することが義務付けられたことで、AM会社と販売会社[1]（≒ウエルスマネジメント（WM）会社、以下販社）

図表1　ＥＵ投資者保護規制強化の背景

（出所）各種資料から大和総研作成

1）販売会社とは、「商品／サービスを顧客へ提供、販売する会社」。

の両方において、コスト負担が増大していく。

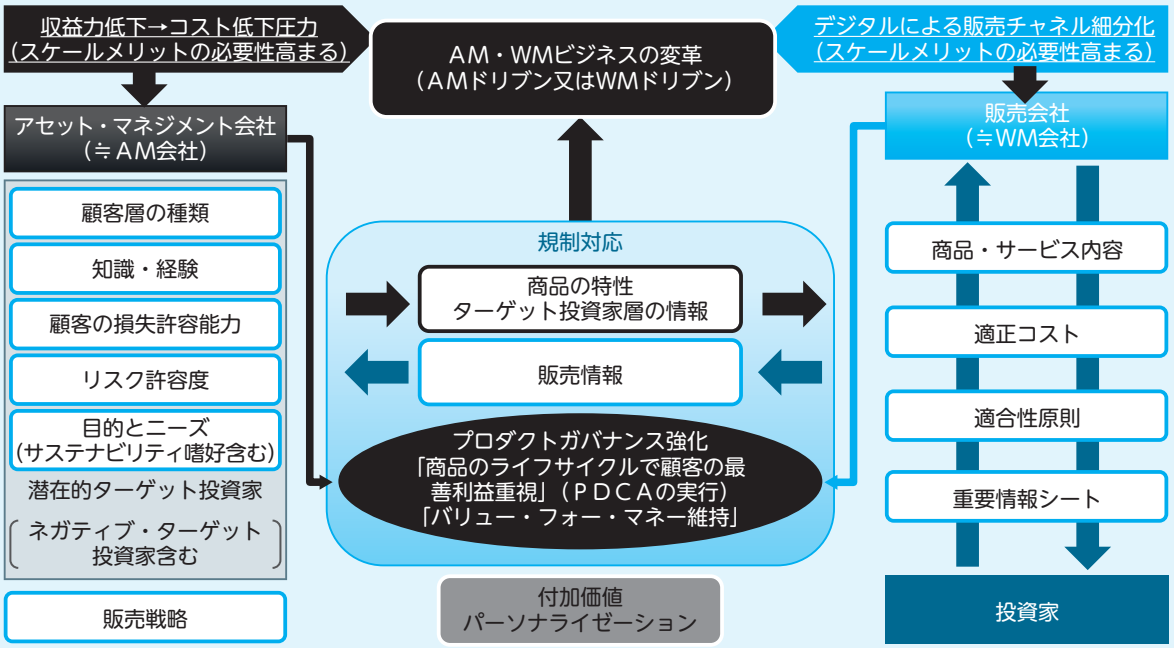
二つ目は、リテール投資家が資本市場に戻ることを促進するために、提供する情報は、明確、正確、幅広く、かつ比較可能であることが前提条件となることである。AM会社は、販社と協力して、顧客データ自体の質と量の確保とともに、データ・マネジメント、データ・ガバナンスを強化していく必要がある。加えて、EUでは、投資助言を提供する販社には、有償・無償にかかわらず、投資助言における適合性原則が適用されるとともに、顧客の情報がなければ投資助言ができないこととなっている。

このように、欧州のAM会社は、資産形成商品のライフサイクル（商品組成、販売前、販売時、販売後まで）の期間に、販社と連携して、徹底的に最終投資家との利益相反を排除して、資本市場の信頼回復に努め、ビジネスモデルの変革に取り組んでいるといえよう（図表２）。

２．欧州のAM会社・販社のビジネスモデルの方向性と製販分離の進展

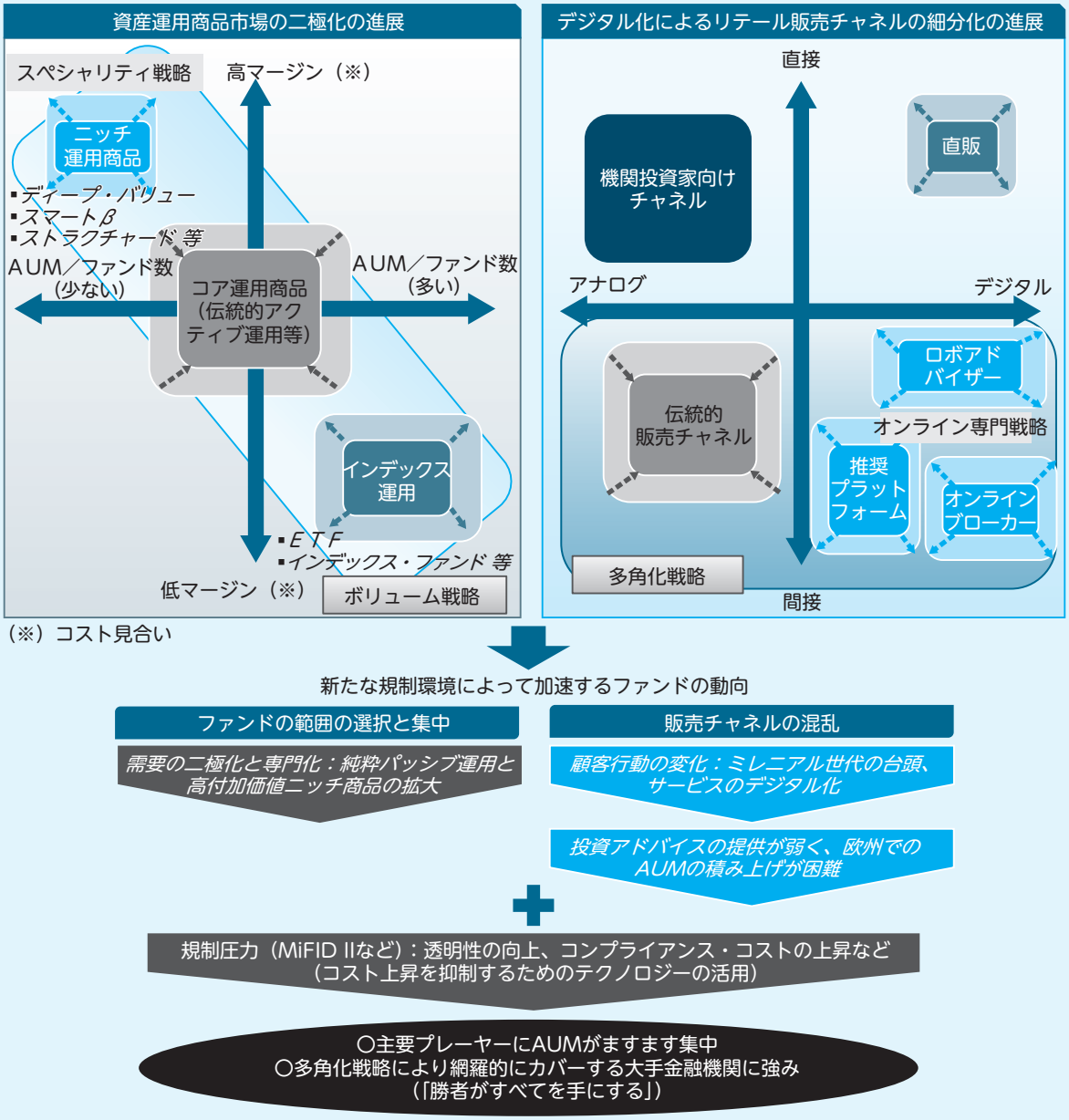
資産運用業界での大きなビジネスモデルの方向性は、資産運用商品市場における戦略と販売チャネルの戦略の方向性によって決まる。図表３には、商品戦略とチャネル戦略の中期的な方向性を示している。これまでは、伝統的なアクティブ運用をコア運用商品としたAM会社が、十分な投資アドバイスを伴わないアナログでの営業員ベースの伝統的な販社に様々なマーケティング手数料等を支払いながら、組成した商品を間接的に販売していた。欧州ではAM会社と販社がユニバーサルバンクという形態で大手金融グループ内での資本関係をもっているケースが多い。ただし、今後は資産運用業界において、図表３の上図に示すように「資

図表２　ＥＵ投資者保護規制強化による欧州アセット・マネジメント・ビジネスの変革の方向性



（注）WM会社＝ウエルスマネジメント会社。
（出所）各種資料から大和総研作成

図表３　ＡＭ会社と販社の事業環境の変化の方向性



（出所）各種資料から大和総研作成

産運用商品市場の二極化の進展」（左図）と「デジタル化によるリテール販売チャネルの細分化の進展」（右図）が予想される。

１）資産運用商品市場の二極化

まず、資産運用商品市場は、ディープ・バリュー、スマートβ（ベータ）、ストラクチャード商品などのニッチ運用商品市場と、ＥＴＦ、インデックス・ファンドなどのインデックス運用商品が増加していくことで、市場の二極化が進展していく。

