

欧州投資家保護規制強化と AM・WM 業界への影響

～規制対応からビジネスモデルの変革へ～

金融調査部 内野 逸勢／森 駿介／矢田 歌菜絵

要 約

EU の投資家保護規制強化が進展し、アセットマネジメント（AM）会社と販社であるウェルスマネジメント（WM）会社の対応が本格化している。欧州の投資家保護規制には、リテール投資家の資産形成の目標を踏まえ、かつリスク許容度、損失吸収力等、顧客属性に合わせた適切な資産運用商品、運用ポートフォリオを提供するミスセリング回避が基本原則に貫かれている。投資家保護規制の詳細への対応にこだわるあまり、この基本原則に対する本質的な対応を怠り、現状のビジネスモデルの変革に取り組んでいかないと、現在あるコアコンピタンス（付加価値の源泉の強み）が失われていくことになりかねない。大手金融グループは、グループ内で AM・WM 会社に分散し重複していた機能を整理して、不必要な機能は削減し、必要な機能は集約することで、コアコンピタンスの強化とコスト削減の両立を図っている。加えて、他社の AM・WM 会社との統合・合併を戦略的に選択している。日本国内の金融グループでは、プロダクトガバナンスの本格的な対応が始まったばかりであり、まだまだ基本原則、方針に正面から取り組んでいる金融グループは少ないようにみられる。欧州で見られる本格的な取り組みに早めに着手することが必要ではないか。

目 次

- 1 章 欧州における投資家保護規制強化アップデート
- 2 章 AM・WM 会社の各規制への対応事例と相違
- 3 章 英国大手 AM 会社による“規制対応をビジネスモデルの変革へ”
- 4 章 日本へのインプリケーション

1 章 欧州における投資家保護規制強化アップデート

ここでは、欧州議会における欧州投資家保護規制強化の流れを振り返る。これまで議論されてきた規制強化の論点は、欧州のアセットマネジメント (AM)・ウェルスマネジメント (WM) 会社あるいはそれらを傘下に有する大手金融グループの対応が、既存のビジネスモデルの延長線上では難しい規制方針・原則、さらには具体的な規制に焦点を当てている。同時に、これらの論点は、ビジネスモデルの変革につながる課題解決の方向性を示唆している。

1. EU 理事会のリテール投資パッケージの合意に至るまでの経緯と残る論点

2025 年 8 月 15 日付け欧州議会の立法スケジュール¹では、リテール投資パッケージは審議中のままである。ただし、これまでの主な議論が時系列で示されている。その起点は、欧州委員会が 2023 年 5 月 24 日、個人投資家保護をリテール投資の中心に据えた「リテール投資パッケージ」を採択したことである。それによって、第 2 次金融商品市場指令 (MiFID II)、保険販売業務指令 (IDD)、譲渡可能証券 (UCITS) 指令、オルタナティブ投資ファンド運用会社指令 (AIFMD)、保険・再保険事業の開始・追求指令 (ソルベンシー II) 等の改正と、パッケージ型リテール・保険型

投資商品 (PRIIPs) 規則の改正が進められている。

1) 欧州議会への 2023 年 7 月の報告書草案提出と 2024 年 3 月の採択における論点

まず、2023 年 7 月 10 日に欧州議会の経済金融諮問委員会 (ECON)²へ報告書草案が提出され、2023 年 10 月 4 日に同提案パッケージに関する報告書草案が公表された。その中で、図表 1 のプロダクトガバナンスと過剰コスト、最善利益義務、誘因報酬に関する事項では、1)「執行のみのサービスに対する誘因の部分的な禁止の撤廃の提案」、2)「MiFID の改正により、『最善の利益テスト』に関する『費用対効果』の概念の明確化」が含まれている。さらに 3) 保険の投資商品に関する事項においても、「IDD の改正は、『保険ベースの投資商品または該当する場合は基礎となる投資オプションのパフォーマンス、リスクのレベル、コスト、料金』に基づいてフィナンシャルアドバイスを与えられることを規定」している。

次に、2024 年 3 月 20 日に報告書草案は ECON で採択された。ただし、ECON に提出された報告書草案に対して、欧州理事会は、リテール投資パッケージで提案されていた欧州全体のバリュー・フォー・マネー (VFM) のベンチマークに関する修正が欠落していると指摘し、ベンチマーキングに関する修正事項が盛り込まれた。

1) 8 月 15 日付けの「欧州議会の立法スケジュール」の中の“EU strategy for retail investors”: <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/package-retail-investment-package/file-retail-investment-strategy>

2) 欧州議会内の重要な機関。経済通貨同盟 (EMU) の監督、金融サービスの規制、資本と決済の自由な移動の確保を担当。これらの政策分野における議会の活動において重要な役割を果たし、議会の議題設定者および共同立法者として機能。また、ECB 総裁や財務大臣を含む行政府の公的監視を提供し、法律の評価と立法草案の作成を支援。

図表 1 欧州の投資家保護規制の概要一覧

近年の規制・ガイドラインなど		将来的に適用されうる規制
法規制		リテール投資パッケージ
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)	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
組成 開示	ファンドにおける 過剰コスト の禁止 (UCITS、AIFMD)	・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
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)	・過剰コストの定義明確化 など
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)	現状 ・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し、欧州議会にて議論がなされている
資産運用業界への影響		
資産運用商品市場への影響		販売チャネル市場等への影響
・ 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		・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
(出所) 各種資料をもとに大和総研作成		規模の経済の重要性の高まりに伴い、資産運用業界の統合の機運が高まる可能性

2) 欧州理事会のリテール投資パッケージの合意①：ベストインタレストとコストパフォーマンスの重要性

最後に、図表 1 に記載しているように、2024 年 6 月 12 日に欧州理事会はリテール投資パッケージに合意した³⁾。この合意により、欧州理事会は法律の最終型について欧州議会との交渉を行う準備ができたこととなる。同時に、欧州理事会は、

同パッケージの変更点として 1) 誘因禁止の撤廃、2) VFM を提案した。また、図表 2 において、同パッケージで注目されるプロダクトガバナンス分野の中で想定される主な変更点と、関連する各法律の新規変更の関係を整理した。

上記 1) では、「執行のみの販売のために受けた『誘因』⁴⁾の禁止案を撤廃し、追加の規則で保護措置を強化すること」を提案⁵⁾した。2023 年

3) Council of the EU, “Retail investment package: Council agrees on its position”, Press release 12 June 2024

4) 執行のみの販売（投資家にアドバイスが提供されていない場合）に対して受け取る「誘因」であり、しばしば「手数料」または「遡及手数料」と呼ばれる。欧州委員会の調査では、「誘因は、特定の商品に対する販売業者のアドバイスに影響を与える可能性があるため、個人投資商品の流通において利益相反を引き起こす可能性がある。これにより、個人投資家はより高価な投資商品やパフォーマンスの低い投資商品に誘導され、個人投資市場の効率が損なわれる可能性がある。これが個人投資家の純投資収益率にかなりの影響を与えることを示している。」

5) この背景には、MiFID II で独立アドバイスの仕組みを導入したが消費者の利用は広がっていないこと、誘引報酬の透明性の向上だけで消費者が独立アドバイスの価値を理解し行動を変えるのは難しいことが示唆される。

図表2 リテール投資戦略のリテール投資パッケージでの関連規制の想定されている変更点

分野	主な変更点	MiFID (金融商品 市場指令)	IDD (保険販売 業務指令)	UCITS 指令	AIFMD
プロダクト ガバナンス	組成会社と販売会社双方にとっての費用対効果の評価	新規	新規		
	価格設定に重点を置いた、より精緻な製品承認プロセス	新規	新規		
	すべてのコストと料金の特定と定量化	新規	新規		
	製品のコストとパフォーマンスをベンチマークと比較し、乖離の正当性を証明する	新規	新規	新規	新規
	投資家への過剰なコストの償還			新規	新規
	比例性評価の正当性を示す	新規	新規		
適合性と適切性	適合性と適切性の修正	追加	追加		
	簡単な適合性試験の導入	追加	追加		
開示	標準化を重視した情報開示慣行の統合	追加	追加		
	契約締結前に伝達すべき追加情報	追加	追加		
	リスクの高い製品に関する警告の導入	追加	既存		
	新しい年次報告書	追加	追加		
	デフォルトでデジタル化	既存	追加		
マーケティング	マーケティングコミュニケーションと慣行の新たな定義	追加	追加		
	あらゆる広告形態における組成会社の責任の拡大	追加	追加		
	すべてのマーケティングコミュニケーションの記録は5年間保存	追加	追加		
	マーケティングコミュニケーションと慣行の年次報告書	追加	追加		

