



一般社団法人国際資産運用センター推進機構

東京における 資産運用ビジネスエコシステムの 現状

- 「国際金融都市・東京」実現に向けた課題整理

NOVEMBER・2019

JIAM

目次	
1. はじめに	2
2. 様々な視点からの資産運用ビジネスエコシステムの現状	2
①国内主要プレイヤーから見たエコシステムの現状と問題点	2
A) 機関投資家	3
B) 既存資産運用会社	10
C) 新興資産運用会社	10
D) 年金コンサルティング会社	12
②海外プレイヤーから見たエコシステムの現状と問題点	14
3. 「国際金融都市・東京」実現に向けた課題の整理	16
①新興資産運用会社の参入活性化と成長支援	16
②資産運用会社によるフィンテックサービスの活用	18
4. まとめ	19
付録①. 「資産運用等に関するワーキング・グループ討議資料」からの引用	20
付録②. 資産運用ビジネスエコシステムの概観	22

1. はじめに

本ペーパーの目的

2017年11月に東京都が「国際金融都市・東京」構想を策定・公表してから、海外向けプロモーションの役割を担う「一般社団法人 東京国際金融機構（FinCity.Tokyo）」の設立や「東京金融賞」の創設等、同構想の実現に向けた諸施策が進められている。

一方、国際金融都市としての存在感を示す指標のひとつとして用いられる「グローバル金融センター指数」（Z/Yenグループ）では、直近2019年9月時点の東京のランキングはアジアの諸都市よりも低い6位となっており、「国際金融都市・東京」構想策定時の5位よりも後退した状況にある¹。

東京が国際金融都市としての存在感を高めるための長期的な取組みの過程で、定点的にその時点の状況を正確に整理し、取組みに主体的に関わる関係者の間で共有するとともに、将来の振り返りのために記録をしておくことは、構想実現という目標達成のために必要な作業であると考えられる。

本ペーパーは、そのような考えに基づいて、東京における金融ビジネスエコシステム、特に「国際金融都市・東京」構想において重要な柱と定められた資産運用ビジネスエコシステムや同構想下の中心施策の一つである新興資産運用業者の育成²について、その現状と課題等を整理・記録するために作成するものである。

調査データ等について

本ペーパーにおいては、具体的な実像と客観的な正確性を担保するため、異なる視点を持つ様々なプレイヤーの意見等を活用し、2019年10月現在の東京における資産運用ビジネスエコシステムの状況の整理と記録を試みている。

使用する調査データや取材対象の意見等は、一般社団法人国際資産運用センター推進機構（以下、当機構）がこれまで約3年間にわたって行ってきた海外主要都市ロードショーでの個別ミーティングやラウンドテーブル、国内外で開催したセミナー、資産運用ビジネスに関わる主要プレイヤーに対する調査等を通じて得たものである。

2. 様々な視点からの資産運用ビジネスエコシステムの現状

本章では、当機構がこれまで国内外の資産運用ビジネスに関わる主要プレイヤーから得た意見や調査データ等を紹介することにより、様々な視点から、現在の資産運用ビジネスエコシステムの実像を浮かび上がらせていく。

1 国内主要プレイヤーから見たエコシステムの現状と問題点

まず、第1節では、東京の資産運用ビジネスエコシステムに対する国内の主要プレイヤーの意見や調査データを整理することにより、現状のバリューチェーンにどのような非効率性等がどこに存在するのか等、網羅的な可視化を試みる。

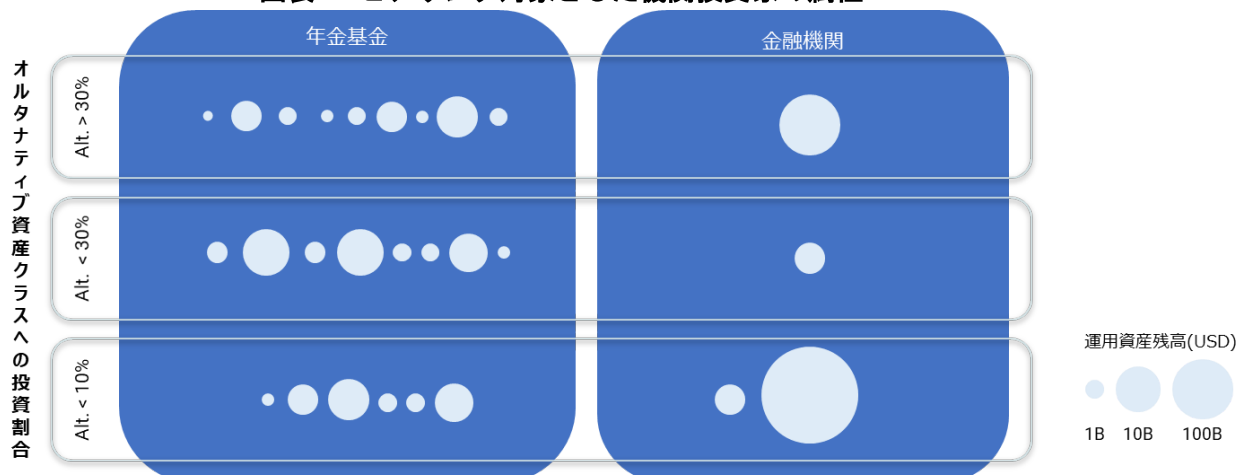
¹ 英国の研究機関であるZ/Yen社が発表する「グローバル金融センター指数（The Global Financial Centres Index 26）」については、ランキング入りしている都市に関わりがある組織が集計に関わっている（2007年から2010年はCity of London Corporationが、2010年から2015年はZ/Yen社とQatar Financial Center Authorityが、2015年以降はZ/Yen社とChina Development Institute社が集計を担当）など、その偏りの可能性が指摘されている。

² 日本には諸外国の国際金融センターと比べ資産運用業者が少ないことに加え、欧米やシンガポール等に見られるような機関投資家が新興資産運用業者(Emerging Manager: EM)に対して資金を預け、育成につなげる仕組みが存在しないことから、東京都は国内機関投資家に対しEMを育成する東京版Emerging Manager Program (EMP)ファンドを創設、運営するための補助金を設けている。

A) 機関投資家³

資産運用ビジネスエコシステムにおいて、資産運用資金の出し手として活動する機関投資家（年金基金、金融法人）に対して、業務へのIT導入状況や新興資産運用会社への運用委託等についてヒアリングを行ったところ、27の機関投資家から有効な回答が得られた（図表1 参照）⁴。

図表1 ヒアリング対象とした機関投資家の属性



これら機関投資家からは、資産運用会社や他のプレイヤーとのコミュニケーションや新興運用会社への資産運用委託、機関投資家自身が抱える非効率性、「国際金融都市・東京」構想等について、以下のような意見が得られた。

資産運用会社の運用報告資料に関する意見

- 「資産運用会社から提供される資産運用報告資料に掲載するデータの定義がバラバラで、統合して各社の比較をするのが困難である。」
- 「資産運用会社には、資産運用報告や顧客対応にかかるコストを削減し、資産運用に集中してもらいたい。」
- 「年金基金を監督する厚生労働省は、資産運用報告資料でのオルタナティブ資産運用の取扱いについての基準を設けるべきである⁵。」
- 「年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund, GPIF）や企業年金連合会が主導し、資産運用報告資料の標準化を行なうべきである⁶。」
- 「機関投資家同士の横の連携をより深めることで、資産運用報告資料のフォーマットの標準化を進めることができるのではないか。」

³ 詳しい定義については付録②参照。

⁴ 60以上の企業年金基金にヒアリングの申入れを行なったが、多くの企業年金基金から断られたことに加え、ヒアリングを実施しても有効な回答が得られなかった。また、複数の公的年金基金に対してもヒアリングを実施したが、公開されている投資運用状況等以外には、有益な調査データとなり得る回答は得られなかった。また図表1から回答した機関投資家が数多くオルタナティブ資産へ投資している（10%未満と回答したのが8基金・法人のみ）ことが見て取れるが、今回のヒアリングに対応した基金・法人というセレクション・バイアスが掛かった母集団故の傾向が出ているとも言えるであろう。