その一方、伝統的アクティブ運用等のコア運用商品は縮減していくと想定される。これはイン

デックス運用以上のリターンを得るというアクティブ運用の付加価値が、費用対効果の面で低下していることが主因である。アクティブ運用とは、インデックス（ＴＯＰＩＸなどの指数）を上回るリターンを目指すために、独自の手法・分析を用いた運用方法である。インデックス運用以上のリターンが期待できる反面、分析などに時間と労力がかかり、さらに積極的な売買を行うため、コストが高くなる傾向にある。加えて、アクティブ運用が追求するα（アルファ）とは、ファンドマネージャーの銘柄選定や投資配分の比率の変更などの要因によってもたらされるリターンである[2]。この手法がパフォーマンス対比でコスト高になる懸念が高まっている。さらに、生成ＡＩの台頭によって、クオンツ運用モデル（定量的モデル）による定量的分析と過去の優れたアクティブ運用手法の定性的分析を組み合わせることが可能となってきている。これをインテリジェント・アルファと呼び、伝統的なアクティブ運用方法のパフォーマンス対比の有効性・効率性が高まれば、伝統的なアクティブ運用が代替されていく可能性がある。これらを踏まえると、伝統的なアクティブ運用は縮減していくこととなり、アクティブ運用会社でも独自の付加価値をオーガニックに維持できなければ、スケールメリットを追求していくことが必要となろう。

これらによりＡＭ会社の戦略は、図表３（左上）に示す通り、ニッチ運用商品に特化するスペシャリティ戦略と、すべての運用商品を取り扱うボリューム戦略に分かれてきている。スペシャリティ戦略では、通常、他の運用商品以上に期待パフォーマンスが高いニッチ運用であるため預かり資産残高（ＡＵＭ）対比の収益マージンは高いが、その分ＡＵＭ対比のコスト・マージンも高いという弱みがある。従って、ＡＵＭの多寡で、利益マージン（収益マージンからコスト・マージンを除したマージン）が不安定になることは回避できない。このため、スペシャリティ戦略の中でスケールメリットを高めていく戦略を採用する必要がでてくる。

その一方、ボリューム戦略を追求するグローバル大手ＡＭ会社は、すべてのアセットクラスと運用手法を取り扱う会社となり、その存在感が高まっている。特に、ＥＴＦあるいはインデックス・ファンドで、テクノロジーを活用しながらコストを大幅に削減しつつ、それを外販ビジネスに拡張するという強みを活かし、スケールメリットを享受しながらコスト・マージンを下げることで、利益マージンを安定させている。このため、資産運用商品市場において、大手のＡＭ会社が採用するボリューム戦略の有効性が高まっていく可能性があろう。ただし、図表２で示した MiFID II による新たなプロダクトガバナンスの導入が義務付けられたため、顧客のデータ・マネジメントとそれを効率的・効果的に活用できる生成ＡＩなどのアプリケーション開発と導入が可能となるようなスケールが必要となろう。

２）販売チャネルの細分化

販売チャネルでは、図表３（右上）のロボアドバイザー、オンラインブローカー、推奨プラットフォーム等のデジタル販売チャネルを導入する金融機関が増加し、さらに、上記の多様なオンライン販売チャネルに特化した金融機関が台頭してい

２）投資信託のリターンの源泉は、α（アルファ）とβ（ベータ）に分解することができる。βとは市場からもたらされたリターンのことを指す。

る。加えて、AM会社がロボアドバイザー等を活用して直販チャネルを拡張している。その一方、対面の営業員、銀行員、保険営業員等を介した伝統的な窓口等のアナログ中心の販売チャネルは縮減している。販売チャネルはデジタル化の進展によって、今後さらに細分化していくことが予想される。

これまで、AM会社は伝統的資産運用商品での手数料を前提に、伝統的販売チャネルに商品を卸すことで、ビジネスモデルを維持していた。一定の手数料（≒信託報酬）の下、マーケティング手数料等を支払い、伝統的販売ネットワークが拡張すれば、AUMも積み上がっていき、AM会社の収益も増加していった。このように、伝統的AM会社と伝統的販社との連携による資産運用業界でのビジネスモデルが成り立っていた。

このビジネスモデルが、図表３（上図）に示すように、資産運用商品市場の二極化とオンラインによる販売チャネルの細分化で、その有効性に懸念が持たれている。欧州の資産運用商品市場では、ここ数年、預金金利の水準が高いため、低金利の時代より積極的にリスク性資産を増やすリテール投資家が減少しており、AUMが積み上がりにくくなっている。加えて、インデックス商品の台頭により、マージン自体も低下している。さらに図表２で示したMiFID IIによる新たなプロダクトガバナンスの導入が義務付けられたことによって、コンプライアンスに対応するコストが増加し、これまで以上にコスト削減に取り組む必要性がでてきている。

このため、これまで有効であった資産運用業界の製販連携が維持できなくなってきた。加えて、AM会社が導入している新たなプロダクトガバナンスに耐えうる顧客情報を連携できない販社は、販売可能な商品も限られてくる可能性がある。販売チャネルの細分化が進展し、AM会社が組成段階から販売戦略を特定する義務が生じる中で、販社である大手金融機関が、対面からオンラインまですべての販売チャネルのグリップ力を高めて、多様な資産運用商品に対して適切な販売戦略の提供を可能ならしめる、販売チャネルの多角化戦略の有効性が高まっているといえよう。

３）欧州の資産運用業界の方向性

これらを踏まえると、図表３の下図に示すように、資産運用商品市場では「ファンドの範囲の選択と集中」（＝コスト対比の収益性において、組成できるファンドの範囲が選択され、その結果、その範囲に集中すること）が進展し、販売チャネルでは細分化が進んだ結果、「販売チャネルの混乱」が発生する可能性は高い。前者では、AM会社は、運用能力の高度化によるパフォーマンスの向上よりも、AM会社のコスト対比の付加価値の見直しが必要となってくる。この意味において、特に、アクティブ運用のファンドの範囲の選択と集中が進むこととなる。これについては、アクティブ運用ファンドが非常に多い日本にも含意があろう。

販売チャネル戦略では、将来の主要顧客となるミレニアム世代の顧客がオンラインの販売チャネルを嗜好するという顧客行動の変化と、欧州で不足していると言われている投資アドバイスという付加価値の両立をいかに戦略的に実現していくかが、販社の最大の経営課題であろう。この両立を実現するための販社の準備が不十分なため、販売チャネルでは、混乱が発生する。特に、伝統的アクティブ運用会社をグループ内に有する伝統的な販売チャネルを持つ金融機関の問題は大きい。資

産運用商品市場の二極化が進むとともに、傘下のＡＭ会社の付加価値が劣化し、販売チャネルの混乱の中で、自社の店舗ネットワーク、現在の営業員中心の販売チャネルの付加価値の向上戦略が見通せない可能性がある。販売チャネルのオンライン化とともに、ライフプランナー、投資アドバイザーなどの営業員の高度化戦略を打ち出す金融機関は多いが、上記の資産運用業界の方向性の中でオーガニックに進めていく場合のその有効性は低いという懸念がある。

他方、２章で示す規制強化への対応によるコスト負担増を、今後の戦略の前提とする必要がある。営業員のアドバイス機能の高度化によるコスト増とコンプライアンスコストの増加により、全体のコストが大幅に増加することは回避できないと考えられよう。とすれば、オーガニックの戦略では限界が見えてくる。販売チャネルにおいても図表３の右上の多角化戦略ができる金融機関は大手に限られる。

さらに、図表４に示すように、パッシブ運用の比率が高まり、グローバルなＡＵＭの規模ベースでトップ 20 のＡＭ会社のシェアは高い水準で維持される状態が今後も持続していくと想定すると、スケールメリットの追求はＡＭ会社と販社双方に重要となる。

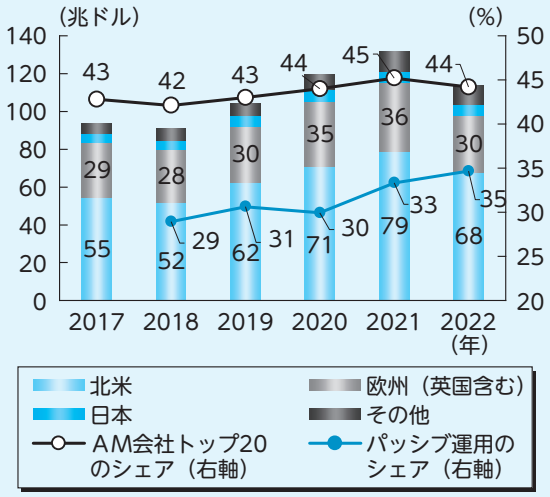
３．高まるＡＭ会社のスケールメリットの重要性

上記の１節と２節を踏まえると、今後資産運用業界ではスケールメリットを享受できる規模が必要となってくる。ただし、想定される資産運用業界の事業環境の変化によって、どの程度、ＡＵＭに対する収益マージンの低下と、コスト・マージンの上昇が生じ、その結果、利益率が低下していくかをみていく必要がある。