(出所) EPRS (European Parliamentary Research Service), "Retail investor package," April 2024, Ernst & Young "Where does the EU Retail Investment Strategy stand?" 2024年3月22日の資料をもとに大和総研作成

に欧州委員会は「投資アドバイスに対する誘因報酬が顧客との利益相反につながっている」とし、投資会社の誘因報酬の受け取りを全面的に禁止する方針を打ち出していた。しかし、欧州理事会は撤廃を提案した。その代替案として、利益相反防止強化のために、すべての誘因に伴う保護措置を講じた。その中には、誘導の禁止がない場合に適用される誘導の可否を判断する誘導テスト、アドバイザーが投資家の「最善の利益」のために行動する義務を規定する新しい統一テスト、どの形態での手数料支払いが誘因に該当するかを判断できるように手数料の対価となるコストと、そのコストの投資収益の影響に関する透明性の改善と開示の強化という3つの措置が含まれる。

さらに、誘因報酬を支払ったり受け取ったりす

る際に尊重すべき「包括的な原則」を導入した。当該金融機関が、第三者に誘因報酬を支払い、あるいは第三者から受け取る際に常にこれらの原則を尊重し、これを EU 加盟各国の監督当局に示す必要がある。これによれば、金融機関は、誘因により特定の運用商品を他の運用商品よりも推奨すべきではないとされている。さらに提供される価値に対して不適切な水準であってはならず、また同じグループに属する企業に支払われる、または受け入れられ、保持される誘因は、他の企業と同じように扱われるべきであるとしている。これらの誘因に対する規制は、発効後5年後に見直すとしている。なお、「誘因報酬の受け取り」については、英国では独自規定で全面禁止されている。

これに加えて前述した「最善の利益」の評価

とは、提案された改正 MiFID (= MiFID II) と IDD の指令の中では、AM 会社および保険事業者が、両方の指令によって共有された基準を使用して顧客の「最善の利益」を評価することを要求する規定が導入されている(図表 2)。したがって、金融アドバイザーおよび保険会社および金融仲介業者は次のことを義務付けられることとなる。まず、適切な範囲の金融商品の評価に基づいてアドバイスをを行うこと、次に、適合する金融商品の中から最もコスト効率の良い金融商品を推奨すること、最後に 顧客の投資目標達成に不必要な追加機能を伴わず、追加コストを生じさせない少なくとも 1 つの金融商品を提供すること、の 3 つである。

また先述の 2) については、すでに欧州の保険では導入され、欧州委員会のリテール投資パッケージで盛り込まれていた VFM を、同提案の中で本格的に導入している。この中では、運用商品が“コストパフォーマンス”の高い場合にのみリテール投資家に提供される新規則と定義づけられている。組成会社と販売会社の両者は、運用商品のコストと料金が、そのパフォーマンス(それ以外の利点・特性・目的・戦略があればそれらを含む)に対して正当化されているか、あるいは比例して設定されているかを評価する。図表 2 においては、プロダクトガバナンスの項目の「価格設定に重点を置いた、より精緻な製品認プロセス」「投資家への過剰なコストの償還」など 5 項目が該当する。

欧州理事会は、VFM に関して、欧州の監督当局である欧州証券市場監督局(ESMA)と欧州保険・職業年金機構(EIOPA)とで、EU 全体の監督ベンチマークを策定することに合意した。ただし、組成会社や販売会社のプロダクトガバナンス

のプロセスの中の必須のベンチマークではなく、EU 加盟各国の監督当局がコストパフォーマンスを提供できない運用商品を検出するための監督ツールとしている。欧州理事会は、このベンチマークは組成会社や販売会社を直接拘束しないものの、欧州の金融グループの各社が、これを活用したシステムによるプロダクトガバナンスのプロセスを強化することにも合意した。組成会社や販売会社は、EU 域内の同業他社の同様の運用商品が、自社の運用商品をと比較して、コストパフォーマンスを評価し、その上で提供することを判断するプロセスを組織として確立する必要がある。ただし、その比較は、ESMA と EIOPA が管理するデータベースに含まれる情報に基づいて行われるとしている。欧州理事会は、さらに EU 加盟各国が金融商品の組成会社または販売会社が、その VFM 評価プロセスにおける市場比較の目的で、EU 加盟各国の監督ベンチマークと比較することを選択することも提案している。

これらを踏まえると、提案された改正指令では、プロダクトガバナンス規則と価格設定プロセスを強化し、リテール投資家にとって価格に見合った価値を伴わない運用商品の提供を減少させることを目的としているとも考えられる。すなわち組成会社のファンド数の削減にもつながると考えられる。特に、組成会社はすべてのコストと手数料を特定し、定量化する必要がある、これらのリテール投資家の負担が総合的な価値を損なうかどうかの評価を実施する必要がある。リテール投資家には、これらのコストと手数料に関して正確で完全な情報を提供しない場合、評価の質に対する影響を周知させる必要がある。さらにリテール投資家は適合性評価報告書について、追加で詳細な説明を求めることができる。この提案は、適合性評価

においてポートフォリオの多様化が考慮されるべきことも想定している。さらに、富裕層の基準を 50 万ユーロから 25 万ユーロに引き下げることや、教育または訓練に基づく基準を導入する可能性が考慮されている。このため、独立したより安価なアドバイスが、運用商品が多様化する中で、単純でコスト効率の高い金融商品の範囲に導入されることも想定されている。したがって、販売会社によって行われる適合性評価は、マス富裕層まで範囲を拡大した個々のリテール投資家の顧客属性データが必要となることを示唆していると考えられよう。

これらの欧州理事会の提案を踏まえると、誘因禁止撤廃の提案の中では、既存の最善利益義務を、実質的で厳格な水準へと引き上げる必要性が高まっている。さらに、VFM の提案の中ではコストパフォーマンスの重要性と、EU 全体のベンチマークと比較可能な金融グループのシステム化による組織的に評価の構築の必要性が強調されている。

3) 欧州理事会のリテール投資パッケージの合意②：マーケティングに対する規制強化

図表 2 のマーケティングの項目があるように、欧州理事会によって提案された改正指令の検討項目（出所は図表 2 の出所 EPRS の資料）の中には、リテール投資におけるコミュニケーションと商品販売の側面に取り組むことを目的としているものもある。

まず、（潜在的な）リテール投資家に運用商品に関する情報が提示される際に、簡素化され、内容が標準化されることが必要であるとしている。投資会社や保険仲介業者は、特にリスクの高い製

品について、リスク警告を明確かつ簡潔に表示しなければならないとされている。その表示の中で、欧州理事会は、EU 加盟各国の監督当局が、ESMA 及び EIOPA が策定する基準に沿って“リスク警告”を強制使用できるようにすることを提案している。さらに電子形式での情報開示に関するガイドラインが提供される必要があるとしている。

次に、誤解を招くマーケティングに対処するために、MiFID II および IDD における「マーケティングコミュニケーション」と「マーケティング慣行」の定義を規定している。これにより、販売会社は、自社が管理するデジタルベースの販売チャネルと、第三者に委託する販売チャネルにおける自社の「マーケティングコミュニケーション」に責任を持つことが明確化されている。

4) 欧州理事会のリテール投資パッケージの最終化の時期

同パッケージの法制化には、欧州議会と欧州理事会の合意が必要となる。現状では、コストパフォーマンス、ベンチマーク、誘因について両方で合意していない可能性が高い。現在は、各々の立場を主張しながら、同パッケージの最終バージョンに合意するために、試行的な議論がなされているステージと考えられる。投票によって決定、合意された上で、最終的には、欧州委員会によって承認された指令の最終提案に基づいて、EIOPA と ESMA を管轄する欧州監督当局(ESA)は、金融機関が遵守しなければならない実質的な要件を定義する「規制技術基準 (RTS)」の草案作成を開始することとなる。ESA は RTS を EU 委員会に提出するまでに通常は 1 年半を費やすと見込まれている。とすれば、年内に最終合意され

ても、施行は早くても 2027 年となろう。

2. 影響の大きい投資家保護規制（規制導入が進んでいる英国の大手 AM 会社が直面する課題）

2025 年 3 月の欧州現地取材において、影響の大きい投資家保護規制として、VFM が挙げられたが、英国では 2006 年からプロダクトガバナンスの基本原則の確立から、その規制が強化していく中で Assessment of Value (AoV) が 2019 年に導入されている。英国版の VFM とも呼ばれるが、全く異なる経緯から VFM 評価が導入され

ていることには留意が必要である。このため、英国の AM・WM 会社は、すでに課題に直面して規制対応し、ビジネスモデルの変革につなげている。規制対応の期間が、EU 主要国の同業他社と比較して長い場合、ビジネスモデルの変革に必要なプロセスの精緻化、組織化、テクノロジーの導入などにプラスに働いていると考えられる。下記に、プロダクトガバナンス強化とともに、AoV が導入された経緯を簡単に示す（図表 3）。