⁵ 運用受託機関への報告の請求について、厚生年金基金に対しては、「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（通知）」において、「理事長等は、運用受託機関に対し、少なくとも四半期ごとに、運用状況についての時価での報告を求めなければならない」と定められている。また、確定給付企業年金に対しては、「年金運用責任者は、運用受託機関に対し、少なくとも毎事業年度ごとに、運用状況についての時価での報告を求めなければならないが、四半期での報告などより高い頻度で報告を求めることが望ましい」と定められている。

⁶ 企業年金連合会では、厚生年金基金や確定給付企業年金がその事業運営を効率的に行なうことを支援するために、「企業年金 受託者責任ハンドブック」を作成・公表している。

資産運用報告資料のフォーマットが統一されていないことによる業務運営上の非効率性が大きく存在すると認識されている

資産運用会社とのコミュニケーション（運用報告資料以外）に関する意見

- 「運用パフォーマンスを正確に理解するために、資産運用会社の営業担当者ではなく、資産運用担当者と直接話がしたい。」
- 「資産運用会社が機関投資家へ営業を行なう際、親会社とスポンサー企業の間のビジネス関係をテコに、資産運用サービスの売込みを行なうべきではない。」

委託する資産運用業務の状況を正確に理解し、資産運用会社を監督するためにも、バイアスのかからないコミュニケーションのあり方が重視されている

信託銀行やその他プレイヤーとのコミュニケーションに関する意見

- 「資金管理を担う信託銀行から、紙やPDFファイルではなく、より使い勝手のよいフォーマットでデータ受領がしたい。」
- 「信託銀行が使用する資金管理システムは柔軟性に欠けており、資産クラスの調整すら困難である。」
- 「データ等授受の手段が効率的にならないのは、情報セキュリティに関する不正確な認識が存在するためではないか。」
- 「信託銀行や販売会社、年金コンサルティング会社等の主要プレイヤーが、より深くテクノロジーに精通する必要があるのではないか。」

資産運用会社以外とのコミュニケーションにおいても、使用する資料のフォーマットやデータの定義が統一されていないことに起因する非効率性が存在するとの認識がある

新興資産運用会社への資産運用委託に関する意見⁷

- 「AIJ事件以降に規制が強化されたことにより、オルタナティブ投資に伴うディスクロージャー資料の作成等の作業負担が大きい⁸。」
- 「オルタナティブ投資への理解は以前よりも進んだと思うが、やはりその投資割合が大きいと、『大丈夫か？』という懸念が寄せられる。」
- 「新興資産運用会社へ運用委託ができないのは、法規制に起因するというよりもマインドの問題であるように感じる。」
- 「人事制度としての年金運営の一環という考え方で資産運用を捉えており、資産運用が収益のドライバーであるという考え方が少ない。高い収益率を資産運用に期待する機関投資家は新興資産運用会社への運用委託を許容できるように思う。」
- 「日本で主流のFoFs（Fund of Funds）やMoM（Manager of Managers）の仕組みでは、機関投資家が優秀な新興資産運用会社に直接アクセスするのが困難である。」
- 「新興資産運用会社への資産運用委託で期待されるアルファが年率5%以上あれば検討したいが、アルファの見極めが難しい。」
- 「新興資産運用会社への資産運用委託を活性化するためには、東京EMP（Emerging Managers Program）のみならず、機関投資家自身の意識熟成や知見の向上も必要ではないか。」
- 「個々の新興資産運用会社の投資リターンが期待水準を下回っても、ポートフォリオ全体での総合投資リターンを重視する考え方を機関投資家が持つべきではないか。」

⁷ 本調査においては、「新興資産運用会社」は、運用受託残高が1百万米ドル未満、投資運用関連登録完了後5年以内の運用実績、大手金融機関・販売会社と資本関係にない運用会社と定義している。

⁸ 2012年に発覚したAIJ事件を契機として、厚生年金基金では、企業年金の理事の受託者責任を徹底する必要があることから、2012年9月に「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（通知）」について所要の改正が行われ、確定給付企業年金では、当該改正等を取り込む形で、2018年4月より「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）」が見直された。

新興資産運用会社への資産運用委託については、その難易度の高さを指摘する意見が多い一方、新興資産運用会社への委託そのものを否定的に捉える見方は少ない

機関投資家自身の非効率性等に関する意見

- 「金融庁や厚生労働省は、年金基金等の機関投資家に対して、より自主性を認めるべきである。」
- 「日本の機関投資家は十分な専門教育を受けていないこともあり、金融庁の検査等に備えて慎重に全てのデータを集めようとする傾向があるため、資産運用会社の資産運用報告に対する要求水準が高いのではないか。」
- 「多くの年金基金は厚生労働省のガイドラインの遵守に固執し、細かな数値確認に過度に注力するあまり、長期的な市場トレンドの捕捉等の資産運用行動を疎かにする傾向がある。」

機関投資家自身も、より主体性を持って資産運用業務や資産運用報告資料等のあり方について取り組むべきであるとの認識が存在する

機関投資家自身の人的リソース面の課題に関する意見

- 「機関投資家は、他の機関投資家との情報交換や専門セミナーへの出席等を通じ、資産運用能力の向上に努めるべきである。」
- 「機関投資家の資産運用責任者の人材市場が確立し、諸外国と比肩する水準の人材が確保できるようにならなければならない。」
- 「若い人材が不足しているという問題に対処するため、キャリアパスを明確に示すようにする等、若い人材の育成により注力すべきである。」
- 「資産運用以外に対応すべき事柄が増えており、人的リソースをどのように配賦すべきであるかを検討しなければならない。」

機関投資家が資産運用業務の高度化を進めるにあたって、人材育成を含め、その人的リソースを如何に充足させるかが重要であるとの問題意識が観察される

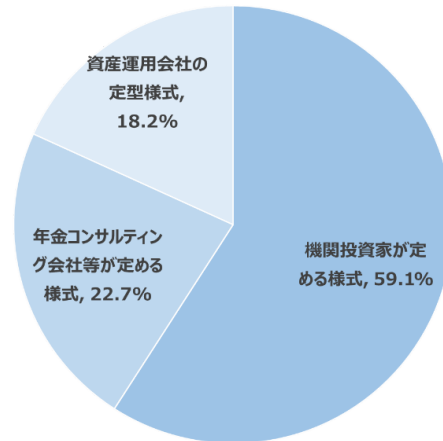
「国際金融都市・東京」構想に関する意見

- 「『国際金融都市・東京』プロジェクトは、より広範に機関投資家コミュニティにアプローチすべきである。」
- 「他の先進国と比べても、日本市場への参入障壁は実際には高くないように思われるが、重要なのはそれがどのように認識されているかではないか。」
- 「東京が国際金融都市になって、具体的に日本の機関投資家にどんなメリットがあるのか、その辺りの認識を一致させておくべきではないか。」
- 「資産運用業界の発展には、東京EMPの拡充のみならず、業界インフラの高度化等、様々なアプローチを進める必要があるのではないか。」

「国際金融都市・東京」構想の取組みにあたっては、機関投資家コミュニティとの対話を深め、共通認識を構築しておくことが重要であるとの考えが提示されている

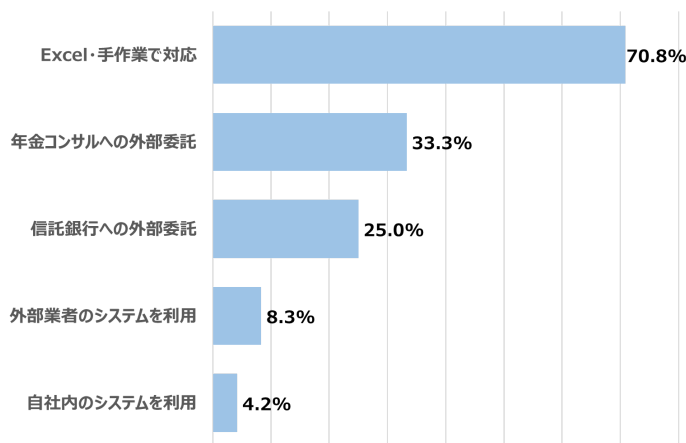
特に課題として指摘されることが多い「資産運用報告資料の作成」及び「新興資産運用会社への資産運用委託」に関する複数選択肢式の質問に対しては、以下のような調査結果が得られた。