図表５の中の図表５－１で示すように、欧州運用会社の利益率（＝税引前営業利益を営業収益で割った営業利益率）は、2008 年の世界金融危機時の 10.8 ベーシスポイント（bps）という水準から徐々に回復し、2012 年には 11.8bps、2017 年には 14.0bps、2021 年には 15.0bps に達した。これは、低金利環境下において金融・資本市場の相場が堅調に推移したことに加えて、2017 年から主にパッシブ運用比率が上昇していることで収益マージンが一貫して低下しているものの、コストコントロールによってコスト・マージンを低下させることで、利益率を上昇させていったと考えられる。

しかし、2022 年の利益率は 12.1bps と前年比▲ 2.9bps と大幅に低下し、2012 年の水準まで落ち込んだ。これは急激な金利上昇による金融・資本市場の混乱による影響が大きいと考えられるが、それに加え、2018 年の MiFID II とＰＲＩ

図表４　世界の主要500の資産運用会社の資産運用額



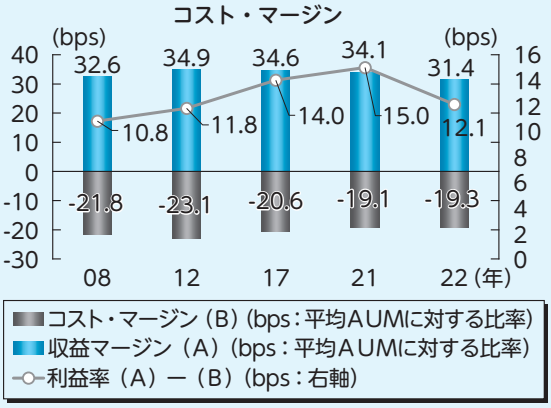
（出所）A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint study, “The world’ s largest 500 asset managers,”（2023年10月）データから大和総研作成

ＩＰｓ規則（Packaged Retail and Insurance-based Investment Products Regulation）の施行によるプロダクトガバナンスや開示に係る規制対応、それに伴う運営・テクノロジーに関連するコストの増加の影響があると考えられる。特に、2012年以降、コスト・マージンが低下しているにもかかわらず、絶対的なコストは上昇している（図表５－２）。テクノロジーコストの上昇は主にアプリケーション、データセンター、マーケットデータ費用に起因する（図表５－３）。アプリケーションコストの上昇は生成ＡＩ等の導入が大きいと考えられる。ＥＦＡＭＡ[3]（欧州投信･投資顧問協会）によれば、「ＡＩを導入することで、欧州の資産運用業界の生産性は７～12%向上し、26～43億ユーロの付加価値を生む可能性がある」とし、コストのベースラインを低下させるとともに収益を生み出す付加価値を創出することが期待されている。また、データセンターのコストは、AM会社がプロダクトガバナンスを導入し、ターゲット市場を特定する、販社と顧客情報を連携するなどのコストで、その負担が増加していると考えられる。

上述したコスト増を吸収し、利益を得るためには、AM会社、販社ともスケールメリットが必要となる。金利上昇下でＡUMが積み上がらないことを見越すと同時に、２章で述べるＥUの投資者保護規制強化に伴うコンプライアンスコストの増加を想定して、経費削減をしていく必要性があろう。

図表５　収益マージンが低下する中でのコストコントロールの重要性（欧州運用会社）

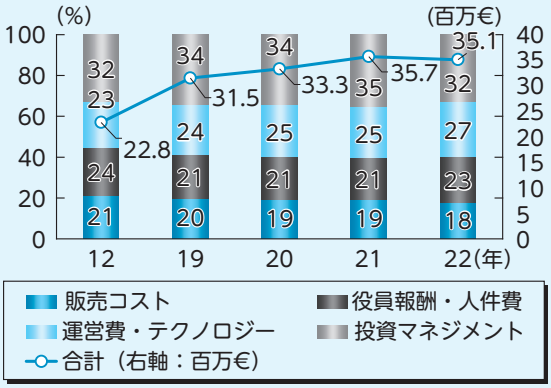
図表５－１　欧州の資産運用会社の純営業収入とコスト・マージン



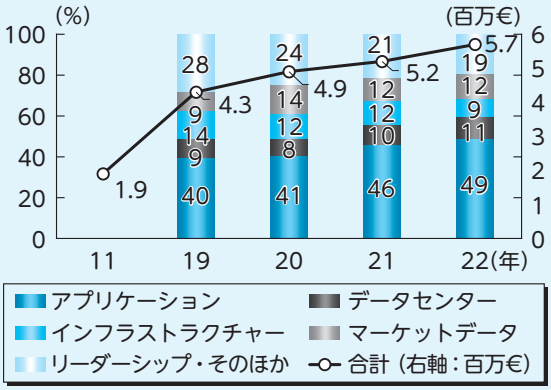
収益マージンはリーマンショック後に近い水準に低下していく中でコストコントロールが重要

運営費・テクノロジーのコストは増加。その中でもアプリケーション、データ関連のコストが増加

図表５－２　欧州の資産運用会社のコスト配賦



図表５－３　欧州の資産運用会社のテクノロジー部門コスト



（出所）EFAMA “Asset Management in Europe”（2023年12月）データから大和総研作成

3）EFAMA “Asset Management in Europe”（2023年12月）p.19から引用。翻訳は筆者。

2章　ＥＵの投資者保護規制強化の動向

1．欧州の投資者保護規制の大きな流れ

１章では欧州資産運用業界の事業環境の変化を整理してきた。以下では、その前提となっているＥＵの投資者保護規制の近年の動向を概観したい。

まず、ＥＵの投資者保護規制は、上流から①商品組成、②開示、③販売の３つの観点で整理できる（図表６）[4]。例えば、①商品組成に関しては、2018 年に適用が開始された MiFID II により、商品組成時のターゲット市場の特定などが義務付けられている。②の開示に関しては、ＰＲＩＩＰｓ規則により商品特性やリスク・リターンの概要、コストの内訳などをコンパクトな開示資料としてまとめて顧客に交付することが義務付けられている。③の販売に関しては、例えば、MiFID II に規定されている最善利益義務や独立投資アドバイザーに対する誘因報酬の禁止などの利益相反管理、適合性の原則といった不適切な販売を防止するための措置が含まれる。さらに、2023 年５月にＥＣ（欧州委員会）から提案されているリテール投資戦略（Retail Investment Strategy）[5] は、一部法制化などを通じて、上記の①～③をさらに強化する内容が含まれている。

以下では、プロダクトガバナンス規制を中心に、上記①～③の観点に沿って、近年の主なＥＵの投

図表６　近年のＥＵの投資者保護規制の枠組み

近年の規制・ガイドラインなど

法規制

- 組成 販売　プロダクトガバナンス：商品組成時・販売時のターゲット市場の特定、販売戦略の決定、定期的なレビュー、組成会社・販売会社間の情報連携（MiFID II）
- 組成 開示　ファンドにおける過剰コストの禁止（ＵＣＩＴＳ、ＡＩＦＭＤ）
- 開示　契約前に商品特性やコストの内訳、リスク・リターン概要などの重要情報書類（ＫＩＤ）の提出を義務付け（ＰＲＩＩＰｓ）
- 販売　販売時の最善利益義務、適合性の原則（顧客を知る義務含む）、独立系投資アドバイザーに対する誘因報酬禁止など（MiFID II）

ガイドラインなど（ＥＳＭＡ等）

- プロダクトガバナンスのガイドライン改訂（ＥＳＭＡ・2023年公表）
- ターゲット市場等に係る情報連携のためのテンプレート開発（FinDatEX・組成会社向け（2019年初版）、販売会社向け（2020年初版））
- ＰＲＩＩＰｓのためのテンプレート開発（FinDatEX・2019年初版）
- 過剰コストについて、構造的なプライシング・プロセス（Structured Pricing Process）を含む監督上のブリーフィング公表（ＥＳＭＡ・2020年）

将来的に適用されうる規制

リテール投資戦略

目的　一部法制化を通じた投資家保護規制の強化

- 手数料等に対してリターンが十分か否かを測定する指標として Value for Money（ＶｆＭ）のベンチマーク指標を構築
- 情報提供のデジタル化、分かりやすさ、サステナビリティ志向に対応 など
- 過剰コストの定義明確化など

見通し

- 2024年６月、ＥＵ理事会にてリテール投資包括政策について合意。今後は、欧州議会にて議論がなされる見通し

資産運用業界への影響

資産運用商品市場への影響

- 手数料の低下圧力の高まり。手数料の高いファンドの見直し機運の高まり
- パッシブ化のさらなる進展と商品市場の多様性の低下懸念

販売チャネル等への影響

- リテール投資家向け（特に取引執行のみ）で複雑な仕組みの商品が取り扱い困難に
- 顧客についての情報収集や情報連携における業者負担が増加。規制対応のためのソリューションがより重要に

規模の経済の重要性の高まりに伴う資産運用業界の統合の機運が高まる可能性

（出所）各種資料から大和総研作成

4）Niamh Moloney（2022）, “Retail Investor Protection and Empowerment: Reflections from the European Union,” The Cambridge Handbook of Investor Protection
5）European Commission “Retail Investment Strategy”（2023 年５月 24 日付）