図表 3 英国のプロダクトガバナンス規制、VFM規制整備までの主な経緯

項目	TCF (2006年導入) (プロダクトガバナンスの 基本原則)	RPPD (2007年導入) (プロダクトガバナンスの ガイドライン)	PROD+MiFID II (2018年導入) (プロダクトガバナンスの ルールと規定)	AoV (Assessment of Value) (2019年導入) (英国版VFM)
主な原則 +規制名	●the Treating Customer Fairly Initiative	●The Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers	●Product Intervention and Product Governance Sourcebook+MiFID II	●Assessment of Value
概要	✓消費者保護のための成果に基づくプロダクトガバナンスの概念および基本原則が示されたもの。 ✓英国金融行為規制機構 (FCA) が施行した2000年の金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000)に基づき導入された業務原則 (Principles for Businesses) のうち第6条「顧客の利益を適正に考慮し、顧客を公正に取り扱わなければならない」に対応したもの。 ✓同原則に基づく、6つの消費者のための成果 (Consumer Outcome) 公表。	✓TCFで定める結果を実現するための、より具体的なガイドラインとして制定されたもの。 ✓リテール投資家向けの金融商品に関して、設計・組成・運用する「組成会社」と、それら金融商品を販売する「販売会社」の責任をプリンシプルベースで記載したもの。	✓2011年 Product Intervention 公表。具体的なルールの規定の必要性に言及これによって、金融業界でプロダクトガバナンスの概念が浸透。プロダクトガバナンスについてはPRODが新しく導入され、具体的規定が盛り込まれた。 ✓2018年 のMiFID IIはEUにおける金融・資本市場に係る包括的な規制で、同年に全面施行。 ✓MiFID IIを受けて、英国を含む欧州ではプロダクトガバナンスに対する取り組みが加速。個社での対応が難しく、検討が進まなかった課題についても、業界横断のワーキング・グループが設立されることで対応が進んだ。	✓運用会社が提供する金融商品に係るVFMを定期的に評価する枠組み。投資信託の運営会社に対して導入を義務付け。 ✓同時に、枠組みを踏まえた詳細な規定やガイドライン整備。同運営会社は VFMを年次評価する義務。 ✓評価において考慮する要素：サービスの質、運用パフォーマンス、運営会社の費用、規模の経済、市場における類似ファンドの手数料、運営会社における類似ファンドの運用報酬、同等の権利を有する他のシェアクラス。 ✓最低要件のみが記載。より具体的な運営体制や運営方法は、各社が独自で検討・構築していく必要がある。

(出所) 各原則、規制原文、湊基成「英国におけるプロダクトガバナンスの動向と日本への示唆」(コラム) 2025年5月14日 三菱UFJ信託銀行 資産運用情報等をもとに大和総研作成

1) プロダクトガバナンス規制の基本原則の 確立 (2006 年から 2007 年)

まず、プロダクトガバナンス規制の基本原則の起点として、2006 年に導入された TCF (the Treating Customer Fairly Initiative) が挙げられる。これは、英国金融行為規制機構 (FCA) の 2000 年の金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000) に基づき導入された業務原則第 6 条「顧客の利益を適正に考慮し、顧客を公正に取り扱わなければならない」に対応したものである。同原則に基づき実現すべき 6 つの消費者のための成果 (Consumer Outcome)⁶ が示された。

次に、2007 年に、TCF の消費者のための成果に基づくガイドラインとして RPPD (The Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers) が制定された。リテール投資家向けの金融商品に関して、設計・組成・運用する組成会社と、それら金融商品を販売する販売会社の責任をプリンシプルベースで記載したものである。

2) グローバル金融危機への対応とプロダクトガバナンス規制の強化 (2011 年から 2019 年)

2008 年のグローバル金融危機への対応として、2011 年に FCA は市中協議文書として “Product Intervention” を公表し、販売会社のプロダクトガバナンスに係るモニタリング等を強化していく方針を明示したと同時に VFM を確認していく方針も打ち出した。この結果、プロダクトガバナ

スの概念が本格的に浸透していった。

その後、2018 年に MiFID II において、プロダクトガバナンス規制等のリテール投資家保護の規制強化がなされ、英国では同年より全面的に施行された。英国の独自のプロダクトガバナンス規制については RPPD のルール化と規則を規定した Product Intervention and Product Governance Sourcebook (PROD) が新規導入された。

これらのプロダクトガバナンス規則強化の中で、2019 年に AoV が導入され、組成会社に対して提供する金融商品に係る VFM の年次評価 (ファンドマネージャーに対する AoV) を実施し、公表することを義務付けた。具体的には、集団投資スキームソースブック (COLL) 規則において、認定ファンドマネージャー (Authorized Fund Manager = AFM) は少なくとも年に一度 AoV を実施し、その結論を公に報告することが義務付けられている。加えて、AFM 理事会には、独立取締役を任命することが義務付けられている。このように、顧客に対する透明性と責任を強化する方向に進んでいるといえよう。

前述の欧州の VFM の議論の説明の通り、FCA も英国の資産運用業界が抱える課題として、市場競争原理の機能不全や、運用商品の価値に見合わない価格設定を指摘した。また、巨大ファンドの規模に見合う十分な恩恵を投資家が享受できていないことや、リテール投資家からのニーズが不足して競争力が低下していることなども挙げている。これにより、具体的に評価において考慮する要素として、1) サービスの質、2) 運用パフォー

6) 「消費者は顧客の公正な取扱いが中心にある企業と取引していることに自信を持つことが可能であること」「リテール市場で販売される運用商品やサービスは、特定の消費者グループのニーズを満たすように設計され、それに応じてターゲットが設定されること」など 6 つが盛り込まれている。

マンス、3) 運営会社の費用、4) 規模の経済、5) 市場における類似ファンドの手数料、6) 組成会社における類似ファンドの運用報酬、7) 同等の権利を有する他のシェアクラスを規定している。

ただし、これらはミニマムで考慮すべき要素のみが記載されており、より具体的な運営体制や運営方法は、各社が独自で検討・構築していく必要があるとされている。MiFID II の影響として、英国でも個社での対応が難しいプロダクトガバナンス規制上の課題について、業界横断のワーキンググループが設立され、さらに欧州 MiFID テンプレート (EMT) など組成会社と販売会社の顧客情報交換の対応が進んだ。

ここまで、欧州と英国の投資家保護の規制強化は進んでいるものの、プロダクトガバナンス規制強化の期間、その中での VFM 規制強化の進み方が異なる。特に、英国では FCA が組成会社、あるいはファンドマネージャーに対して、AoV の年次報告を求めている。それに伴い、組成会社のガバナンス体制の強化につながっている。欧州理事会と欧州議会の議論では、英国の AoV の具体策までの言及は表面的には見られない。これらが背景にあり、冒頭で触れた欧州と英国における規制対応がビジネスモデル変革につながっているかどうかの差は、この VFM の分野で顕著にみられるといえよう。ただし、EU 加盟国の主要国では、リテール投資パッケージが最終的に成立する前に、国内の規制を改定する可能性がある。

次章以下では、AM・WM 会社、それらを傘下に有する金融グループ各社の規制対応の特性と、特に英国で規制対応からビジネスモデル変革へつながっている事例をみていくこととする。

2章 AM・WM会社の各規制への対応事例と相違

1. なぜ規制対応からビジネスモデル変革の流れが生まれるのか

先述したように、EU 加盟国では、リテール投資パッケージが最終化されてはいないものの、ベストインタレスト規制強化、VFM におけるコストパフォーマンス向上などの論点がすでに公表されており、2025 年 3 月に取材したすべての EU 加盟国の大手 AM・WM 会社、それを傘下に保有する金融グループがそれを先取りして対応を始めている。当然ながら組成会社と販売会社の顧客情報の交換においても EMT を活用してプロダクトガバナンス規制に対応している。ただし、コスト負担が大きい規制対応からビジネスモデルの変革への移行ができていく欧州の金融機関の特徴を、どのように捉えるかの視点が重要である。2025 年 3 月の欧州現地取材では、欧州の各金融機関が規制に対応しながら付加価値の源泉を追求することが、ビジネスモデルの変革につながっていると解釈できた。

1) AM 会社と WM 会社のビジネスモデル変革の視点とは

欧州と英国の AM 会社と WM 会社、それを傘下に持つ金融グループは、その視点を規制対応からビジネスモデル変革へと、どのように移しているのか。その背景には、先述の図表 1 でも触れているが、資産運用商品市場と販売チャネルにおける事業環境、収益環境の変化がある。前者では、「手数料の低下圧力の高まりや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」が挙げられ