図表2 資産運用会社に求める資産運用報告資料の様式



まず、資産運用報告資料の作成については、80%以上の機関投資家が、自身もしくは年金コンサルティング会社等が定めるカスタマイズされた様式での資料作成を期待しているという結果が得られた。

図表3 報告資料・データの処理方法（複数回答）

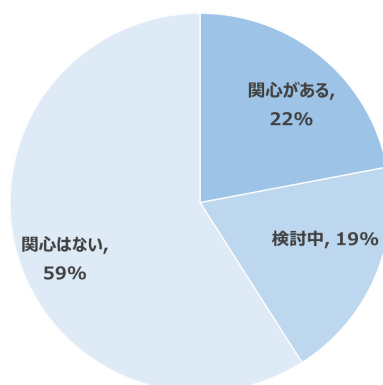


また、70%以上の機関投資家が、報告資料やデータの処理をエクセルや手作業で行っており、毎月平均4.3人日の工数を費やしていると回答した。

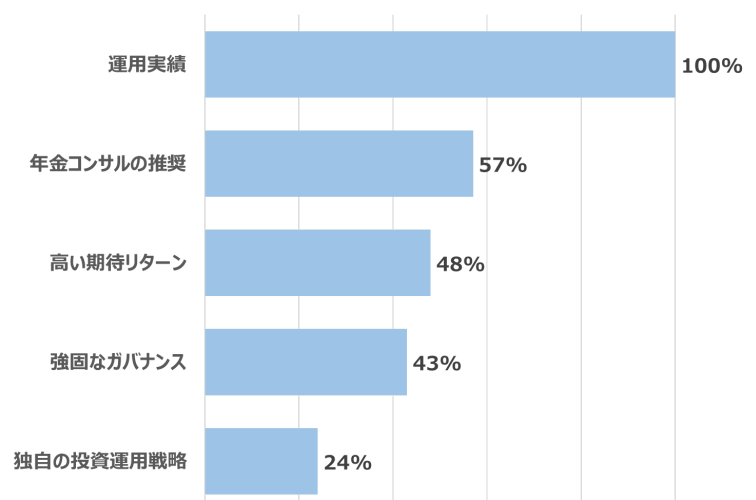
次に、新興資産運用会社への資産運用委託については、27の機関投資家のうち約44%が既に新興資産運用会社に委託を行なった経験があると回答したことに加え、その他にも以下のような調査結果が得られた⁹。

⁹ 脚注5に述べた通り、本調査においては、「新興資産運用会社」は、運用受託残高が1百万米ドル未満、投資運用関連登録完了後5年以内の運用実績、大手金融機関・販売会社と資本関係にない運用会社と定義している。また、ここでの新興資産運用会社への委託した経験には、海外の新興資産運用会社への委託や、FoFsを通じた委託も含まれている。

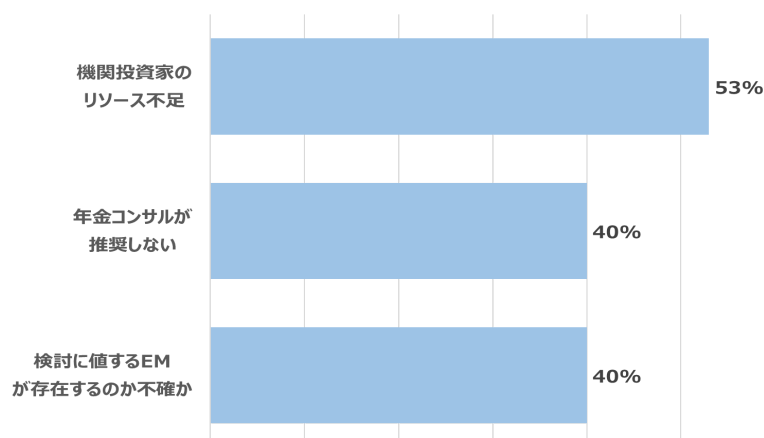
図表4 新興資産運用会社の活用に対する関心



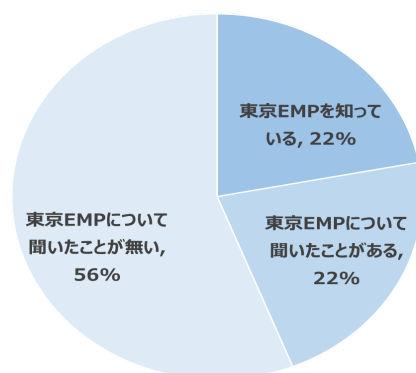
図表5 新興資産運用会社へ資産運用委託を決定する主要判断基準



図表6 新興資産運用会社への資産運用委託を阻害する要因



図表7 東京EMPの認知度



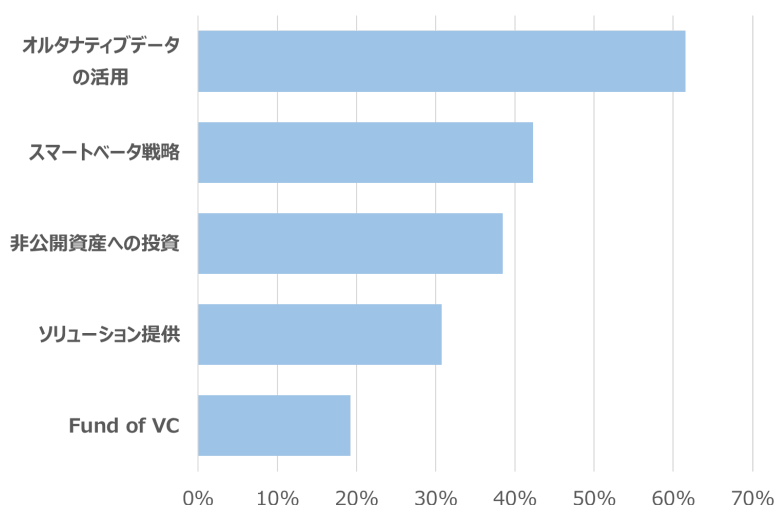
B) 既存資産運用会社

既存資産運用会社の事業活動をより効率化し、高い付加価値を提供するためのフィンテックの活用について、26社の既存資産運用会社に対してヒアリングを実施したところ、以下の調査結果が得られた。

図表8 ヒアリング対象とした既存資産運用会社（26社）の属性¹⁰

	大手資産運用会社	独立系資産運用会社
信託機能有り	5社	-
信託機能無し	9社	12社

図表9 今後注力する投資運用戦略



資産運用業務へのオルタナティブデータ等の活用可能性に関する調査結果

- オルタナティブデータの活用に関心を示した資産運用会社の多くが、現時点ではデータ利用が高額であることに加え、データカバレッジが小さいことを懸念している。
- 75%弱が資産運用活動でのAI活用は過度に期待されており、有効に活用するためにはオルタナティブデータのクリーニングが必要であると考えている。
- 90%弱はビッグデータを用いた資産運用活動を行なうにあたり、そのデータクリーニングや購入コストが課題であると考えている。

資産運用活動へのその他フィンテックの活用可能性に関する調査結果

- 65%弱がインデックス・トラッキングは人手によるところが大きく、自動化する余地が大きいと考えている。
- 80%弱が現時点では暗号資産（仮想通貨）投資は考えていない一方、20%弱は将来的に暗号資産がマルチアセット投資戦略に組み込まれる可能性を予想している。
- 40%弱がトークン化されたプライベート・アセットへの投資は、将来的に可能になると考えている。