資者保護規制と組成会社と販社のコスト負担を中心とする影響を整理する。

この点において、図表７では、簡易的に図表６の規制強化の影響によって、（１）組成、（２）販売前、（３）販売時・販売後の３つの時点と、その３つの各々の時点に係る（４）コンプライアンス対応において、１）販社の負担が増える規制対応（４項目）と２）組成会社と販社の両方の負担が増える規制対応（８項目）を示している。これらを踏まえると、販社は、組成会社と連携する項目を含めると上記 12 の項目のすべてで負担増となる。以下では、各規制強化においてコスト増の主因となる要素を中心に説明を加えていく。

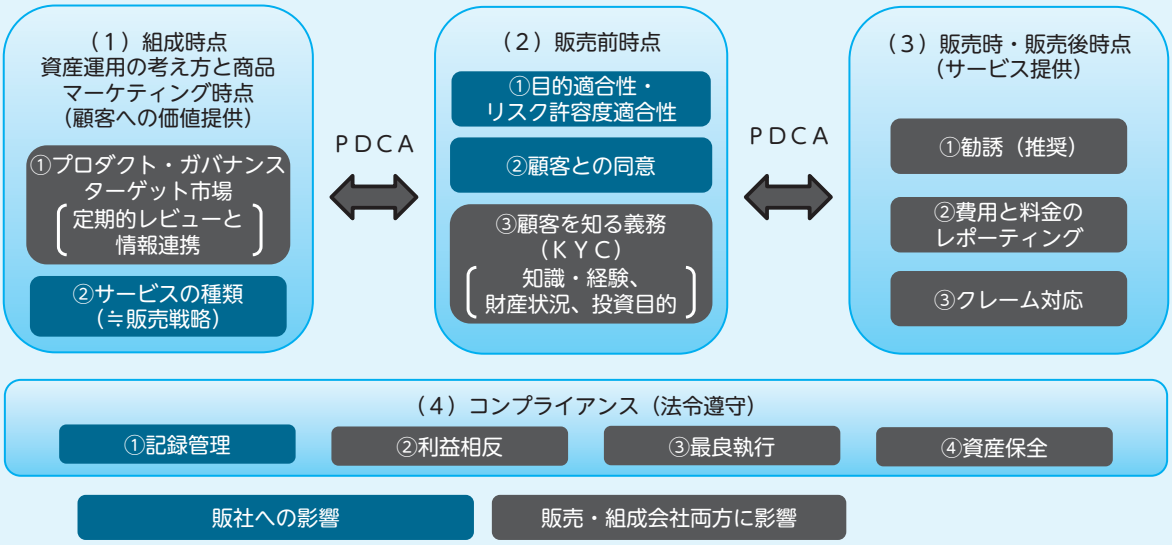
2．MiFID II によるプロダクトガバナンス規制[6]

１）ターゲット市場の特定と販売戦略の決定＜組成会社への要請＞

2018 年に適用が開始された MiFID II では、組成会社は、販社と連携しながらプロダクトガバナンス体制の維持・実行・定期的なレビューが求められている（MiFID II 16 条３項）。この中で、各金融商品におけるターゲット市場の特定や販売戦略の決定が求められている（前掲図表２）。

組成会社による潜在的なターゲット市場の特定に当たっては、①顧客のタイプ（例：リテール投資家向けか否か）、②知識・経験（例：商品の仕組みや予想される結果への理解、金融機関等での業務経験など）、③損失許容能力（例：投資額を超える追加の支払い余力など）、④リスク許容度（例：当該商品に投資する者が有するべきリスクに対する姿勢）、⑤顧客の目的・ニーズ（例：金融面でのゴール、為替ヘッジ・節税のための利用の意向）といった５つのカテゴリに沿った検討が求められている。さらに、⑤の顧客の目的については、サステナビリティの選好度合いの考慮も求められている。もっとも、この５つのカテゴリ以外にも、組成会社にとって考慮が必要なカテゴリ

図表７　組成会社と販社のコスト負担に影響する規制対応



（出所）各種資料から大和総研作成

6）以降の２章内の記述は、特段の言及がない限り、European Securities and Markets Authority（ESMA）“Guidelines on MiFID II product governance requirements”（2023 年８月３日付）を参照している。

があれば追加可能となっている。

ターゲット市場の特定に当たっては、販売対象として望ましい投資家層（ポジティブ・ターゲット）のみならず、望ましくない投資家層（ネガティブ・ターゲット）の特定も求められている。このネガティブ・ターゲット特定に当たっても、上記の５つのカテゴリが参照されている。例えば、仕組みが複雑な金融商品の場合、一般的には、投資初心者かつ損失許容能力が低いリテール投資家はネガティブ・ターゲットになるだろう。

加えて、組成会社には、各金融商品の望ましい販売戦略（≒サービス種類）の決定も求められる。販売戦略としては、取引執行のみ（execution-only）のチャネル、投資助言経由での提供、ポートフォリオの一商品としての提供、といったものが例として挙げられる。組成会社は特定したターゲット市場に各金融商品が提供されるよう販売戦略を決定すべきであり、そのための合理的な手段を講じることが求められている（MiFID II 24条２項）。具体的には、ポジティブ・ターゲットに合致する顧客を抱えていたり、望ましい販売チャネルを有していたりする販社を選ぶための経営努力をすることが含まれる。

＜販社への要請＞

組成会社には、金融商品ごとに特定したターゲット市場や望ましい販売戦略など、販売に当たって必要な情報を販社に提供することが求められる。販社に対しても、これらの情報を踏まえつつ、ターゲット市場の特定が求められている。

一般に、組成会社は類似商品の組成・提供時に得られた情報・経験などをもとに、潜在的なターゲット市場を特定する形になる。一方で、販社は、組成会社が特定したターゲット市場を考慮しつつ、自社が抱える顧客の知識・経験、他のサービスの提供を通じて蓄積されている情報、販社自身が調査等を通じて得られた情報などを活用して、より具体的なターゲット市場を特定すべきとされている。また、具体的なターゲット市場の特定に当たっては、金融商品販売時の顧客の適合性を確認する観点と同様の観点から検討すべきとされている。

２）組成会社・販社間の情報連携の要請

＜定期的なレビューと情報連携の要請＞

組成会社･販社双方に対しては、金融商品･サービスがターゲット市場の目的・ニーズや特徴に適合しているか、想定していた販売戦略は適切だったかといった点の定期的なレビューが求められている。例えば、金融商品の特性（例：リスク要因の変化、投資戦略、コスト構造）、外部環境要因（例：市場・規制の変化）、販売（例：顧客の苦情、販売状況、顧客アンケートの結果、オンラインでの顧客取引動向）に関連する情報を考慮すべきとされている。

また、組成会社・販社には情報連携が要請されている。組成会社から販社に対してはターゲット市場等の情報提供が求められるのは上述の通りである。他方で、販社には、組成会社による定期的なレビューに必要となる販売情報等の提供が求められている。例えば、販売チャネルごとの販売状況、ポジティブ・ターゲット外（販売対象として望ましい顧客でもネガティブ・ターゲットでもない顧客）やネガティブ・ターゲットへの販売の割合、寄せられた苦情の内容、組成会社が提案する顧客へのアンケート項目に対する回答結果などが挙げられる。

これらの情報をもとに、組成会社には必要に応じて①商品組成・設計、②開示項目・記述内容、

③販売戦略といった点の見直しが期待される[7]。例えば、想定顧客からの予期せぬ資金流入の少なさ/資金流出の多さは、金融商品がターゲットとなる顧客層のニーズに合致していない可能性が考えられる。また、苦情が多かった場合は、金融商品の説明や販売チャネルが不適切である、販社の営業員が商品性を理解していない、といった可能性も考えられる。

<テンプレートの活用>

ただし、このような情報連携は、組成会社・販社に負担を生じさせる。そこで、欧州の金融サービスセクターの企業で形成されたワーキング・グループ FinDatEx は、情報連携のためのテンプレートを開発し、連携する情報の標準化を図っている。

例えば、組成会社による情報提供のためのテンプレートであるＥＭＴ（European MiFID Template）で設けられている主な項目は図表８の通りである。組成会社は、このテンプレートを用いつつ、各金融商品の情報を販社に直接提供する、もしくは Morningstar や Broadridge Financial Solutions といった情報ベンダー経由

図表８　組成会社による情報提供テンプレートの主な項目

データ	選択肢
顧客のタイプ	
リテール投資家/プロ投資家/適格取引先	Yes/No　等
知識・経験	
基本的な投資家/知識のある投資家/応用的な投資家	Yes/No/中立
顧客の損失許容能力	
損失許容能力がない/資本保全を必要としない/投資額を超える損失を許容できる顧客に適合	Yes/No/中立
一定のレベルまで損失許容可	Yes/No/中立
損失許容水準	損失が●%まで許容可
リスク許容度	
ＰＲＩＩＰｓ基準/ＵＣＩＴＳ基準	１（低）～７（高）
社内基準	低/中/高
顧客の目的・ニーズ	
資本保全ニーズ/キャピタル収益ニーズ/インカム収益ニーズに適合	Yes/No/中立
ヘッジニーズを持つ顧客に適合	Yes/No/中立
オプション or レバレッジニーズを持つ顧客に適合	
最低推奨保有期間	１年未満/１～３年/３～５年/５年超/満期保有
最終投資家のサステナビリティ選好の考慮	Yes/中立
販売戦略	
取引執行のみ	リテール向け/プロ向け/両方/どちらも当てはまらない
適合性確認を行った上での取引執行	
投資アドバイス	
ポートフォリオ管理	