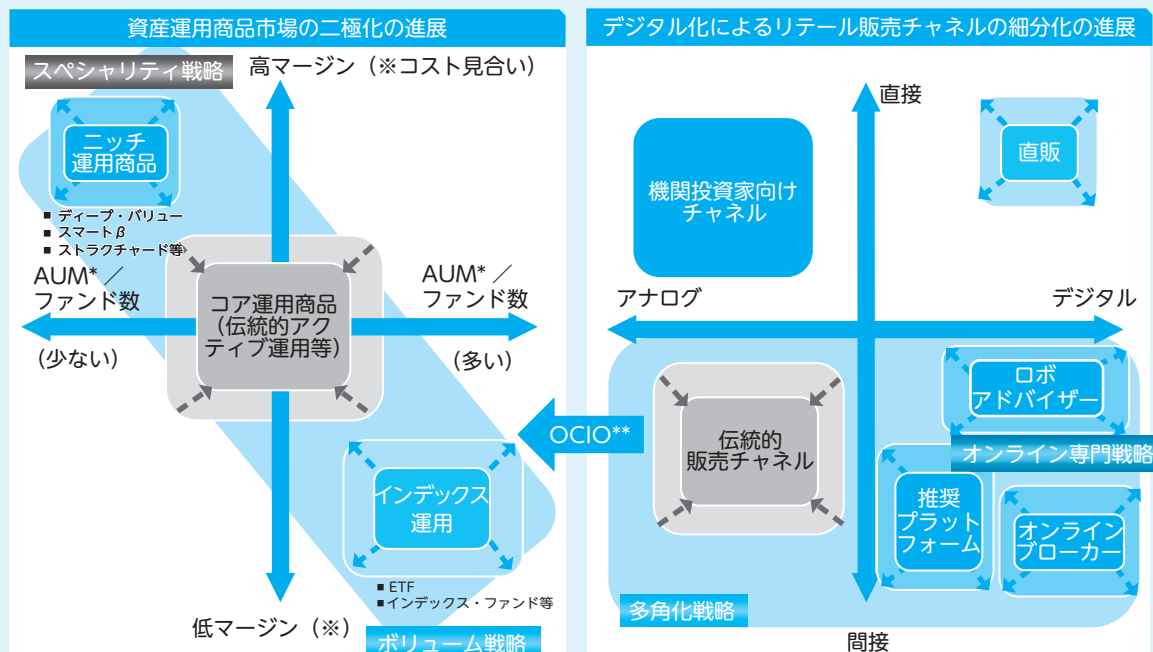
る。後者では「リテール投資家向け（特に取引執行のみ）において複雑な仕組みの商品の取り扱いが困難になっていること」「顧客についての情報収集や情報連携における業者負担が増加し、規制対応のためのソリューションがより重要になっていること」が挙げられる。

この視点から、危機感として、図表4左に示すように、資産運用商品市場では、伝統的アクティブ運用市場は縮減していくと認識されている。この市場縮減の背景には、アルファ自体は存在し、むしろ付加価値が増すが、現状のコスト水準のままでアルファを創出する仕組みの付加価値が劣化していくということがある。このため、AM 会社はコスト対比で効率的にアルファを追求していくことが重要となる。前章で述べたように、背景にはリテール投資パッケージにおける VFM の導入

による運用商品のコストパフォーマンスへの規制対応がある。英国では AoV の対応のコストが含まれることとなる。

その一方、販売チャネル（図表4右）ではネット販売チャネルの台頭による伝統的販売チャネルの縮減がある。この縮減は2つの意味があり、1つは、デジタルの販売チャネルの台頭による、プロダクトアウト型の伝統的販売チャネルの付加価値の劣化である。リテール投資パッケージでは、誘因手数料の撤廃はされないとの見解が欧州理事会から出されているが、同時にベストインタレスト規制の強化が盛り込まれることとなっている。つまりベストインタレスト規制を遵守するための営業体制が必要となる。しかし、欧州において、現在の大部分の伝統的販売チャネル自体はプロダクトアウト型である。さらに、営業体制に必要不

図表4 欧州における AM 会社と WM 会社の事業環境の変化の方向性



*AUM=資産運用残高

**OCIO=アウトソーシング・チーフ・インベストメント・オフィス

（出所）大和総研作成

可欠な顧客属性データが質と量の両面で不足している現実がある。加えて、デジタル化に対応していない販売体制であり、顧客属性データのデジタル化、更新が行われていない可能性があることが、現地取材では指摘されていた。

このように、欧州・英国の投資家保護規制強化の議論においてフォーカスされている課題は、AM・WM 各社が事業環境の変化の中で直面している（あるいは直面していく）経営課題そのものである。このため規制対応がビジネスモデルの変革につなげる上での最低限の取り組みといえる。ただし、この取り組みが単なるテクニカルな規制対応に終始するか、基本原則に沿う本質的かつ中長期的な規制対応のレベルまで取り組むのかによって大きく異なる。いずれにしても、今回の取材先では、金融グループ全体の視点で AM 会社と WM 会社の付加価値を見据えて、本質的な取り組みがなされていた。

2) AM 会社と WM 会社の関係による金融グループの4分類

AM 会社と WM 会社の付加価値を見据えるとは言え、金融グループの中で AM・WM 会社の戦略的な位置付け、役割が異なる中で、ビジネスモデル上の強みに違いがあるし、事業特性も各国によって異なる。欧州では、完全に独立した大手 AM 会社は少なく、金融グループの傘下にある AM 会社が多い。ただし、ここで言及する AM 会社は欧州を中心にグローバルに展開するすべてのアセットクラスをカバーするマルチアセットの AM 会社である。傘下の大手の AM 会社単体をグループの中で戦略的にどう位置付けるかが問題となる。AM 会社を成長事業として位置付け付加価値の源泉と認識して AM 会社を大規模化して

いくか、逆に成熟事業として売却または機能を一部委託するか（アウトソースド・チーフ・インベストメント・オフィス：OCIO）という経営判断が大きく分かれる。さらに、金融グループは傘下の AM 会社と WM 会社の戦略的な関係性を再構築する必要がある。AM 会社との連携強化を図るか、AM 会社のチーフ・インベストメント・オフィス（CIO）機能を一部委託して WM 会社に経営資源を集中し、WM 会社内部の CIO の機能強化を図りながら、資産運用ソリューションのみに特化するかの経営判断が必要となる。

図表5において、上記の2つの市場の事業環境の変化と、金融グループが守るべき傘下の AM・WM 会社に関係する付加価値を維持することを前提とすれば、以下の4類型に区分できると考えられる。

類型①：WM 会社は伝統的販売チャネルが中心であり、AM 会社は伝統的アクティブ運用中心の金融グループ

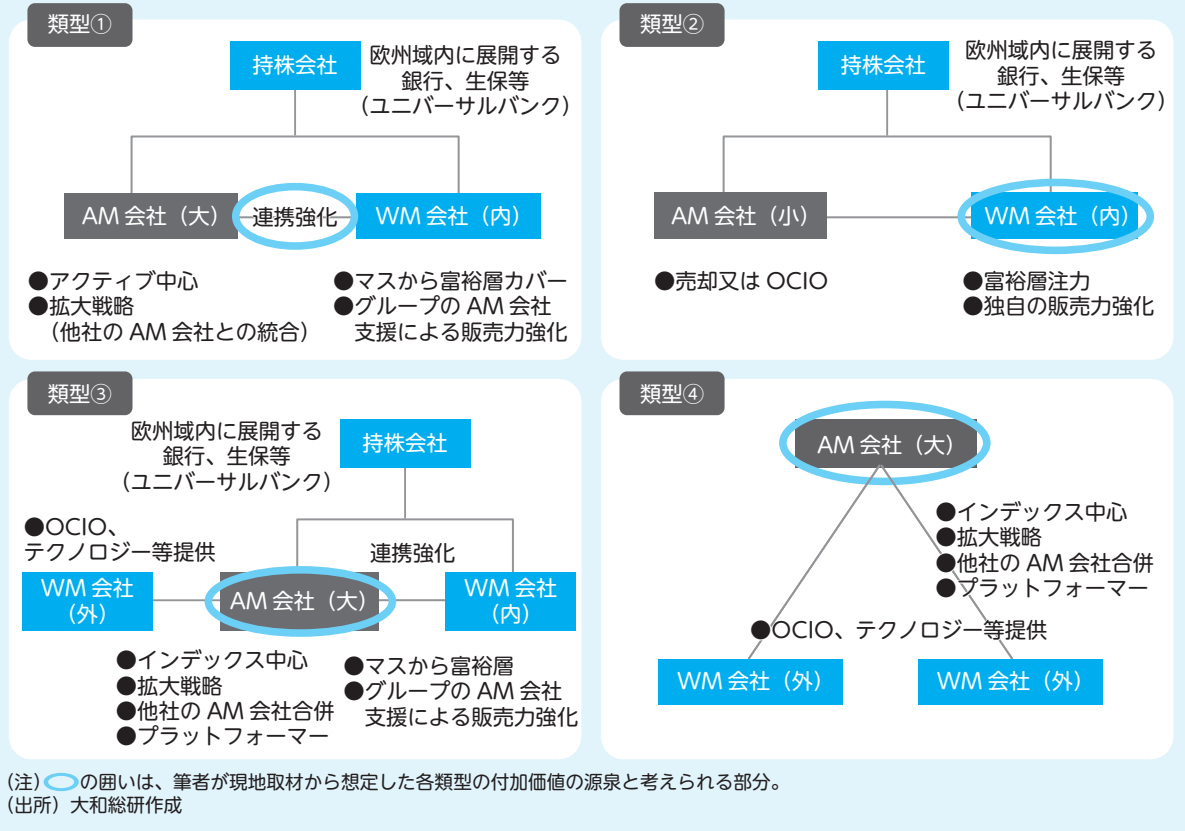
類型②：WM 会社は伝統的販売チャネルであるが、AM 会社を売却した金融グループ