資産運用報告資料作成へのフィンテックの活用可能性に関する調査結果

- 90%弱が、特に紙ベースの報告が一般的な大手年金基金等の機関投資家への手作業による資産運用報告を負担と感じている。
- 90%以上が資産運用報告資料の開示項目の標準化やクラウドでのデータベースの活用

¹⁰ 幅広い業務を行う信託銀行とそれ以外の運用業者の間ではレポーティングにあたってのテクノロジー活用等結果に差異が発生することを予想していたが、特に両者間では差異は見られなかった

が資産運用業界の競争力向上に資すると考えている。

- 平均的に50-75%の機関投資家向け資産運用報告資料が手作業で作成されている。
- 平均してフルタイム社員の30-40%が資産運用報告資料の作成に費やされている。
- 55%弱が多数のEUC（End User Computing）ツールが社員により開発・利用されており、彼らがそのようなツールの放棄を拒んでいると認識している。

その他業務へのフィンテックの活用可能性に関する調査結果

- 45%弱がフィンテックを資産運用サービスの販売に係るコストを削減するための手段と期待している（ex ロボアドバイザーは商品販売促進ツールとする考え方）。
- 50%弱が資産運用会社における業務改善よりも、当局登録申請やファンド登記、監査等にAIを活用するレグテックがより必要であると考えている。
- 50%弱がブロックチェーン技術は、単一の業務改善のためにではなく、バリューチェーン全体の効率化のために活用することこそが有益であり、これは金融機関個社で行われるよりも、当局や業界団体が主導すべきと考えている。

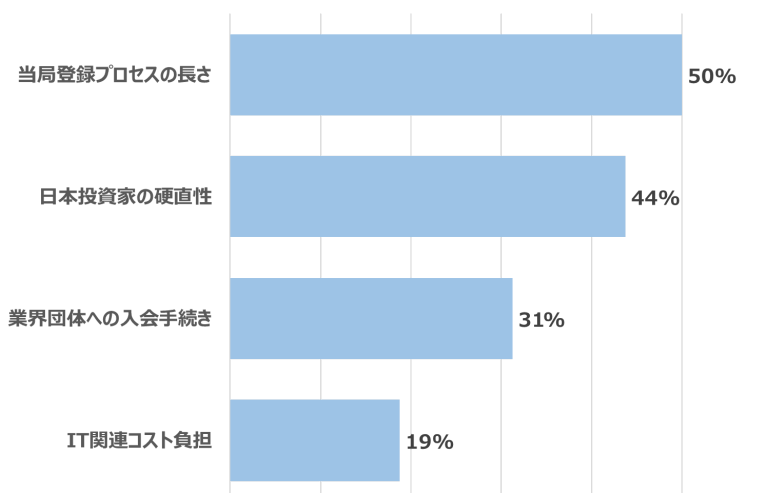
資産運用会社とフィンテック企業及びITベンダーとの関わりに関する調査結果

- 70%弱がフィンテックによる技術革新は必ずしも既存の金融ビジネスを破壊しないと考えている。
- 50%弱がフィンテック会社に期待するものはサービス・商品そのものよりも、優秀な人材プールであると考えている。
- 30%弱がフィンテック企業をITベンダーから紹介されるものの、あまり意味はなく、直接会話したいと考えている。
- 50%弱が社内の抵抗勢力が先端技術の導入のハードルになると考えており、フィンテック・エンジニアに対して、社内関係者を啓蒙する役割を期待している。

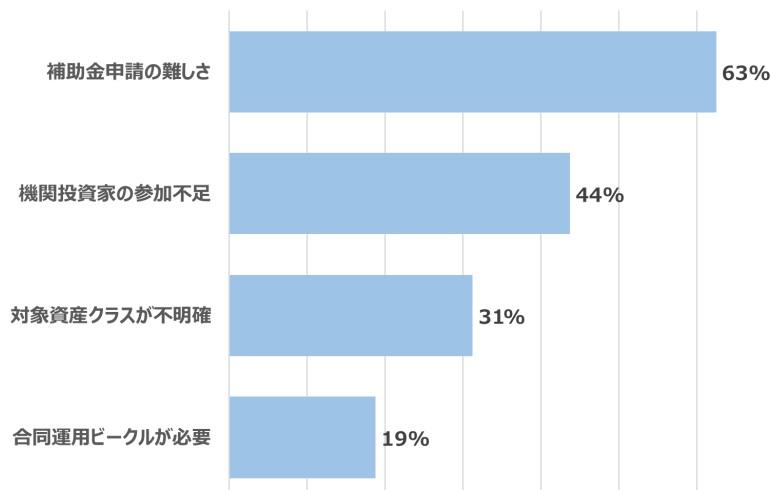
C) 新興資産運用会社

東京において新たに資産運用会社を創業したプレイヤー16社に対して、その創業に至るまでの困難や、「国際金融都市・東京」構想及び東京EMPに対する印象等についてヒアリングを実施したところ、次のような調査結果が得られた。

図表10 当初想定以上に困難だった創業準備



図表11 東京EMPに求められる改善点



また、資産運用会社の創業に際しての関東財務局への登録申請手続きや投資顧問業協会への入会手続きについて、新興資産運用会社からは、以下のような意見が得られた。

新興資産運用会社の創業に係る困難に関する意見

- 関東財務局への登録申請手続きにおいては¹¹¹²、
 - 「『てにをは』やフォント等、投資運用業の本質とは関係ない点を申請受付担当者から何度も指摘され、修正を指示された。」
 - 「申請書類について、簡潔に書くのではなく、文章を長くしたり、業務フローチャートを複雑に書いたりし、ページ数を増やすようにという指導を受けた。」
 - 「登録申請の形式要件に対応するためだけに、関東財務局の事務所に何度も出向く必要があった。」
 - 「一方、申請受付担当者からビジネスモデルや資産運用戦略、対象資産クラス等に関する本質的な質問を受けたことは一度もない。」
- 投資顧問業協会への入会手続きにおいては、
 - 「協会への入会は任意であるかもしれないが、当局や協会事務局からは入会は当然の義務であるかのような威圧があった¹³。」
 - 「入会申請の審議が行われる協会理事会の開催日が公開されておらず、不定期に開催されているようにも見受けられ、入会プロセスが不透明である。また、入会金が100万円と非常に高額である¹⁴。」
 - 「一方、協会入会の代替手段である弁護士会へのADR措置登録は毎日受け付けており、費用も安い¹⁵。」

¹¹ 金融商品取引業の登録申請においては、金融商品取引法第29条の2第1項及び金融商品取引業等に関する内閣府令第5条及び別紙様式第1号に定める登録申請書類並びに金融商品取引法第29条の2第2項及び第3項、金融商品取引業等に関する内閣府令第5条に定める業務概要書等の添付書類を提出する必要がある。

¹² 関東財務局HPの「登録に係るQ&A」のページでは、「申請してから登録を受けるまで、どのくらい期間がかかるのか」という質問に対し、「標準処理期間は2か月ですが、当該期間には、当該申請を補正するために要する期間や事前相談に要した期間等は含まれておりません」との回答が掲載されている。

¹³ 関東財務局HPの「登録に係るQ&A」のページでは、「一般社団法人日本投資顧問業協会に加入したほうがよいか」という質問に対し、「協会加入は任意となっております」との回答が掲載されている。

¹⁴ 投資顧問業協会HPの「入会手続き方法」のページでは、「理事会は原則として毎月1回開催されます」との記載がある等、協会入会プロセスに関する情報開示は一定程度行なわれている。また、入会金については、投資運用業者は100万円、投資助言・代理業者は20万円と定められている。

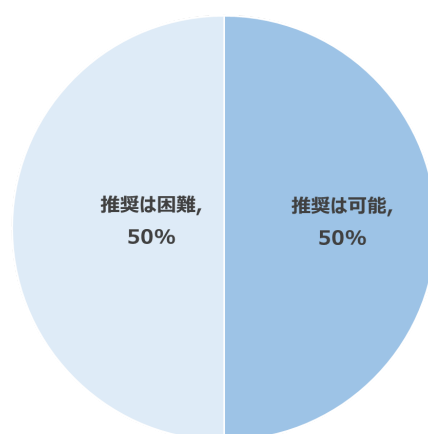
¹⁵ 東京三弁護士会（東京弁護士会・第一東京弁護士会・第二東京弁護士会）との協定書締結手数料として、6万円（税別）の支払いが必要となる。