（注１）青字は特定の条件の場合に報告する項目、もしくは任意項目。
（注２）図中の「●%」には、組成会社が任意に定める数値が入る。
（出所）FinDatEx “European MiFID Template（ＥＭＴ）V4.2”（2024年４月22日付）から大和総研作成

7）The Investment Association “MiFID II Product Governance: Qualitative Information Requirements for the Regular Product Review”（2019 年 7 月 31 日付）

で伝達、自社ウェブサイト等でＣＳＶファイルを掲載、といった形で提供している。

さらに、販社による組成会社へのフィードバックのためのテンプレートも開発されている[8]。主な項目としては、「販売チャネル別でみたポジティブ・ターゲット外やネガティブ・ターゲットへの販売額」、「組成会社が意図した販売戦略に対して、販社が設定した販売戦略が拡大されたものになっているか」、「投資開始時からの期間別でみた投資家の解約状況」などが挙げられる。ただし、図表７のＥＭＴに比べると、シンプルな内容になっている。

３）比例原則の採用

プロダクトガバナンスに係る各種要請には、比例原則（プロポーショナリティ）の考え方が採用されている。これは、対象となる金融商品の複雑性などと釣り合いの取れた方法で、プロダクトガバナンスに係る対応の頻度や深度を検討するという考え方である。

この考え方によれば、金融商品が複雑なほど、ターゲット市場をより詳細に特定することが求められるうえに、定期的なレビューや情報連携についてもその頻度や深度は高いものが要求される。ただし、金融商品の複雑性がそれほど高くない商品であったとしても、組成会社にとって新たな商品であれば、よりきめ細やかな対応が求められるかもしれない。

３．過剰コスト（Undue cost）

プロダクトガバナンスに関連して、組成会社に対しては、ＵＣＩＴＳ（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities；ＥＵの法令に従い設立・投資されている投資ファンド）やオルタナティブ投資ファンド（ＡＩＦ）の組成・提供に際して、過剰なコスト（Undue cost）を課すことを禁止されている（UCITS レベル２指令・22 条４項、AIFMD レベル２指令・17 条２項）。

ただし、これまで過剰コストが何を指すかといった点や、このコストに何が含まれるかという点は不明確であった。そのため、近年、ＥＳＭＡ（欧州証券市場監督局）が各種ガイドラインを公表している。例えば、2020 年には、過剰コストについて各国金融当局が監督するに当たっての視点として、10 項目の「構造的な価格プロセス（Structured Pricing Process；ＳＰＰ）」を公表している（図表９）。同図表における項目のキーワードの中で、④期待リターンとの整合性は、ＳＰＰの10項目の中でも鍵となる項目である。④の項目の概要には「ファンドが負担するコストが、第三者に支払われるものも含め、ファンドの期待リターン、リスクプロファイル及び投資戦略を考慮して持続可能か」とあり、後述するバリュー・フォー・マネーを考慮する際に必要となると想定される。

４．ＰＲＩＩＰｓ ＫＩＤ（パッケージ型リテール投資商品および保険ベース投資商品の重要情報文書）

リテール投資家向けの開示制度にＰＲＩＩＰｓ規則がある。ＰＲＩＩＰｓ規則とは、リテール投資家が投資信託や仕組債等の仕組商品、投資型保険等のパッケージ型の金融商品を購入する前に、

8）例えば、FinDatEx による European Feedback Template や、The Joint Trade Associations Group（英国）による Distributor Feedback Template が挙げられる。

図表９　ＥＳＭＡが示した構造的な価格決定プロセスの内容

	各項目の概要	キーワード
①	投資家の最善の利益の観点でコストが提供されるサービスにリンクしているか。ファンドの運用目的や活動、規制要件を満たすために必要かどうかを評価すべき	最善利益
②	コストが業界基準や提供されるサービスの種類に比例しているか。特に潜在的な利益相反の観点として、サードパーティ、グループ内での委託に支払うコストの状況	利益相反
③	手数料構造がファンドの特性と一致しているかどうか（高いコストは、通常は投資戦略などがより複雑なファンドに支払われる）	商品の複雑性との整合性
④	ファンドが負担するコストが、第三者に支払われるものも含め、ファンドの期待リターン、リスクプロファイル及び投資戦略を考慮して持続可能か	期待リターンとの整合性
⑤	コストが投資家の平等な扱いを確保し、いかなるクラスの保有者または潜在的な保有者の利益を著しく害するものでないか	平等性
⑥	コストの重複がないか。それぞれのコストが適切に区別され、計上されているか。ファンドに課されるコストと、運用会社/預託機関/サードパーティ等に支払われるコストとの間の明確な区別を行うべき	重複性と配分の開示
⑦	手数料の上限が適用され、投資家に明確に開示されているかどうか	上限設定と開示
⑧	ファンドが成功報酬を請求する場合、成功報酬モデル及びその開示がＥＳＭＡの成功報酬に関するガイドラインに準拠しているか	成功報酬
⑨	全てのコストがＥＵや各法域の規制に沿って投資家に明確に開示されているか	規制適合
⑩	価格決定プロセス及び全てのコストが信頼できる文書化されたデータに基づいているかどうか。これにより、各国当局がコストの計算を事後に捕捉できるか	文書化

（出所）ESMA “Supervisory Briefing: On the supervision of costs in UCITS and AIFs”（2020年６月４日付）から大和総研作成

その商品に係る重要な情報を当該リテール投資家に提供することを定めた規則である。同規則では、組成会社、販社、および助言提供者がリテール投資家にＰＲＩＩＰｓ ＫＩＤ（Key Information Document for PRIIPs；パッケージ型リテール投資商品および保険ベース投資商品に関する重要情報書類）を交付することを義務付けている。ＰＲＩＩＰｓ ＫＩＤには、想定顧客属性や商品特性、リスクとリターンの概要、コストとその内訳、相談窓口等がＡ４用紙最大３枚に記載される。リテール投資家が十分な情報に基づいた投資決定を行えるように 2014 年に制定され、2018 年１月１日からＥＵ加盟国内のＰＲＩＩＰ商品組成者にＰＲＩＩＰｓ ＫＩＤの作成が義務付けられている。既存のＵＣＩＴＳについても 2024 年１月１日から適用が開始されている。

ＰＲＩＩＰｓ ＫＩＤによるリテール投資家への情報の事前提供義務は、規則（Regulation）に基づくものであるためＥＵ加盟国において国内法制化の手続きを経ることなく直接的に適用される。適用開始後の状況について、CFA Institute が会員（ポートフォリオマネージャーやアナリスト、ストラテジスト等）を対象にアンケート調査[9]を行ったところ、回答者の 51％が MiFID II の導入以後、商品の組成・設計時とマーケティングの際により注意が払われ、適切な商品がターゲットとなる顧客層に届いていると回答していた。また、MiFID II およびＰＲＩＩＰｓ規則の導入以後、販売者および助言者が取り扱う商品を十分に理解するようになったと回答したのは 41％であった。このように MiFID II やＰＲＩＩＰｓ規則の導入によって、組成会社と販社は、商品の組成や流通に際して一層の注意を払うようになったことが分かる。その反面、両者のクレーム

9）CFA Institute “The Brave New World of Product Governance In the EU Asset Management Industry”（2020 年５月）

対応は増えることとなり、コストは増加すると想定される。

5．販売時の投資助言・推奨に係る規制

前述した投資者保護規制の①商品組成、②開示、③販売の３つの観点のうち、③の販売の場面における利益相反管理や不適切販売の排除のための規制についても簡単に紹介したい。

MiFID II では、金融サービスを提供する場合、あるいは、その付随的なサービスを提供する必要がある場合、顧客の最善の利益に従って、誠実、公正かつ専門的に行動することが求められている（MiFID II 24 条１項）。

また、適合性審査の一環として、顧客を知る義務が規定されている。具体的には、顧客・潜在顧客に適合する金融商品・サービスを推奨できるようにするために、投資助言やポートフォリオ管理を提供する際には、特定の商品やサービスに関連する顧客・潜在顧客の知識と経験、財産状況（損失負担能力を含む）、投資目的（リスク許容度を含む）に関する必要な情報を取得すべきと規定されている（同 25 条２項）。そして、これらの情報を得られない場合、顧客・潜在顧客に対して勧誘を行ってはならないとされている。さらに、投資助言やポートフォリオ管理以外のサービスを提供する場合に、金融商品が顧客に適合していない場合の警告義務も規定されている（同 25 条３項）。