類型③：WM 会社は伝統的販売チャネル、AM 会社はインデックス運用中心の金融グループ

類型④：独立型の AM 会社

図表6は、①プロダクトガバナンス、②費用対効果、③過剰コスト回避、④開示と報告の強化、⑤研修と文化、⑥テクノロジーとイノベーション、⑦運用するファンド（マネージャー）の価値評価、の7つの規制対応における必須要件を一覧にしたものである。これによって AM・WM 各社、それを傘下に置く金融グループの規制対応とビジネスモデルの変革を評価する。それらをベースに類型①～④のそれぞれに属する金融グループの評価を一覧としてまとめたものが図表7である。

図表5 大手欧州・英国の金融グループの傘下のAM会社とWM会社に関連する付加価値による類型化



以下に類型①～④の金融グループの規制対応の評価が高い対応事例を挙げていく。加えて、規制対応がビジネスモデルの変革につながっている事例を挙げていく。

2. 類型①に属する金融グループの対応事例の特性：AM会社によるグループネットワークのWM会社の付加価値強化

類型①に属する金融グループの付加価値は傘下のAM会社とWM会社の連携強化である。そのためにAM会社は専担チームを形成し、グループ傘下のWM会社のマーケティング力の強化に専念している。同チームはWM会社と協議した後、社内でプロダクトガバナンスについて協議

し、ソリューションを検証してから販売開始している。

同チームは、従来のファンドからテラーメイドのマンデートのソリューションに加えて、プライベート・アセットまで幅広くカバーしている。その上で、WM会社の経営層のレベルから販売プロセスまで、様々な側面に関与している。

グローバルレベルでは、全社のWM部門の戦略を決定するため、グループ傘下の販売会社全体を統括するCEOと協議している。その後、運用商品の提供について協議し、最後に個別の販売会社と協議する。このように、異なるレベルにおいて、商品コンセプトの方向性、ソリューション開発・販売の要望等を踏まえて、全社のWM部門の戦略的な決定を下す。この決定を踏まえて、個

図表6 欧州および英国の個人投資家保護規制へのWM・AM会社の対応と評価軸

項目	概要
全体	●欧州のWM・AM会社は、プロダクトガバナンス、バリュー・フォー・マネー、過剰コストの防止に関する包括的な要件を含む、MiFID IIなどの強化されたEU個人投資家保護規制（行為規制）に積極的に適応してきた。 ●IM（投資運用会社）がこれらの規制に対応してきたいくつかの方法を以下に示す。
規制対応①： プロダクト ガバナンス・ フレームワーク	●組成会社は、金融商品がターゲット市場のニーズを満たす方法で設計・販売されるよう、堅牢なプロダクトガバナンス・フレームワークを導入。これには以下が含まれる。 ✓ターゲット市場評価：各商品のターゲット市場を特定・定義し、対象投資家にとって適切な商品であることを保証。 ✓商品テスト：商品が期待通りのパフォーマンスを発揮し、ターゲット市場への適合性を維持していることを確認するため、定期的なレビューとストレステストを実施。 ✓販売戦略：販売チャネルが定義されたターゲット市場に適合し、販売業者が商品の特徴とリスクについて十分な情報を得ていることを確認。
規制対応②： 費用対効果	●組成会社は投資家にとって費用対効果の高い商品を提供することにますます注力しており、これには以下が含まれる。 ✓コストの透明性：投資商品に関連するコストと手数料に関する明確かつ詳細な情報を提供することで、投資家が十分な情報に基づいた意思決定を行えるようにする。 ✓比較分析：競争力のある価格とパフォーマンスを確保するために、商品を同業他社と比較評価し、費用対効果を実証する。 ✓手数料体系：過剰な手数料を回避し、投資家の利益と整合を図るため、手数料モデルの見直しと再構築を行う。
規制対応③： 過剰コスト回避	●組成会社は、以下の方法で過剰コストを削減するための措置を講じている。 ✓コスト監視：コストと手数料を継続的に監視するシステムを導入し、それらが正当かつ適正な水準にあることを確認する。 ✓効率性の向上：業務とプロセスを合理化することで不要なコストを削減し、顧客にとっての全体的な価値を高める。 ✓規制遵守：すべてのコストが規制要件に準拠していることを確認し、必要と思われる手数料についてはその正当性を示す。
規制対応④： 開示と報告の強化	●組成会社は、MiFID IIの要件に準拠するために、以下の開示を強化している。 ✓販売前および販売後の情報：透明性を確保し、投資家の信頼を維持するために、包括的な販売前情報と継続的な販売後報告を提供する。 ✓パフォーマンス報告：ベンチマークとの比較や差異の説明を含む、投資パフォーマンスに関する詳細なレポートを提供する。
規制対応⑤： 研修と文化	●以下の方法で組織内のコンプライアンスと投資家保護の文化を推進。 ✓スタッフ研修：規制要件と投資家保護の重要性についてスタッフが十分に理解できるよう、定期的な研修セッションを実施。 ✓倫理基準：投資家の利益を最優先する倫理的な行動と意思決定を奨励。
規制対応⑥： テクノロジーと イノベーション	●規制遵守と投資家保護の強化のため、以下のテクノロジーを活用。 ✓自動化されたコンプライアンスツール：ソフトウェアソリューションを活用してコンプライアンスチェックを自動化し、規制基準の遵守を確保。 ✓データ分析：データ分析を活用して顧客ニーズをより深く理解し、商品ラインナップを強化。
規制対応⑦： 運用するファンドの価値評価(Assessment of Value; AoV)(英国のみ)	●AoVのプロセス:7つの最低限の考慮事項やその他の特定の事項を指定することを除いて、AoVの実施方法を規定していない。 ●AFMボードの評価とフレームワークによって提供されるデータにギャップが残る：企業が優れたフレームワークを持っていた場合でも、フレームワークによって提供されるデータとAFMボードが到達した価値の結論との間にギャップがある。

（出所）現地取材、公開資料をもとに大和総研作成

別の販売会社の商品・ソリューションの方向性について検討し、AM会社内の検証プロセスを経て、販売会社の現地拠点を訪問する。多数の国で展開されているため、各国の販売会社レベルでの検証が必要となる。まずは、現地拠点を訪問する前に、

サンプルレベルでの検証を行い、その後、実地での検証を行う。ソリューションの現地特性への適合性、コンプライアンス、法的規制、登録などをすべて検証する必要がある。現地チームと協力して検証を行い、WM部門と協力して、現地販

図表7 4つの類型別の規制対応の状況とビジネスモデルの変革の状況（想定）

項目	概要	類型①	類型②	類型③	類型④ - 1	類型④ - 2
全体	ビジネスモデル変革	△	△	◎	◎	◎
	行為規制対応	○	○	○	◎	◎
規制対応① プロダクトガバナンス・ フレームワーク	ターゲット市場評価	○	△	○	◎	◎
	商品テスト	◎	○	◎	◎	◎
	販売戦略	◎	○	◎	◎	◎
規制対応②： 費用対効果	コストの透明性	△	△	◎	◎	◎
	比較分析	△	△	◎	◎	◎
	手数料体系	△	△	◎	◎	◎
規制対応③： 過剰コストの回避	コスト監視	△	—	◎	◎	◎
	効率性の向上	△	—	◎	◎	◎
	規制遵守	△	—	◎	◎	◎
規制対応④： 開示と報告の強化	販売前および販売後の情報	○	△	○	◎	◎
	パフォーマンス報告	○	△	○	◎	◎
規制対応⑤： 研修と文化	スタッフ研修	◎	○	○	◎	◎
	倫理基準	◎	○	○	◎	◎
規制対応⑥： テクノロジーとイノベーション	自動化されたコンプライアンスツール	◎	△	◎	◎	◎
	データ分析	◎	△	◎	◎	◎
規制対応⑦： 運用するファンドの価値評価 (英国のみ)	承認されたファンドマネージャーのAoV	—	—	—	◎	◎
	AFMボードのガバナンス力	—	—	—	◎	◎