関東財務局への登録申請手続きも、投資顧問業協会への入会手続きも、本質的な審査というよりも、形式面が重視されており、改善の余地が大きいという問題意識が存在する

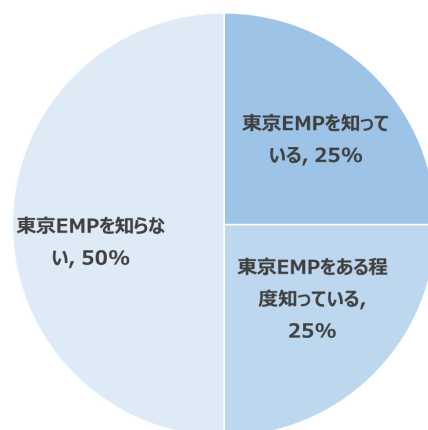
D) 年金コンサルティング会社

機関投資家である年金基金の資産運用に対して、専門的見地から助言を行なう年金コンサルティング会社からは、新興資産運用会社への年金資金の資産運用委託や東京EMPに対して、以下のような調査結果及び意見が得られた。

図表12 新興資産運用会社の推奨可能性（対象6社）



図表13 東京EMPの認知度（対象8社）



新興資産運用会社の「推奨は可能」とする意見

- 「デューデリジェンスの結果に満足できれば、新興資産運用会社であっても推奨格付けを付与することはあり得る。」
- 「推奨格付け審査においては、会社ではなく、運用担当者個人の経験を重視すること

ができるので、資産運用実績の評価基準は柔軟である。」

- 「年金基金等による新興資産運用会社への資産運用委託が普及しないのは、機関投資家が『年金コンサルティング会社の推奨格付けがない』と言い訳している面もある。」
- 「仮に運用実績の優れた運用担当者が独立して新興資産運用会社を創業するのであれば、年金コンサルティング会社側から積極的に機関投資家に働きかけるのは可能である。」

年金コンサルティング会社として、新興資産運用会社へ推奨格付けを付与することを積極的に阻害する要因はなく、可能であるとの認識が示されている

新興資産運用会社の「推奨は困難」とする意見

- 「年金コンサルティング会社側に新興資産運用会社の発掘やリサーチに割く人的リソースの余裕がない。」
- 「年金基金の資産運用規模が巨大である一方、新興資産運用会社側が受託可能な資金規模が小さ過ぎて、実際問題として年金基金にとって資産運用委託を行なうのが困難である。」
- 「多くの機関投資家が新興資産運用会社に資産運用委託を行なえるほどに十分な専門性を持ち合わせていない。」
- 「年金コンサルティング会社は、顧客である年金基金からの依頼がないと、新興資産運用会社のリサーチは行えない。」
- 「新興資産運用会社への資産運用委託に伴うリスクは過小評価すべきではなく、年金コンサルティング会社側も助言者としての責任がある。」
- 「検討や推奨格付けに値する新興資産運用会社が多く存在するとは認識していない。」
- 「2012年のAIJ事件以降はヘッジファンド戦略を推奨するのが困難になったが、新興資産運用会社の資産運用手法の多くはヘッジファンド戦略であるという難しさがある。」

一方、現実的なビジネスの問題として、新興資産運用会社に対するリサーチや推奨格付けの付与が困難な要因も少なくないとの認識も存在する

東京EMPに対する意見

- 「実際に新興資産運用会社を機関投資家に売り込む機関投資家向け販売会社や既存資産運用会社を巻き込むべきだが、彼らが参加するインセンティブが存在しない。」
- 「東京都が年金コンサルティング会社を雇って、新興資産運用会社のリサーチを業務委託し、その評価レポートを機関投資家に共有するというのは施策として考え得る。」
- 「年金コンサルティング会社は評価及び推奨は可能であるが、機関投資家が決断しなければ、実際に新興資産運用会社に資産運用委託は行われない。」
- 「（単一の）新興資産運用会社への資産運用委託は分散が効かずリスクであるため、既存資産運用会社や信託銀行を巻き込み、FoFsを組成する仕組みが必要ではないか。」
- 「ESG要素を組み合わせること等により、GPIFが新興資産運用会社ヘシード資金を提供することは不可能だろうか。」

東京EMPが実効的に機能するためには、特に実際に資金の出し手となる機関投資家にインセンティブを付与する仕組みが必要であるとの問題意識が提示されている

2 海外プレイヤーから見たエコシステムの現状と問題点

次に、第2節では、当機構が実施してきた海外ロードショー等で得られた意見等を整理することにより、東京市場に参入することに興味を持っている金融機関を含め、海外プレイヤーが東京の資産運用ビジネスエコシステムやその非効率性等についてどのように認識しているのかを分析する。

日本市場への事業参入に関する意見

- 「日本はオーストラリアや韓国と並んでアジア地域で最大の年金市場規模を誇っており、潜在的な事業機会は大きいと思われ、事業参入は魅力的である。」
- 「日本は経済規模が大きく、洗練された技術力もあり、ビジネスを行なう市場として魅力的である。適切な事業機会が提供されれば、検討可能である。」

海外資産運用会社にとって、日本市場の潜在的な事業機会は大きく、参入を検討することは可能であると認識されている

諸外国との比較（税制面等）に関する意見

- 「経済特区への法人税優遇措置による実効税率が20%近傍の水準になれば、香港やシンガポールと比べても、十分に競争することは可能である。」
- 「個人所得税の水準の高さも懸念対象であり、日本で課税されないように日本滞在日数を慎重に計算している。」
- 「外国人にとっては相続税の水準は重要な問題であり、相続税率が高い日本では絶対に死にたくないと考えている。」
- 「東京経済特区という表現を耳にはするが、どのような優遇措置が受けられるのか、誰に聞いてもわからない。」

海外資産運用会社が日本への参入を検討するにあたって、法人税や個人所得税、相続税等の税率水準は重要な検討材料であるという考えが共有されている

事業参入に際しての当局登録手続き等に関する意見

- 「日本での資産運用事業の立ち上げに必要な手続きの全体図が正確に把握できず、参入検討に際しての事業計画の策定が困難である。」
- 「資産運用業界の自主規制ルールを含む法令諸規則が各所に存在しており、網羅的に収集、解釈することに時間がかかる。」
- 「金融商品取引業の登録要件は日本独特のものであることに加え、登録申請手続き書面等は殆どが日本語で書かれているため、登録申請プロセスを理解することが困難である。」
- 「英国やシンガポール、香港等の諸外国のように、政府による参入支援のための専用窓口の設置を望む¹⁶。」
- 「海外からWebやメール等で手軽に問い合わせや登録申請ができず、日本滞在費用や専門家への業務委託費用等、多大なコストがかかる¹⁷。」
- 「金融庁や関東財務局等にも、海外で登録手続きに関する説明会を実施する等、情報発信を行なって欲しい。」
- 「登録申請にかかる期間は、香港では2-3か月程度だが、日本では1-2年もかかる場合もあると聞いている。」
- 「金融庁のファストトラック制度は歓迎すべきものであるが、実際にどの程度の効果があるのか、どうすればその制度を利用できるのかがわからない。」

¹⁶ 東京都は、都内に拠点設立を検討している金融系外国企業等を対象に、金融庁と連携しながら行政手続の支援や総合的なコンサルティングサービスを無料で提供する「金融ワンストップ支援サービス」を運営している。

¹⁷ 金融商品取引業の登録申請手続きはWebやメールで完結するプロセスにはなっていないものの、東京都が運営する「金融ワンストップ支援サービス」では、メールや電話で相談受付を行なっている。

- 「仮に金融庁が主導して登録申請プロセスに改善が試みられたとしても、現場の担当者の姿勢が近い将来に柔軟になるとはとても考えにくい。」
- 「現行の紙ベースの登録申請手続きは廃止し、オンライン登録手続きに移行すべきである。」