加えて、独立的な助言を提供している旨を顧客に伝えている場合は、幅広い範囲の金融商品の提案が求められることに加えて、キックバック等の誘因報酬の受領が禁止されている（同 24 条７項）。

なお、ＥＵにおける投資助言については、単なる情報提供ではなく、金融商品の取引に関する個別の推奨であって、投資家の個別の状況を踏まえて行われるものと定義されている。ここでは助言に対して報酬を受け取るかどうかは定義に含まれておらず、投資助言の定義は日本に比べると広いものとなっている[10]。

6．リテール投資戦略とバリュー・フォー・マネー

1）リテール投資戦略とは

足もとでは、投資者保護規制のさらなる強化を図る動きもみられる。2023 年５月 24 日にＥＣは、リテール投資戦略の一環としてリテール投資家の保護および適切な投資判断を促進するための「リテール投資包括政策（Retail Investment Package）」を公表した。この政策は、ＥＵにおける個人の資本市場参加率が低いことを受け、ＥＵ資本市場同盟の 2020 アクションプランを実現するものであり、いわゆるＥＵ版「貯蓄から投資へ」の促進策といえるだろう。

具体的に「リテール投資包括政策」では図表 10 の手段と目標を掲げている。この中には、過剰コスト（不明確だった過剰か否かの定義や価格決定プロセスの法定化等）やＰＲＩＩＰｓ ＫＩＤ（デジタル化の促進やサステナビリティへの対応、分かりやすさのための柔軟化等）、販売時の行為規制（適切な範囲の金融商品について助言すること、類似商品から最もコスト効率性の高い商品を推奨することの追加等）など、ここまでみてきた投資者保護規制を強化する内容が盛り込まれている。

図表 10 で掲げた事項を実現するために「リテール投資包括政策」では一つの規則（ＰＲＩＩＰｓ

10）神作裕之（2021）「投資助言業に係る規制―ドイツ法との比較を中心として―」公共財団法人　日本証券経済研究所　金融商品取引法研究会

図表10　リテール投資包括政策の手段と目的

	手段	目標
1	開示ルールをデジタル時代や投資家のサステナビリティ選好度に合わせる等、時流に沿ったものに	投資商品やサービスに関する情報に容易にアクセスでき、かつ分かりやすいものにする
2	金融商品に対する価値を評価するための基準を作成	投資商品がリテール投資家に、投資に見合った価値（バリュー・フォー・マネー）を実際にもたらすことを図る
3	助言なし販売時のインセンティブ報酬等を禁止し、勧誘可能な条件を厳格化することで発生し得る利益相反に対処	金融に関するアドバイスがリテール投資家の最善利益に添ったものであることを図る
4	金融に関するアドバイザーがリテール投資家の資産状況についてより丁寧な調査を実施	金融に関するアドバイスが、リテール投資家のニーズや目的に適うよう図る
5	対デジタルチャネルやインフルエンサーにも、マーケティングが公正かつ透明、誤解を与えないものであることを要求	誤解を与えかねないマーケティング（ソーシャルメディア含む）からリテール投資家を保護
6	金融アドバイザーとリテール投資家、両方の金融市場に関する知識を向上	金融リテラシーを高めることで、リテール投資家が適切な質問をし、よりよい判断をできるよう促す
7	プロ投資家の資格基準を修正することで、投資家の分類を改善	洗練された投資家（注）の事務負担軽減やアクセシビリティの向上を図る
8	ＥＵの銀行・証券・保険の監督当局と各国当局間の監督機能の連携強化	ルールがＥＵ域内で一貫して適切かつ効果的に適用されることを図る

（注）洗練された投資家（sophisticated investors）とは、MiFID IIに基づいてプロとされ得る投資家が想定されている。
（出所）EC “Retail Investment Package Factsheet”から大和総研作成

規則）の修正案と複数指令（MiFID II 等）の修正案がＥＣから提出された。

本稿執筆時点では、ＥＵ理事会（Council of the European Union）で議論および修正が加えられ、欧州議会でも採決が取られた後、2026 年頃に成立すると見込まれている。

2）バリュー・フォー・マネー（ＶｆＭ）

プロダクトガバナンス強化策の一つとして「リテール投資包括政策」ではバリュー・フォー・マネー（ＶｆＭ）に着目している（図表 10 の項目２）。ＶｆＭとは、支払った手数料等に対して得られるリターンが十分である状態を指す。その上で、組成会社および販社に対して、その状態が適切かどうか判断することまで求めている。「リテール投資包括政策」では、「リテール投資家に対して価値をほとんど生まない、もしくは全く価値を生まない商品がある」として、その是正のための措置を講ずることとしている。具体的には、その商品のコスト・パフォーマンスについて一定のベンチマークから乖離しているかどうかで、ＶｆＭを実現しているかを判断することがＥＣから提案されていた。

組成会社に対しては、①価格設定規制の強化、すなわちその商品についてのコスト（費用や手数料）を全て特定および定量的に表し、②そのコストが、その商品から得られると期待される価値を損ねないか評価を行い、③そのコストのベンチマーク（商品の類型や特徴ごとに設定される）からの乖離を評価することを求めるとしていた。この乖離が大きい場合、すなわちその商品のコストが基準と比較して大きい場合は、ＶｆＭを満たさない商品とされ、改善やマーケットからの退出が求められるようになるということである。

販社に対しては、その商品類型ごとのコスト・パフォーマンスの基準に基づいて、商品流通時のコストを定量的に表し、評価することを求めていた。なお、その商品がＰＲＩＩＰｓに該当する場合は、販社が各国当局にその商品の販売についてのコスト（助言料やキックバックを含む）を報告

する必要があるとしていた。

ＶｆＭ導入によって、当局（ＥＳＭＡおよびＥＩＯＰＡ（欧州保険・年金監督機構））が作成・更新および公表するベンチマークを基に、組成会社や販社においてその商品のコストの適切性を判断することとしていた。その商品のコストやパフォーマンスがベンチマークから大きく乖離している場合、ベンチマークとの乖離度合い以外でＶｆＭを提供できると示すことができる場合を除いて、その商品のコストが高すぎる、またはＶｆＭをもたらさない商品として判断することとされていた。導入の意図としては、顧客に価値を提供しない（ＶｆＭをもたらさない）商品が市場に流通しにくくなるほか、商品に高い手数料を組み込むことができなくなり、組成会社にパフォーマンスの良い、コスト効率の高い商品の組成が促進され、商品の魅力が増し、リテール投資家からの需要が高まるとされていた。

他方で、業界団体や組成会社を抱える金融機関等は、MiFID IIやＰＲＩＩＰｓ規則の導入によって、金融商品のコストはそもそも低下基調にあると指摘したうえで、ＶｆＭの導入、とりわけコストやパフォーマンスをベンチマークからの乖離で評価することで、コストの低い商品のみ（パッシブ運用）が市場に残り、商品の多様性が低下し、顧客の選択肢が狭まると指摘したほか、サステナビリティ等のコストやパフォーマンス以外の観点からその商品を保有しようとするリテール投資家のニーズを満たすことができない場合もあるとして、顧客最善利益義務の観点からも懸念を示している。ただし、ＶｆＭの考え自体には理解を示している場合が多く、ベンチマークを用いた定量的な評価による規制ではなく、プリンシプルベースとしての規制にとどめることを求めている。

なお、上述のベンチマークからの乖離を見るという定量的な尺度を用いた規制については、ＥＵ理事会において修正が加えられることとなった[11]。ベンチマークからの乖離の測定は義務ではなく、監督当局の監督ツールの一環とし、組成会社および販社は、金融商品を同類型群と比較して、その商品がどのくらいのＶｆＭを生むかどうか調べることとしている。

参考までに図表11に示す通り、パフォーマンス対比でのコスト負担の状況を調査するために、ＥＳＭＡは毎年リテール投資家向け商品のコストとパフォーマンスに関するレポートを公表してい

図表11　ＵＣＩＴＳのコストパフォーマンス（2018年－2022年の平均と変化率）

	株式	債券	ミックス	ＥＴＦｓ（株式）
継続手数料	1.5	1.0	1.5	0.2
契約手数料	0.16	0.14	0.15	0.09
解約手数料	0.02	0.03	0.04	0.08
顧客負担コスト合計（%、年間）	1.7	1.1	1.7	0.4
ネット・パフォーマンス（%、年間）	4.9	-0.5	0.9	6.7
継続手数料の変化（2018年対比2022年、%）	-4.3	-11.7	-2.7	-42.5
インフレ率（%、年間）	3.2	3.2	3.2	3.2
ネット実質パフォーマンス（%、年間）	1.7	-3.7	-2.3	3.5

（出所）ESMA “Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023”から大和総研作成

11）Council of the EU “Retail investment package: Council agrees on its position”（2024年6月12日付）

る。2023年度版[12]においては、ＵＣＩＴＳの株式、債券、ミックス、ＥＴＦ（株式）のすべてにおいて、継続して掛かるコスト（継続手数料）が、2017年から2021年の期間で低下したことが示されている。この結果、ネット実質パフォーマンスも各アセットクラスによって差が出ている。このような調査をもととした指標を、ＶｆＭのベンチマークとして活用することも考えられよう。