(注) 図表内の個人的評価を示す◎、○、△について、◎は相対的に非常に優れている、○は優れている、△は普通を示す。
(出所) 2025年3月の欧州出張における取材をもとに大和総研作成

売会社がプロモーションを開始する。それと同時に、同チームは販売会社のマーケティング能力を確認するために、ターゲット顧客層の顧客属性に適した商品の選択を可能とする販売会社のコミュニケーション能力を判断する。これらを踏まえてAM会社は、販売会社のマーケティング能力が、カバーするターゲット市場の特性に適しているかどうかを判断し、販売戦略を決定する。

グループ内の販売会社はその規模に応じて分類されており、各販売会社には、異なる種類の顧客層が存在している。販売会社は、AM会社がプロダクトガバナンス規制において定める必要のある組成した各運用商品の想定顧客と、販売会社の想定顧客を照合して、どの運用商品がどの顧客層に

適しているかを定義する必要がある。

このように、類型①に属する金融グループでは、傘下のAM会社が全社的なプロダクトガバナンスの規制対応をしながら、WM会社のマーケティング力を高めて、自社の運用商品をターゲット顧客に販売できる体制を整備し、AM会社とWM会社の連携という付加価値を高めている。

3. 類型②に属する金融グループの対応事例の特性：ターゲットを富裕層に限定しプライベートバンク機能強化

類型②に属する金融グループは、15年以上前に中核の大規模な資産運用会社を売却し、プライベートバンクに注力している。ターゲットは超富

裕層（ハイネットワース）の顧客である。ただし、依然、小規模の資産運用会社は保有している。資本市場と強力な関係を築くキャピタルマーケット部門を擁しているため、機関投資家向けの資金運用あるいは仲介業務をしている。

AM 会社の経費比率は、経営陣が AM ビジネスと WM ビジネスのどちらに重点を置くかを決定する上で非常に重要な要素である。今後の AM ビジネスの投資家保護規制対応のコスト負担、プロダクトアウト型のビジネスモデルの付加価値は低下していくことなどを考慮すれば、機関投資家向けの高度なアドバイザリーが必要なビジネスの機能を応用し、富裕層向けの WM ビジネスに経営資源を注力するという戦略的な方向性に問題はないと考える。ただし、グローバルなアセットクラスのリーチが不足していることは確かであり、その機能をどのように補うかには課題がある。

欧州にはプライベートバンクが多数存在するが、超富裕層に焦点を当てているため、他のプライベートバンクに対して差別化されたポジショニングを維持している。加えて、超富裕層のニーズに対応するために、複雑かつカスタマイズされた商品の販売を可能とする高いマーケティング能力を有している。例えば、ETF の販売でも差別化戦略を採用し、ニッチ商品ではないものの、ハイレベルにカスタマイズした商品や複雑なリスク商品を販売している。同時に、適切なターゲット顧客層を選定しなければならない。各顧客のリスク許容度やリスク吸収能力を評価する必要があり、これについては、プライベートバンカーが顧客とのリレーションの中で顧客属性データを蓄積し、デジタル化している。

一般的に欧州諸国の資産運用業界は非常に閉鎖的であるため、サードパーティの資産運用商品を

販売することはできる（オープン・アーキテクチャ）ものの、リテール投資家を対象とする場合、オープン・アーキテクチャでの販売は限定的である。ただし、機関投資家に販売する商品はオープン・アーキテクチャである必要がある。機関投資家向けのオープン・アーキテクチャをベースとしたサービスを応用し、プライベートバンクとして、アセットアロケーションだけではなく、ベンチマークを上回るパフォーマンス（コストパフォーマンスを含む）の資産運用商品を選択できることで付加価値を生み出している。

外部の AM 会社が想定するターゲット顧客と異ならないように、EMT ファイルも含め多くのファイルを確認する必要があるが、負担が増しているが、AM 会社が想定するターゲット市場を確認するために EMT ファイルを取得することは重要である。マーケティング上、ターゲット市場に WM 会社のターゲット顧客が含まれているかを確認する必要があるが、顧客にとって適切な商品を提供するためには重要なプロセスである。しかし、データコストがますます高くなるため、効率化の観点から、これまでのデータ取得プロセスを、システムの改善も含めてリストラクチャリングする必要がある。

類型②では、ターゲット顧客層を超富裕層に定め、機関投資家向けの高度なサービスを応用した効果的なリテール WM ビジネスモデルが強みとなっている。

4. 類型③に属する金融グループの対応 事例：テクノロジーを活用した高度なプロダクトガバナンス体制とグループの販売会社への応用

類型③に含まれる金融グループは、テクノロジーを活用した高度なプロダクトガバナンス体制とグループの販売会社への応用に強みを持つ。インデックスの運用商品を中心とした大手のグローバルな AM 会社であることから、リテール投資家を直接対象としないため、MiFID II や PRIIPs の規制を受けないが、グループ内外の販売会社との契約上、MiFID II の枠組み、PRIIPs の規制に準拠した運用商品を組成して提供する必要がある。

1) プロダクトガバナンスの体制

類型③に属する金融グループ傘下の AM 会社は、プロダクトガバナンス体制について、テクノ

ロジーを活用した大規模な仕組みを構築している。グローバルレベルでプロダクトの商品テストを実施し、商品の承認を実行できるプロダクト委員会が、デジタルツールを含む堅牢なプロダクト・ガバナンス・フレームワークを活用し、プロダクト・ライフサイクルの管理とコンプライアンス確保に取り組んでいる。

運用商品に付随するリスク、特に流動性リスクなどの開示の透明性を維持しながら、AM 会社の想定顧客の精緻なプロファイリングを前提とした運用商品の提供というバランスの取れたマーケティング・アプローチを行うことが重要である。ただし資産運用業界全体でみれば規制遵守とコスト管理の課題は山積している。このため、自社内の基盤を同業他社にアウトソースすることも想定している。

2) OCIO ソリューションの提供体制

WM 会社として、AM 会社は保有しないもの



の AM の機能を社内に有している場合、その機能を維持するためのコスト負担は、プロダクトガバナンス規制、あるいは VFM への対応を考慮すれば増加していく。このため、同金融グループでは、グループ内の販売会社に OCIO ソリューションを提供している。ただし、AM 会社で OCIO を実行できる能力を持つ企業は多くない。資産戦略ソリューションに対する明確な解決策があることに加え、大規模かつ効率的に差別化する能力を必要とする。規制が強化されると資産運用のコストが高くなるため、このような状況が生まれている。アクティブ運用は縮小して、パッシブ運用やプライベート・アセットが増加していることも背景にある。OCIO ソリューションを提供できるのは、規模と同時にアクティブ運用、パッシブ運用、ETF、オルタナティブ商品など、あらゆる資産クラスを効率的に網羅できているからである。

コスト効率についても考える必要がある。アセットアロケーションをする場合、規模があれば仕入れコストも安くなると同時に、オンラインの販売チャンネルにコストの安いファンドを提供することができる。

類型③に含まれる金融グループの付加価値は、AM・WM 業界のプラットフォームビジネスが強みといえる。具体的には、グループ内の WM 会社に対して OCIO ソリューションを提供しながら連携を強化し、グループ外の WM 会社にも同ソリューションを提供している。加えて、堅牢なテクノロジーを活用したプロダクトガバナンス基盤をアウトソースできるソリューションの提供も検討している。

ここまで類型①から③までの事例を見てきたが、各金融グループは、各グループ傘下の AM・

WM 会社の強みの維持を見据えながら、プロダクトガバナンス規制強化のために経営資源を投入している。ただし、VFM の導入が最終化されていないため、コストパフォーマンスの対応が不足していると考えられる。

3 章 英国大手 AM 会社による “規制対応をビジネスモデルの変革へ”

英国の AM 会社は、1 章で述べた通り、EU 加盟諸国よりも VFM の導入が早く、規制対応が進んでいる。特に、コストパフォーマンスを軸として既存のビジネスモデルの変革が進んでいる。