日本での当局登録申請プロセスは不透明かつ非効率的であり、事前の事業計画の検討も困難である等、改善を希望するという意見が多く寄せられている

機関投資家向け営業に係る非効率性等に関する意見

- 「日本参入を検討している段階で、出張で日本を訪問しても、年金基金等の機関投資家と面談をする機会がなかなか得られない。」
- 「海外では頻繁に開催されているような、一度に大勢の機関投資家と出会うイベントの開催が必要である。」
- 「年金基金等の機関投資家からの受託可能性を見極めるための面談を行なうだけでも、金融商品取引業の登録が必要であり、事業参入の検討すら困難である¹⁸。」
- 「最大の問題は、日本では金融商品取引業の登録がなければ、投資家と会話ができないことである。そのため、当社は日本参入の事業計画は断念した¹⁹。」
- 「公的年金によるマネジャーエントリー制度は存在するものの、運用実績や受託資産残高等の基準が高く、中小規模の資産運用会社には容易に利用できない。」
- 「現実的には、年金コンサルティング会社等の推奨がないと、機関投資家からの資産運用受託は困難である。」
- 「縄張り意識が強いプレイヤーが多いという特徴に加え、年金基金を取り巻くゲートキーパー等の関係プレイヤーが多過ぎるという点が、日本への参入障壁になっている。」
- 「年金基金と取引を行なうのは大変な困難である。煩雑な資産運用報告の要件や非現実的な流動性確保の要求等を緩和してもらいたい。」
- 「地域銀行は運用資金規模も大きく、非常に魅力的な機関投資家であると考えている一方、地理的に分散して所在しており、英語での意思疎通が困難である等、アプローチが容易ではない。」
- 「日本の機関投資家は、オルタナティブ投資や新興国市場投資、社会インフラ投資等について、専門的な理解が浅いと感じる。」

日本では、機関投資家にアプローチするにあたって、様々なハードルが存在しており、効率的な事業展開が困難であるという認識が存在している

業務のアウトソースに関する意見

- 「業界団体の自主規制ルールに対応するために、膨大な時間やコスト負担が必要であり、ミドル・バック業務対応への負荷が大きい。」
- 「投資信託の基準価額（NAV）計算に係る計理基準等、日本独自の基準が存在し、グローバル標準のシステムや専門人材が活用できない。」
- 「コンプライアンス業務のアウトソースは不可であり、小規模な資産運用会社にとって、日本での事業運営がコスト的に見合わない²⁰。」

¹⁸ 外国資産運用会社が国外で運用する外国籍投資信託の取得の勧誘行為等を伴う面談については、金融商品取引業の登録が必要であるが、当該資産運用会社の会社概要や提供資産運用サービス及びその実績の説明等に留まるのであれば、金融商品取引業の登録は必ずしも必要ではない。

¹⁹ 同上

²⁰ 投資運用業及び適格投資家向け投資運用業、投資助言・代理業のいずれにおいても、コンプライアンス業務の外部委託が認められる場合があるというのが金融庁の見解であり、必ずしも法令で当該業務の外部委託が禁じられているものではない。

- 「資産運用業務に集中できるよう、ミドル・バックオフィス業務機能をアウトソースし、効率的に事業運営ができる仕組みが欲しい²¹。」

事業運営を効率化するため、コンプライアンスやミドル・バックオフィス業務をアウトソースを希望する意見が多い

金融専門人材の確保に関する意見

- 「資産運用業務の経験が豊富かつバイリンガルである人材が希少であり、人件費負担が大きい。」
- 「資産運用業に精通したコンプライアンス人材が不足しており、業界としてコンプライアンス人材養成プログラムが必要ではないか。」

バイリンガルの金融専門人材やコンプライアンス人材の数が絶対的に足らず、結果として人件費負担が大きいという問題意識が存在する

3. 「国際金融都市・東京」実現に向けた課題の整理

本章では、前章で紹介した国内外の主要プレイヤーによる東京の資産運用ビジネスエコシステムに対する意見やデータに基づき、「国際金融都市・東京」構想の実現に向けて、どのような具体的な課題が存在しているのかを整理する。

その際、「国際金融都市・東京」構想において、特に重要と位置付けられている資産運用業とフィンテック関連業の2つを柱に、その振興の妨げとなる要因を特定することを試みる。

1 新興資産運用会社の参入活性化と成長支援

資産運用業界の活性化と成長を継続的に実現するためには、ビジネスエコシステムの重要な要素として、新興の資産運用会社の活発な参入とその事業拡大が必要であるが、新興資産運用会社自身やその顧客である機関投資家の認識では、現状必ずしもそれが実現されていないようである。

国内外からの新たな創業・参入の段階と、その後の事業展開の段階のそれぞれにおいて、何が妨げとなっているのかについて、関係プレイヤーの意見やデータから以下の通り考察する。

国内外の新興資産運用会社の創業・参入

この段階について多くの意見が指摘しているのは、日本で資産運用会社を設立し、事業を開始するに際して、創業・参入という経営判断を下す基礎となる事業計画を策定するに足る網羅的かつ正確な情報を入手する難易度の高さである。

金融商品取引法や関連法令、業界団体の定める諸規則、業界慣行等を正確に理解し、それに基づいた事業計画を策定しなければ、事業に必要なコストや当該事業から得られる期待収益等も推計できず、経営判断の下しようがない。

特に、海外金融機関にとっては、これら必要情報の多くが日本語で発信されていることや、情報収集手段が限られていることもあり、不正確な情報や解釈が流布しており、正確性を見極めるコストも大きい。そのため、そもそも検討着手早々に、日本市場への参入を断念するケースもあるようである。

²¹ 資産運用会社のミドル・バックオフィス業務の外部受託するサービス提供会社は複数存在しており、東京都の「ミドル・バックオフィス業務の外部委託費用等に係る補助金」制度においても、2019年9月時点で9社が認定受託者として認定されている。

一方、関東財務局等での投資運用業等の登録申請手続きについても、非効率性の存在が指摘されている。登録申請がなされてから登録完了までの標準処理期間は2か月と定められているものの、申請が受理される以前の申請書面の補正や事前相談等に費やされる期間は標準処理期間に含まれておらず、実際にそこでどの程度の時間がかかるのかが事前にはわからないのが現状である。

この段階での非効率性に関する指摘については、本質的ではない書面の体裁等に関する当局担当者とのやり取りや、申請手続きが紙ベースである等の手続きそのものに関する非効率性が多い。この問題は、当該過程で発生するコストのみならず、上述の事業計画策定段階でのスケジュールや予算見積りの難易度の高さにもつながるものである。

新興資産運用会社が、ビジネスエコシステムで実際に活動を始める前段階のこのような非効率性については、主要プレイヤーの意見等から考察する限り、まだまだ改善の余地は大きいように思われる。

その中には、関連法令の改正等を伴う程度に大掛かりな対応を必要とするものも含まれるが、その一方、資産運用ビジネスエコシステムの現状に関する正確な情報発信をより徹底するだけでも十分な効果が得られると見込めるものも少なくない。

例えば、海外プレイヤーの一部には、「日本ではコンプライアンス業務の外部委託は認められていない」といった誤解もあるように見受けられ、正確な情報発信を継続することにより、日本の資産運用ビジネスエコシステムへの参入コストを低減する取組みは有用であると考えられる。

機関投資家による新興資産運用会社への資産運用委託

新興資産運用会社が創業・参入を実現し、いよいよ我が国の資産運用ビジネスエコシステムで活動を始めた段階においては、如何に投資家から資産運用業務を受託し、事業を拡大していくかが重要な経営課題となる。

この際、日々の運用資金流入に伴う資産運用事務管理や販売会社の業務支援等の負担が大きい個人投資家ではなく、より効率的な事業運営が可能な機関投資家向けの資産運用サービスの提供が、新興資産運用会社にとって、現実的なゴールとなっている。