7．小括

まとめとして、これまでの投資者保護規制とＶｆＭを含む今後のさらなる規制枠組みの強化が欧州の資産運用業界に及ぼす影響について、関係者の見方を含めた評価を整理したい（前掲図表６）。

まず、資産運用商品市場への影響としては、一連の規制導入を受けて、金融商品の手数料に対する低下圧力が強まっているとの声は多く聞かれている。これは、過剰コストに係る要請だけでなく、ＰＲＩＩＰｓによるコストの内訳に関する透明性の高まりなども背景にある模様である。さらに、ＶｆＭに係るベンチマーク導入により、既存のファンドの手数料の見直し、もしくはＶｆＭの低調なファンドの償還がさらに進むとの評価も現地の運用会社からは聞かれている。一方で、一連の投資者保護規制により、資産運用商品市場の多様性が低下しうるとの懸念も聞かれているところである。

次に、販売チャネル等への影響として、リテール投資家向け（特に取引執行のみのチャネル）で複雑な仕組みの商品の取り扱いがより困難になっているとの指摘がなされている[13]。さらに、顧客を知る義務で要請されている顧客に関する情報収集や、プロダクトガバナンスに係る情報連携など、販社・組成会社の負担は増加しているとの見方が多く聞かれている。また、これらの要請に応えるためのソリューション（データマネジメントなど）がより重要になっているとの指摘も聞かれている。

さらに、これらの要因に加えて、手数料の引き下げ圧力も踏まえると、資産運用業界において規模の経済の発揮の必要性がより高まっており、過度な手数料から利益を得ていた企業が淘汰される、規模の経済を活かすための吸収合併を通じた再編に繋がる可能性も指摘されている[14]。

3章　欧州資産運用業界のビジネスモデルの方向性

1．製販分離が進む中での製販連携の再構築

１章の資産運用業界の事業環境の変化と２章の規制強化への対応を考慮すれば、大手ＡＭ会社と大手販社（金融機関）が、１）顧客の情報の囲い込み、２）最終投資家との利益相反の徹底的な排除、３）コンプライアンスを遵守するプラットフォームの導入を行うことで、ＡＭ業界とWM業界の新たなエコシステムを創出することが可能となろう。

そのために、二極化する資産運用商品市場と細分化するリテール販売チャネルを大手ＡＭ会社と販社としての大手金融機関が連携して支配することが想定される。その場合、大手ＡＭ会社が販社

12）ESMA “Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023”（2023年１月17日付）
13）脚注４資料参照。
14）European Commission“Commission Staff Working Document Impact Assessment Report”（2023年５月24日付）

を制圧していくＡＭ会社ドリブン型ビジネスモデルと、大手販社がＡＭ会社を抑えていく販社ドリブン型のビジネスモデルがある。欧州は前者に該当し、米国は後者に該当しよう。欧州は大手ＡＭ会社が２章で述べたプロダクトガバナンス高度化の規制対応を主導している立場にある。ＡＭ会社と販社の情報連携の中で大手ＡＭ会社が販社に対するコントロールを強めようとしている。製販分離が進む中で、大手ＡＭ会社主導の製販連携の再構築が進められているといえよう。

この背景には、１章でも述べたように販社側の資産運用ビジネスへ関与する戦略の混乱がある。主な販売チャネルであるユニバーサルバンクは、低金利環境下、貸出残高を積み上げても、規制コストに見合う資金利益を維持することはできていなかった。このため、資産運用商品を消費者に提供することで、安定的な手数料収益を獲得しており、これは純営業収益の約 20％に達している（欧州での取材）。しかし、規制上の圧力、顧客行動の変化により、新たなビジネスモデルを構築する必要がある。顧客保護の規制が強化される中で、ユニバーサルバンクが取り扱うすべての商品を、プロダクトアウト型の販売からマーケットイン型の販売にシフトしていく必要が出てきている。

２．　大手AM会社における経費率の状況と業界再編の可能性

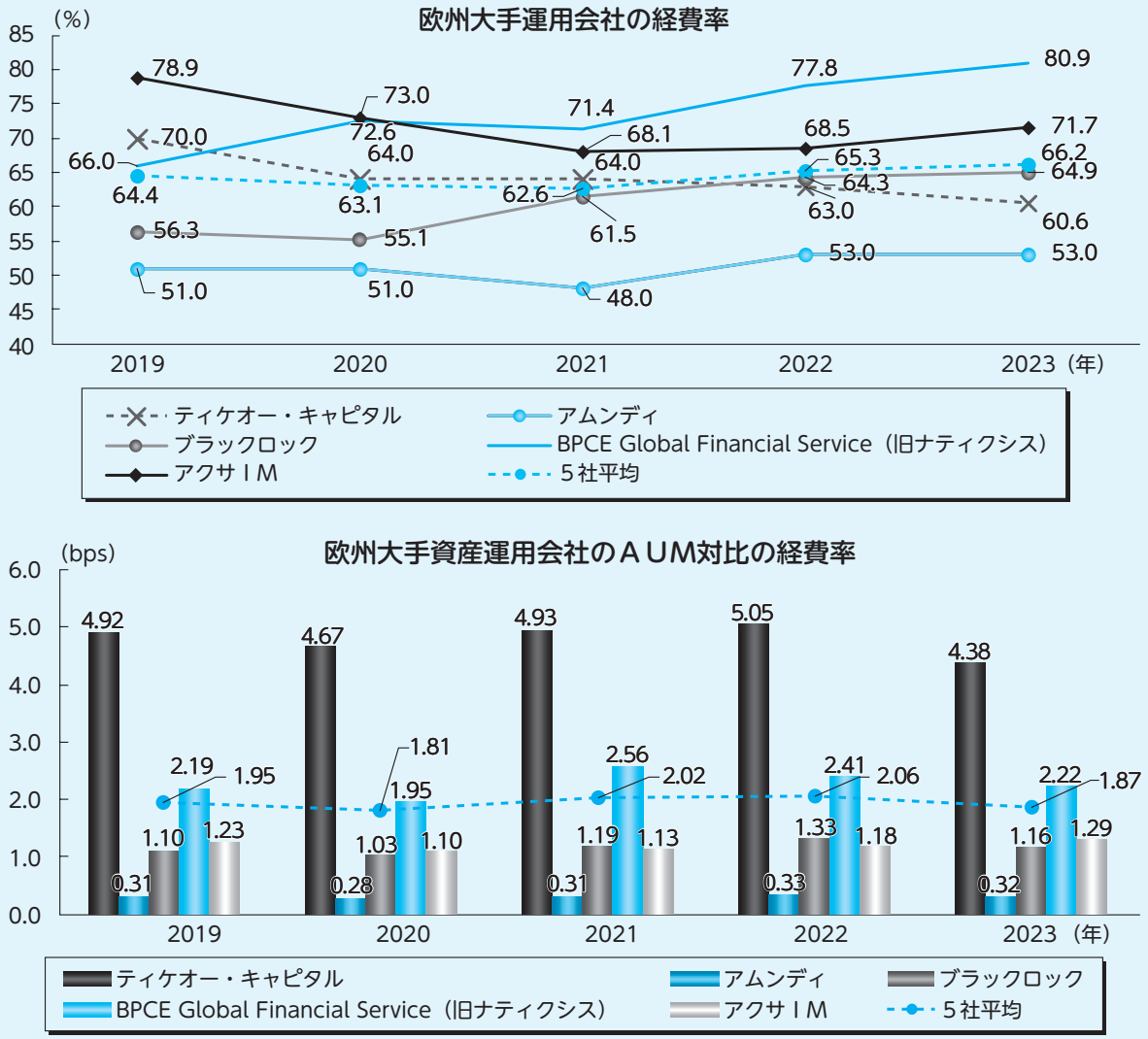
一方、大手のＡＭ会社におけるコスト水準は上昇している。図表 12 に示すように、欧州の大手ＡＭ会社５社の経費率の平均は、2019 年の 64.4％から 1.8％ pt 上昇し、2023 年には 66.2％に至った。個社でみれば、アムンディ、ブラックロック、ティケオー・キャピタルの経費率は、５社の平均を下回っている。一般的に上場ＡＭ会社では経費率が 70％を超えると企業価値に下押し圧力がかかる。想定される手数料の低下と投資者保護規制強化によるコスト負担が増加する中で、収益性のレベルを維持するために、コストベースを 20％削減する必要があるとされている（欧州での取材）。参考までに、ティケオー・キャピタルはオルタナティブ商品を専門に扱っている。さらに BPCE は、ナティクシスを 2020 年に非上場化し、同社のＡＷＭ（Asset & Wealth Management）部門は Natixis Investment Managers, Natixis Wealth と統合し、同ＣＩＢ（＝ Corporate & Investment Banking）部門は Natixis Corporate & Investment と統合した。この結果、ＡＷＭ部門とＣＩＢ部門からなる Global Financial Services 部門が新設された。