1. 類型④ - 1 に属する金融グループの 対応事例：ファンドの取捨選択、過剰コストの解消等の構造改革が進む

1) ファンドの統廃合の判断とプロダクトガバナンス

類型④ - 1 に属する金融グループ傘下の AM 会社は、AoV 等の規制上、ファンドを定期的に見直すことが求められている。取り扱う資産運用商品の性質に応じて年に 1 度見直しを行っている。顧客にとって適切か、商業的に採算が取れるか、想定していた資産流入はあったか、パフォーマンスは適切か、当初の見込み通りの成果を上げているか、今後も希望通りの運用を続けられるか、といった点の見直しを行っている。その結果によっては、ファンドが閉鎖されるまでに至るケースもある。スケールメリットをベースとしたファンドの利益還元の能力にマイナスの影響が出ている、あるいは市場にとって適切なものではないと判断された場合、最終的にファンドを閉鎖する。

AM 会社のガバナンスはこうした観点からも機能している。

これに加えて、プロダクトガバナンス規制強化は AM 会社のプロダクトアウト型の企業文化を変革させており、顧客のニーズに基づきファンドの組成を行うことが組織的に導入されており、効果は高いと考えられる。例えば、ファンドマネージャーを守るためのファンド維持の脱却のために、プロダクトガバナンス規制をベースに収集した顧客の属性データとコストパフォーマンスのデータを活用できる。客観的なデータによるコストパフォーマンスを踏まえて顧客が期待するパフォーマンスの通りにならなければ、顧客のニーズに適合したファンドとはいえないという結論に至る。その結果、当該ファンドに対してファンドマネージャーの変更、運用プロセスの変更、目標設定変更などが必要となる。

2) 組成プロセスの透明性の向上による過剰コストの解消とファンド付加価値向上の両立に向けて

プロダクトガバナンス規制と AoV によって、AM 会社は運用商品の組成プロセスの期間とコストの透明性を高める必要がある。確かに、これを実行するには膨大なレポートが必要となるが、コストパフォーマンスにおいて適切なマージンを確保できているかを裏付ける客観的な証拠となる。FCA⁷⁾ は、AM 会社はファンドでかなりのマージンを確保しているものの、その利益を顧客に還元できていないと指摘している。さらに、マージンは適切か、規模などを考慮した上でマージンを下げていないかなど、判断を求めている。その判断

結果に基づいて、AM 会社は適切なマージンの範囲内にあるかどうかを集計して公表している。これによって、過剰コストを投資家に負担させていないかについて、FCA も投資家も判断できる。インデックス商品が増えている中で、アクティブファンドのマージンとコストの透明性が問題となっている。つまり、アクティブファンドはよりコストパフォーマンスの透明性を高める必要がある。手数料控除後のファンドのパフォーマンスは投資家にとって非常に重要であり、その観点からアルファを生み出すためには、手数料は適切な水準でなければならない。

一方、インデックスファンドは、非常に低い手数料を明確に目指してきたが、その反面、付加価値の提供も重要である。例えば、インデックスソリューションの提供、ESG への対応、特定の要因に着目して銘柄のウェイトを傾斜させて高い収益を目指すティルト戦略など、様々な要素を組み込むことで付加価値を生むことが可能となる。つまり、より高度なインデックスファンドの実現が可能となる。

このように、様々なコスト規制に対応しながら、さらなる運用商品組成の工夫を通じてコスト削減と付加価値の向上の両立が実現できよう。

3) 販売会社のフィードバックをマーケティングに活用（パーソナライゼーション）

AM 会社は、販売会社からのフィードバックをマーケティングに活用している。これは販売会社が AM 会社の資産運用商品を採用し続けることに狙いがあるが、販売会社からのフィードバックを使って AM 会社の商品組成の方向性に関する

7) “UK FCA multi-firm review: Authorised fund manager’s assessments of fund value 2023” の中の “What else do I need to know about the FCA’s second AoV review?”

意思決定を行うことも可能となるからである。消費者義務（コンシューマーデューティ）は約2年前に導入されたばかりである。大手のAM会社でも、これに沿って消費者義務の報告書の作成を開始するまでの準備期間として1年程度を要する。今後は、販売会社からのフィードバックの頻度を高め、その情報を活用して顧客のニーズ合わせた、あるいはパーソナライズに活用するなど、情報の好循環をAM会社と販売会社の間で創出する必要がある。

AM会社内のファンドを取捨選択するという“ハウスキーピング”を実施することによりファンドのラインアップを顧客のニーズに近づけることは、ファンド全体の付加価値を高めるために重要である。さらに、間接的には付加価値が高いパーソナライゼーションにつながっていくファーストステップと考えられる。欧州では、AM会社が販売会社と契約する場合、パートナーとなり得る可能性が高いと考えられている。これを踏まえて、AM会社と販売会社の双方向の情報の流れが良好になり、販売会社からのフィードバックはスムーズに取り入れられ、販売会社が必要とする資産運用商品の情報を販売会社に提供するという情報の流れも非常にスムーズになると考えられる。

2. 類型④ - 2に含まれる金融グループの事例：大手AM・WM会社のコスト削減と付加価値向上を両立させるプラットフォーム

1) 欧州における規制対応とビジネスモデル変革の関係性

類型④ - 2に含まれる独立型AM会社は、欧州の投資家保護規制（誘因手数料禁止、VFM、プロダクトガバナンス等）への対応がWM会社

の顧客ニーズを踏まえたマーケティング体制を強化し、WM業界の変革のダイナミクスを形作っていくと認識している。このため、WM会社のビジネスモデルの進化は、マーケティング力、特に資産運用におけるポートフォリオの提案力を強化できるかに左右される。AM会社は、中央集権型のCIOを活用したポートフォリオの提案力の強化により、顧客からの資金フローにおけるシェアを大幅に増やすことが可能となる。シェア拡大によりAUM（資産運用残高）の規模を増やすことで、コストパフォーマンスと付加価値を追求できるように規模の経済を活かして経営資源を投入し、従来型のアドバイザリーモデルを進化させ、差別化を図る。

さらに、投資家保護規制対応を強化しながら生産性を高めるためには、顧客ニーズの把握とともに、顧客をデジタルツールに適應させることが重要である。これらへの対応は、マス富裕層などの新しい顧客セグメントをグリップする鍵となる。同時に、ファイナンシャル・プランニングのツールとそれを利用するフィナンシャル・アドバイザーの能力の向上、顧客への効果的なエンゲージメントを高めながら大規模かつパーソナライズされたソリューションを提供する仕組みが必要となる。

新しい資産運用商品を活用することで、ポートフォリオの提案力は進化する。例えば、インデックスのシェアを拡大しながら、選択できるアクティブの資産運用商品のラインアップを充実させ、さらにプライベートマーケットの商品を幅広くカバーしていることが、コストパフォーマンスを踏まえた上で、顧客の求める資産運用のパフォーマンスにつながる可能性が高まる。加えて、SMAなどのリテール向け投資一任商品を組

成する“資産ラッパー”としての高い能力を有し、さらに資産運用ポートフォリオ全体におけるイノベーションを生み出す能力を強化することは、顧客へのサービスモデル向上の鍵である。

一般的に欧州のユニバーサルバンクの傘下にある AM 会社は、生産性の高い運営モデルを目指すために、効率的に規模を拡大させることが重要となる。前述したように、新しいアドバイザリー・サービスモデルを強化しながら新しい資産運用商品市場への参入を可能にするためには、統合による規模の拡大が効果的かつ効率的である。ただし、規模の拡大を追求しながら生産性を高めるためには独自路線（オーガニック）では限界がある。このため、これらの分野にソリューションを提供できる外部企業（外部プラットフォーマー）とのパートナーシップの拡大と、それらの企業からの戦略的な経営資源のインソーシング（導入）を活用し、それによってプラットフォームを強化することが

重要となる。外部のプラットフォーマーから、テクノロジーあるいはインフラストラクチャーを導入することで、AM 会社のバリューチェーンだけではなく、それらを活用するグループ内の WM 会社のバリューチェーンの付加価値が向上する可能性が高まる。

2) WM 会社は第三者の優れた機能をインソーシングすることでビジネスモデルを変革

類型④ - 2 に属する金融グループは、この外部プラットフォーマーになることで、AM 会社としての存在価値を高めている。具体的には顧客と提携して資産運用決定プロセス（≒ CIO）を管理するという“インソーシング”のサービスモデルを展開している。CIO 機能の“アウトソーシング”は完全な CIO の外部委託であるが、ここでいう“インソーシング”とは、顧客の内部に