しかし、前章で紹介した国内外の新興資産運用会社や機関投資家の意見等は、新興資産運用会社が、年金基金等の機関投資家から資産運用業務を受託したり、その前段階としてアプローチしたりすることのハードルの高さを示している。

様々な困難を乗り越え、必要な金融商品取引業の登録や事業準備を整えたとしても、実際に資産運用業務の受託が見込まれないようであれば、新興資産運用会社の成長や、それを見込んだ新規創業・参入の活性化は期待できない。その意味で、新興資産運用会社が機関投資家にアプローチする際に直面するハードルは、ビジネスエコシステム全体の活性化にとっても、ボトルネックのひとつとなり得る。

一方、前章で紹介した意見等からも読み取れる通り、機関投資家が新興資産運用会社に資産運用を委託することについて、ビジネスエコシステムで活動する主要プレイヤーのいずれかが積極的に妨げているという状況にはない。逆に、新興資産運用会社を活用することにより、機関投資家の資産運用にとっても、ビジネスエコシステム全体にとっても、メリットがあることを指摘する意見も見られる。

ただ、新たな取組みを正当化するに足る経済性に対する機関投資家の認識や、年金コンサルティング会社の格付け評価、新興資産運用会社の営業を積極的に支援しようとする既存資産運用会社や機関投資家向け販売会社等のインセンティブ等が欠けており、機関投資家の行動が変わるに至っていないというのが現状であるように読み取れる。

東京都による東京EMP制度は、機関投資家やゲートキーパー等の主要プレイヤーに対し、新興資産運用会社への資産運用委託を行なうインセンティブ付けを企図するものであるが、現行の制度は主要プレイヤーの間でも十分に認知されている状況にないことに加え、インセンティブの大きさや柔軟性が不十分である等の指摘もあり、情報発信や制度の

利便性向上に向けた更なる取組みが必要と考えられる。

新興資産運用会社の効率的な事業運営

新興資産運用会社が事業を拡大していくにあたっては、投資家からの運用資金の受託のみならず、効率的な業務運営のための仕組みを構築することが重要となる。

その際、付加価値の創出及び競争力の源泉となる資産運用判断や営業活動以外の部分については、なるべくコストをかけずに運営したいという考えが一般的であり、ミドル・バックオフィス業務の外部委託サービスを使用したいという新興資産運用会社からの意見にもそのような考えが表れている。

一方、海外プレイヤーからの意見で目立ったものとして、日本でのコンプライアンス人材の数の少なさと、その人件費の高さについての不満があげられる。特に、海外金融機関の場合、英語能力を有していることが必須であり、その条件を満たすコンプライアンス人材の数は更に少なくなるだろう。

コンプライアンス人材の不足は、効率的な事業運営のみに関わるものではなく、当局への金融商品取引業の登録を行なう際にも問題になり得るものであり、この分野での専門人材の育成や外部委託の活用については、ビジネスエコシステム全体で考えるべき課題であると位置づけられる。

例えば、業界全体で有効活用されていないと思われるシニア人材や結婚・出産退職後の女性の活用等、各資産運用会社が個社毎に対応困難である施策については、東京都や関係諸団体が連携した横断的な取組みが有用であると考えられる。

2 資産運用会社によるフィンテックサービスの活用

フィンテックサービスは、個人生活者の金融サービス利用を便利にするのみならず、金融機関の事業・業務運営を効率化することも期待されており、資産運用会社における活用も大いに想定されている。

特に、資産運用会社でフィンテックサービスを活用することは、単に事業・業務運営を効率化することで、そのコストを抑制する効果のみならず、その資産運用の活動範囲を拡張することにより、期待リターンの向上までもが期待されるところである。

しかし、資産運用会社を始めとする関係プレイヤーの意見からは、資産運用ビジネスにおけるフィンテックサービスの活用が普及していない現状が推察される。

資産運用報告資料の作成等におけるフィンテックの活用

機関投資家及び既存資産運用会社の双方の意見から、現状の資産運用報告資料の作成やその処理等において、手作業が多く残っており、非効率性への問題意識が高いことが感じられる。

期末時点の受託運用資産の時価残高や、当該期間の運用リターン等の計算やその分析等は、本来であれば機械的な自動処理に親和性が高く、将来的にはブロックチェーン等の先端技術を活用した効率化も可能であるように考える意見も目立つ。

しかし、現状この分野でのフィンテックサービスの活用を妨げている要因として指摘されているのは、技術的な問題や、コスト面での問題というよりも、業界全体として資産運用報告資料の掲載データ定義の統一やフォーマットの標準化がされていないという問題であり、個社での対応が困難な種類のものである。

当局や業界団体等が主導する形で、業界横断的な取組みとして、定義の統一やフォーマットの標準化が実現されれば、フィンテックサービスの活用や、その結果としての資産運用会社業務の効率化が達成される可能性はある。

資産運用会社の資産運用高度化に向けたフィンテックの活用

資産運用業務の高度化に向けたフィンテックサービスの活用については、期待リターン

向上の源泉となるオルタナティブデータの利用と、その分析におけるAI技術の活用に対する期待が大きいようである。

一方、それらの活用がまだ普及していない現段階では、オルタナティブデータのクリーニングの程度や運用パフォーマンスとの相関関係の実証の難しさ等への懸念存在するなか、利用コストも高額であるという問題が指摘されている。

こうした問題は、主要プレイヤー間の不経済に起因するものではないため、資産運用会社による利用が広がっていくにつれて解消されると思われるが、一部意見でも指摘されていたように、資産運用会社社内での反対意見に対してその合理性を実証するためにも、まず試験的にでも利用し、外部の知見を取り込む動きが必要とも考えられる。

4. まとめ

当機構のこれまでの活動から得られたデータや関係者の意見等を総合すると、資産運用業界の主要プレイヤーの多くが、これから日本に参入しようとする海外金融機関も含めて、日本の資産運用ビジネスエコシステムには非効率性や改善すべき点が多く残っているという認識を持っていることが観察される。

一方、そうした主要プレイヤーの多くは、エコシステムの効率的な運営を積極的に阻害しようとしていたり、非効率性が残ることを望んでいたりとすることは決してなく、非効率性が解消されることが、エコシステム全体のみならず、自らのメリットにもつながり得るという認識も持っているようである。

ただ、それら非効率性の多くは、主要プレイヤーが個社ごとに対応すべきものではなく、業界全体として横断的に取り組むことによって、根本的かつ効果的に改善されるという種類のものであるように考えられる。

例えば、「資産運用報告資料の作成に伴う非効率性」や「バイリンガルの専門人材やコンプライアンス人材の不足」等は、個社ごとにばらばらに対応しても、結局は部分最適が達成されるのが関の山であり、エコシステム全体の効率化にはつながらない。

また、「業務アウトソースの可否に関する誤解」や「新興資産運用会社の活用に関する情報不足」等は、不正確もしくは不十分な情報に基づいて意思決定を行なうプレイヤーが少なからず存在するという問題であり、個社ごとに正確な情報を収集するなどの対応ができないわけではないが、業界全体として情報発信等の取組みをすることで、より効率的かつ効果的な結果に結びつくことが期待される。