欧州での取材では、2024 年、すべての資産運用会社が経費率の引き下げに強く注力すべきとし、業界での再編の可能性があることが分かった。特に、ＥＴＦが台頭することで手数料の低下圧力が高まり、さらにオルタナティブ資産の開発に必要な投資が増加するため、パブリックとプライベートの資産の両方でビジネスモデルに最低限必要不可欠な規模を維持するための競争が激化すると想定されている。このため、市場の集中はさらに加速すると考えられている。

３．欧州におけるAM会社ドリブン型ビジネスモデルの変革～高まるアムンディとブラックロックの存在感～

ＡＭ会社ドリブン型のビジネスモデルの改革が進んでいる欧州では、２章のようにＥＵによる投資者保護の規制強化が変革のトリガーとなっている。このため、ＡＭ会社と販社との情報連携のなかで、大手ＡＭ会社が販社との連携を進めて新た

図表12　経費率によって競争の優劣が分かれる欧州大手運用会社



（出所）各社各年度の年次報告書データから大和総研作成

なビジネスモデルを構築している。

このため、銀行のグループが、このビジネスモデルに必要不可欠な資産規模に満たないＡＭ会社を保有している場合、ＡＭ会社を売却するか、運用機能の一部をアウトソース（ＯＣＩＯ＝アウトソースド・チーフ・インベストメント・オフィサー[15]）することで対応している。

一方、大手のＡＭ会社としては、マルチ・アセットのストラテジーは提供できるが、ソリューションの体制をもっていないと、銀行のＯＣＩＯを受け入れることができない。この結果、販社である銀行のＯＣＩＯ受け入れに対応できるソリューションを提供可能な大手ＡＭ会社はさらに巨大化していく。多様なファンドを提供してくれるＡＭ

15）資産運用戦略立案、資産ポートフォリオ決定、投資の実行までの中央集権的機能（＝ＣＩＯ）の全部あるいは一部を、外部のＡＭ会社等に外部委託するサービスの総称。

会社ではなく、プラットフォームを提供してくれるＡＭ会社が選ばれる時代にシフトしている。

図表 13 では、製販再連携の新たな取り組みを図示したものである。この図表では、大手の資産ＡＭ会社が投資フレームワークから顧客接点のサプライチェーン全体を占有している。販社である銀行によって、この占有の度合いの多寡が決まってくるが、規制コストに加え、テクノロジーコストを自身で賄うことができなければ、このような製販の再連携が必要となろう。

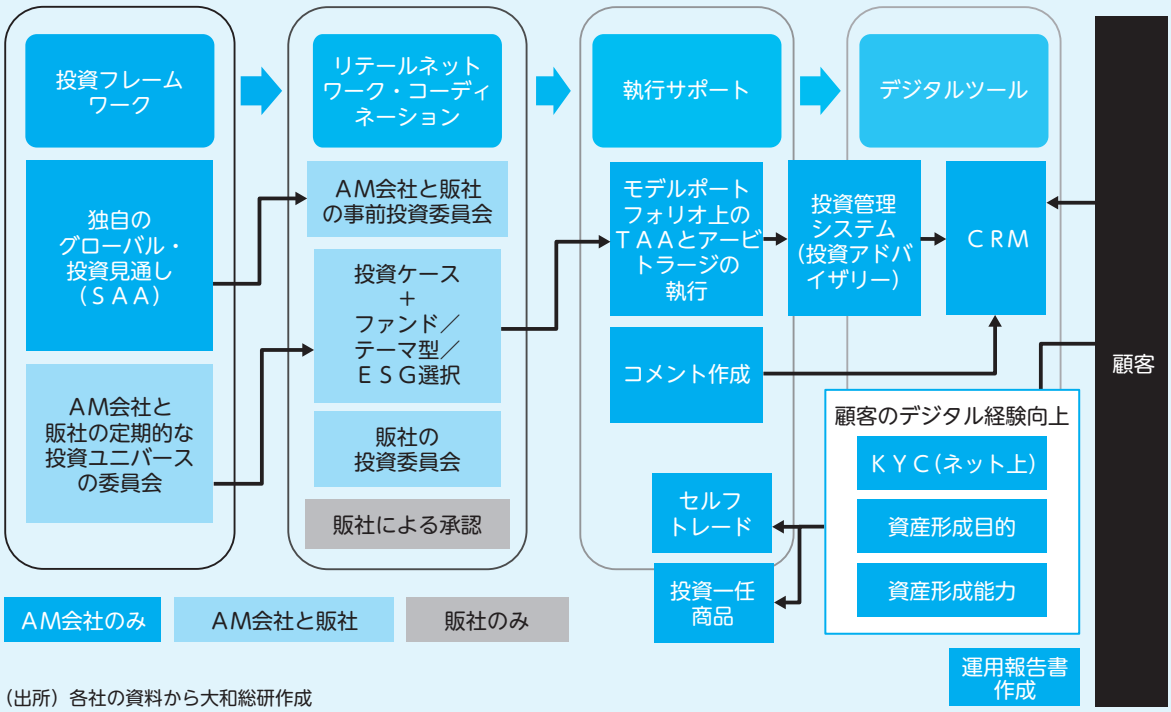
これらに加えて、規制上のベンチマークであるＶｆＭをベースとして付加価値を想定すると、顧客の情報を活用した資産形成ニーズへのパーソナライゼーションを追求するＡＭ会社もでてくる可能性がある。

おわりに～日本のプロダクトガバナンスの議論の方向性～

日本でも金融庁の金融審議会の市場制度ワーキング・グループ（市場制度WG）において「プロダクトガバナンスに関する基本的な考え方・論点」がテーマとなって有識者によって議論されている。そこでは、これまで述べてきた欧州の資産運用業界の状況が参照されている。

上記の市場制度WGにおけるプロダクトガバナンスの基本的な考え方[16]では「資産運用会社による適切な商品組成と管理、透明性の確保等を後押

図表13　大手ＡＭ会社と販社の連携プラットフォームの概念図



（出所）各社の資料から大和総研作成

16）金融庁　金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（第 27 回）資料５「事務局説明資料（プロダクトガバナンスに関する基本的な考え方･論点）」2024 年４月 24 日。７月２日には「金融審議会　市場制度ワーキング･グループ報告書ープロダクトガバナンスの確立等に向けてー」が公表済である。本稿の執筆時点では、その内容は詳細には反映されていないことには留意。ただし、４章の中で触れていないＦＤ原則を補充する原則の基本的な考え方で、「プロポーショナリティ」がある。そこでは金融商品の複雑さに応じてプロダクトガバナンスへの対応の頻度や深度を変える等、費用対便益を考慮すべきであるとしている。

しするため、顧客本位の業務運営に関する原則に資産運用会社のプロダクトガバナンスを中心とした記載を追加し、資産運用会社における個別商品ごとに品質管理を行うガバナンス体制の確立を図っていくことが適当である。」としている。具体的には、現行の顧客本位の業務運営に関する原則（ＦＤ原則）はプロダクトガバナンスを実践していくうえで基本となるとしている。それは、「金融商品の組成に携わる金融事業者も対象に含まれており、原則５『重要な情報の分かりやすい提供』、原則６『顧客にふさわしいサービスの提供」に商品組成に関連する内容が盛り込まれている」からである。このため、このＦＤ原則を補充することでプロダクトガバナンスを具現化することとし、その中に盛り込む内容は、「商品の組成・提供・管理の全体のプロセスを対象とすべきであるため、①プロダクトガバナンス体制、②商品組成時、③商品組成後、④顧客への情報提供、という切り口で考えていくことが適当ではないか。」としている。これは、ＦＤ原則の補充という位置づけではあるものの、前述した欧州のプロダクトガバナンスの具体化に準ずるものである。

さらに、「商品組成時における想定顧客の特定にあたっては、顧客の知識、経験、財産の状況、金融商品取引契約を締結する目的、といった観点を考慮して具体的に定めることが基本」とするとし、「商品組成時に『想定していた顧客』と『実際に購入した顧客』のギャップを把握し、商品の提供方法の改善やその後の商品組成に活かしていく取組みが求められるのではないか。」としている。加えて「資産運用会社等において、こうしたギャップ分析を適切に行うためには、販売会社の協力が不可欠であり、販売会社においては、資産運用会社等との情報連携が求められる」としている。さらに「テンプレートの活用」にまで言及している。

このように、欧州における「プロダクトガバナンスとターゲット市場」の特定の部分において、ＡＭ会社と販社の情報連携が求められているといえよう。この規制対応は、ＡＭ会社と販社のコスト負担が増加する部分である。テクノロジーを活用した顧客情報のデータの収集の方法、それをプロダクトガバナンスにどのように活かすか、そのために大規模な仕組みの工夫が必要となってくると考えられる。

［著者］

内野 逸勢（うちの はやなり）

金融調査部
主席研究員
担当は、金融機関経営、
グローバル金融課題

森 駿介（もり しゅんすけ）

金融調査部
研究員
担当は、欧米の金融資本市場動向、
アセットマネジメント、
金融経済教育

矢田 歌菜絵（やだ かなえ）

金融調査部
研究員
担当は、金融制度、金融商品取引法、
税制、会計制度