ソリューション部隊を派遣して、資産運用の決定を管理する体制を顧客と連携して構築していくことである。ただし、この“インソーシング”のソリューションを提供するためには、規模と専門性の側面での圧倒的なアドバンテージを有する必要がある。欧州ではユニバーサルバンクが WM 会社と AM 会社の両方を管理することが多いが、資産運用の決定をサードパーティの AM 会社に委任するというケースが増えている。これは、規制コストが増加して、自行が保有するキャプティブな AM 会社（100% 保有の AM 子会社）を再構築するユニバーサルバンクが増加しているためである。欧州の WM 会社は買収を通じて成長したが、付加価値の向上は、その買収効果では図られず、逆にコアコンピタンス（付加価値の源泉の強み）が断片化するという課題に直面している。このため、同社では OCIO ソリューションを欧州の WM 会社に提供し、コスト削減と付加価値の改善を両立させている。

4章 日本へのインプリケーション

1. 欧州のインプリケーション

欧州でも貯蓄から資産形成へのシフトが強まる傾向にあり、欧州の大手金融機関は、AM・WM 市場の今後の成長に期待を持っている。ただし、AM・WM ビジネスの事業環境は厳しく、加えて欧州の投資家保護の規制によるコスト負担が増えて収益性が低下することが想定されている。このため、自社のビジネスモデルの現在の特性を分析し、コアコンピタンスを再認識した上で、規制対応をしながら、金融グループにおける現在の AM・WM ビジネスモデルのコスト削減、付加価値の向上の両立を目指している。

欧州の投資家保護規制では、リテール投資家に資産形成の目標を踏まえてもらい、かつリスク許容度、損失吸収力等、顧客属性に合わせた適切な資産運用商品、運用ポートフォリオを提供する、つまり不適切な商品を提供するミスセリングを回避することが基本原則に貫かれている。投資家保護規制の詳細への対応にこだわるあまり、この基本原則に対する本質的な対応を怠り、現状のビジネスモデルの変革に取り組んでいかないと、現在あるコアコンピタンスが失われていくことになりかねない。この変革の取り組みでは、個社では対応が難しい業界全体での取り組みが必要な課題もある。例えば、1 章で述べたように、英国では独自にプロダクトガバナンス規制強化が進展していったが、MiFID II の EMT というテンプレートが導入されると、業界全体で活用するという動きが広まり、組成会社と販売会社の顧客情報の交換がスムーズになったと、今回の出張でも聞かれた。さらに、投資家保護の基本原則に本質的に取り組むために、金融グループ内で AM・WM 会社に分散していた重複機能を整理して、不必要な機能は削減し、必要な機能は集約することで、コアコンピタンスの強化とコスト削減の両立を図っている金融グループも見られた。それでも単独で対応することが難しい場合には、他社の AM・WM 会社との統合・合併を戦略的に選択する金融グループが存在する。さらに、それを後押しするプラットフォーマーの存在も重要である。

特に、AM 会社は、規制対応のコスト負担と手数料の低下する事業環境の悪化を踏まえて、“1 兆ドル”の AUM が収益性を維持する必要条件と言われてきたが、欧州の現状では“2 兆ドル”の AUM を目指す AM 会社間の統合が見られる。統合・合併までには進まないものの、CIO 機能を

外部に委託する OCIO を、コスト削減と付加価値向上の両立に活用している金融グループも見られた。

これらを踏まえると、欧州の投資家保護規制の基本原則に対して本質的に取り組むために、金融グループの現状の課題を客観的に判断し、コスト削減と“強み”の強化のため、中長期的なビジネスモデルの変革に早めに着手することが重要である。

2. 日本へのインプリケーション

日本では、2024 年 9 月に金融庁が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂版において、プロダクトガバナンスに関する補充原則が新たに追加され、基本理念や体制整備、金融商品の組成時の対応などが定められたことで、AM・WM 会社において対応が進んでいる。

金融庁は、2025 年の 7 月「リスク性金融商品の販売・組成会社による顧客本位の業務運営に関するモニタリング結果」では、「顧客本位の業務運営に関する原則」及び各種規程等を踏まえ、「プロダクトガバナンス態勢」に関しては、特に顧客の最善の利益に適う金融商品の組成・導入・改廃の取組状況に、「販売・管理態勢」に関しては、特に顧客の資産状況、取引経験、知識、取引目的、ニーズ等に適う金融商品の推奨・販売、販売後のフォローアップの取組状況に着眼して検証する必要があるとしている。

さらに、経営理念・ビジョンを出発点とし、「リテールビジネス戦略」、「取組方針」、リソース配分、業績評価体系等を整合的に策定し、実効的に機能するよう取り組むことが重要としている。また、顧客本位に基づく金融商品販売を実践するためには、PDCA サイクルを、実効性を持って継

続的に実施していくことが重要であるとしている。さらに販売会社等においては、経営陣のリーダーシップの下、自らの主体的な創意工夫の下で顧客との共通価値を創造し、持続可能なリテールビジネスを構築することを通じて、顧客本位の良質な金融商品・サービスを提供し、国民の安定的な資産形成を支援することを期待しているとしている。

これらの金融庁の方針に対して本質的に取り組むために、金融グループの現状の課題を客観的に判断し、コスト削減と“強み”の強化のため、中長期的なビジネスモデルの変革に早めに着手することが重要であろう。

特に、日本の大手金融グループでは、欧州の金融グループの類型①、類型②に当てはまる場合が多く、AM 会社と WM 会社の連携、WM 会社のマーケティング力の強化において、コスト削減と付加価値強化が図れるかがポイントとなる。

欧州と異なる部分として、日本には、グローバルなマルチアセット型の AM 会社が存在しない。日本の大手の金融グループが取り得る戦略として、AM 会社の規模を上記のグローバルな AM 会社まで拡大していくことが挙げられる。図表 8 は、欧米の大手 AM 会社の受託資産残高と営業利益率（受託資産残高対比の営業利益）の関係を見たものである。これを踏まえると、AM 市場のプライベート市場に特化して拡大していくか、パブリック市場に特化して拡大していくか、その間で AM 会社と WM 会社の連携を深めて、AM 会社を活用していくかの 3 つの戦略に集約されることが考えられる。確かに AM 会社の規模を拡大していけば、類型③と④のプラットフォームビジネスが見えてくるが、グローバルな AM 会社のガバナンス体制を含めてコントロールできるかは不

図表8 日本と世界の資産運用会社の運用受託残高と営業利益率の相関



(注) グレーの丸は日本の運用会社。GSAM は Goldman Sachs Asset Management、MSIM は Morgan Stanley Investment Management、Natixis IM は Natixis Investment Managers、L&G は Legal & General Investment Management。連結ベース、AUM の決算時期、為替換算等は、金融庁「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 (概要版)」5 ページの図表「日本と世界の資産運用会社の運用受託残高・営業利益 (兆円)」の注釈を参照。
(出所) 金融庁「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 (概要版)」5 ページのデータから大和総研作成

透明である。とすれば AM・WM の連携強化が妥当な戦略の落としどころといえよう。

ただし、AM 会社と WM 会社の付加価値の強化には、欧州の事例にあったように、投資家保護の基本原則に本質的に取り組むために、金融グループ内で AM・WM 会社に分散していた重複する機能を整理して、不必要な機能は削減し、必要な機能は集約することで、コアコンピタンスの強化とコスト削減の両立を図る金融グループになることが重要であろう。その戦略の延長線上に、業界内の再編が位置付けられることがさらに重要となろう。日本国内の金融グループでは、プロダクトガバナンスへの本格的な対応が始まったばかりであり、まだまだ基本原則、方針に正面から取

り組んでいる金融グループは少ないようにみられる。日本では、大手携帯キャリアによるネット金融の進出が加速化しており、加えて生成 AI、AI エージェント等のテクノロジーの進化が速く、5 年で業界環境が大幅に変化する可能性もあるため、想定よりも早めの対応が必要ではないか。

参考文献

- ・ European Parliament, Legislative Train Schedule, “EU strategy for retail investors,” 15 August 2025
- ・ Council of the EU, “Retail investment package: Council agrees on its position”, Press release 12 June 2024
- ・ EPRS (European Parliamentary Research Service) , “Retail investor package,” April 2024
- ・ Ernst & Young, “Where does the EU Retail Investment Strategy stand?”, 22 Mar 2024: https://www.ey.com/en_lu/insights/wealth-asset-management/where-does-the-eu-retail-investment-strategy-stand
- ・ 湊 基成、大久保 圭祐、川道 航「英国におけるプロダクトガバナンスの動向と日本への示唆」(三菱UFJ 信託資産運用情報) 2025 年 5 月号、三菱 UFJ 信託銀行

[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、
会社法、税制