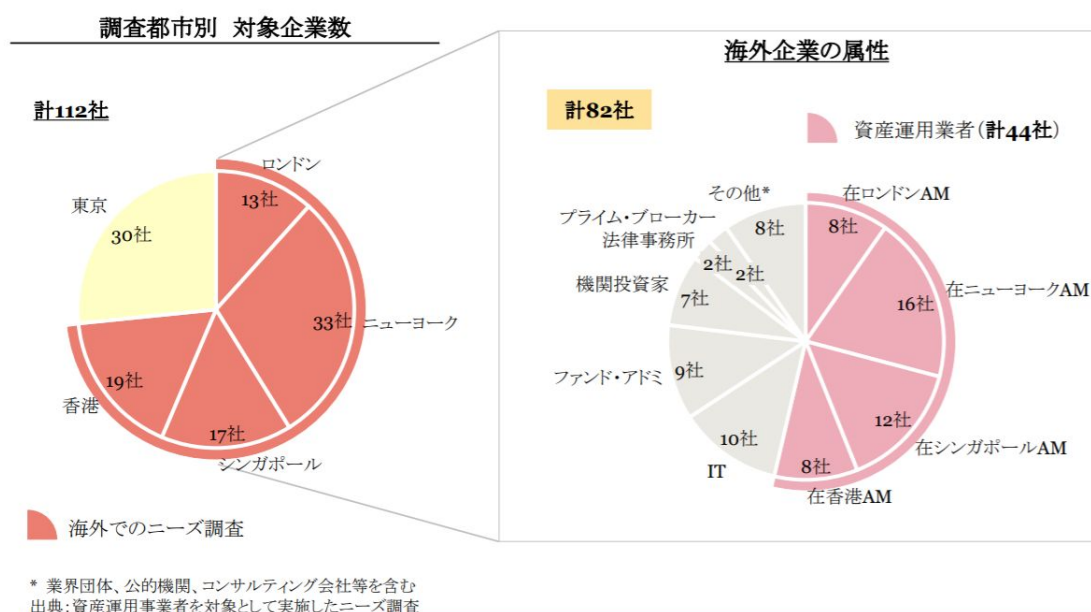
「国際金融都市・東京」構想の実現に向けて、今後も業界全体で諸施策を講じていく際には、このように業界横断的な取組みでなければ効果が期待できない、もしくは効果が薄れてしまうという分野に集中し、主要プレイヤーの自律的な動きがエコシステム全体の最適化につながるように仕向けることが望ましいと考えられる。

付録①. 「資産運用等に関するワーキング・グループ」資料

付録①では、2016年4月17日に日本証券業協会が開催した「第8回 資産運用等に関するワーキング・グループ」の「海外資産運用事業者の誘致に向けたニーズ調査結果について」資料から、本ペーパー第2章第2項に補足する形で、海外資産運用会社からみた日本の資産運用ビジネスエコシステムの認識に関する調査結果を引用する²²。

本資料では、設立前のJIAM構想について、国内外の資産運用業関連会社112社に対してヒアリングを行った結果が紹介されており、本付録①では、そのうち海外企業82社からの回答を主に紹介するものである。

図表14 ヒアリング対象企業の内訳²³



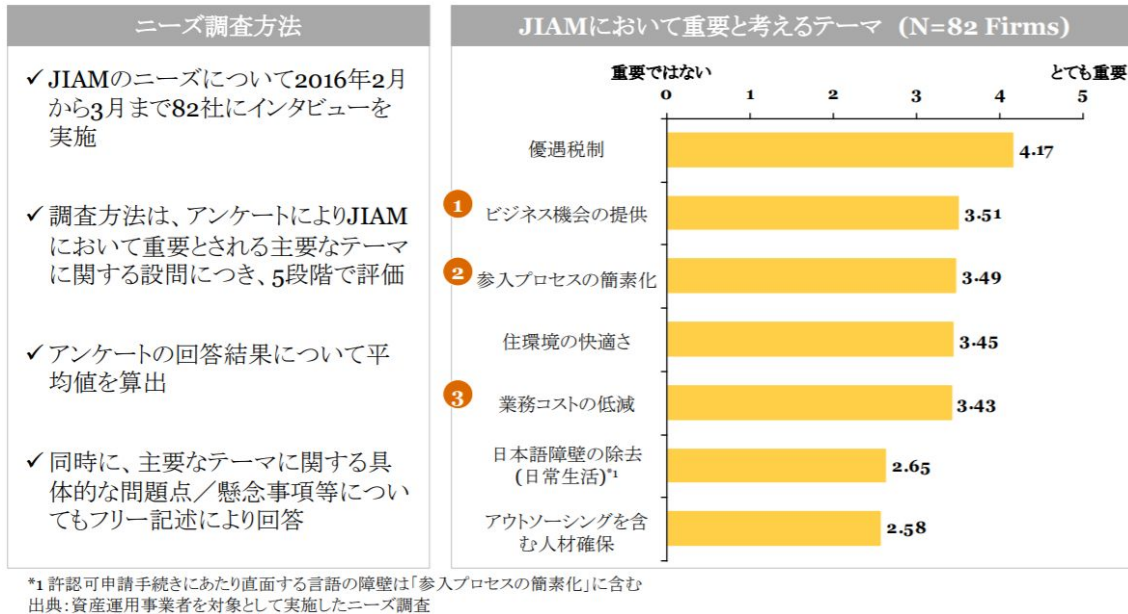
ここで実施されたJIAMへのニーズ調査結果は、海外資産運用関連会社が日本参入を検討するに際して重要視する諸点を示していると思われるが、「予想以上に『ビジネス機会の提供』、『参入プロセスの簡素化』、『業務コストの低減』が、JIAMにおいて重要であることが明らかになった」という報告がされている。

また、第2章でも海外資産運用会社の意見として紹介したが、最も重要と考えるテーマとして、「優遇税制」があげられており、海外金融機関を誘致するうえで、税制面での課題が決して無視できないものであることが、ここでも確認できる。

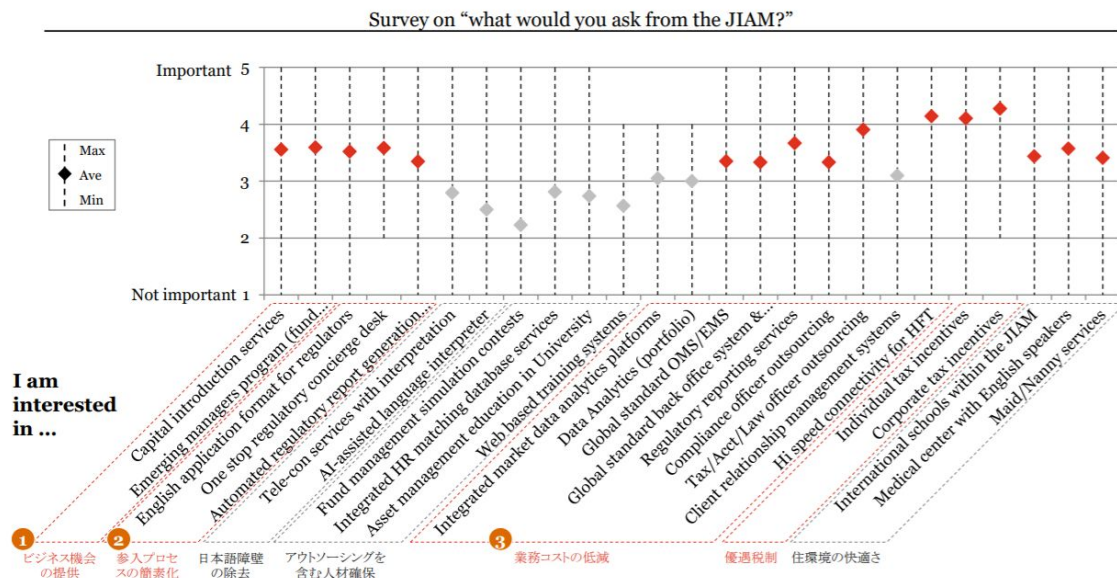
²² http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/TIFC_kondankai/dai8kai_shisan_shiryoku.pdf

²³ 「海外資産運用事業者の誘致に向けたニーズ調査結果について」資料のP19より抜粋

図表15 海外資産運用業関連会社が考える「JIAMにおいて重要と考えるテーマ」²⁴



図表15 海外資産運用業関連会社が考える「JIAMにおいて重要と考えるテーマ」 (詳細)²⁵



また、ここで「優遇税制」に次いで、最も重要と回答されている「ビジネス機会の提供」については、日本と米国のマネジャー・エントリー制度の比較表が提示されるとともに、「米国では、運用実績の要求水準等を低く抑えた、中小規模マネジャーにとって容易にアプローチできる公的年金によるエントリー制度が普及している一方、日本ではこのような制度は存在しない」とのコメントが添えられている。

²⁴ 「海外資産運用事業者の誘致に向けたニーズ調査結果について」資料のP4より抜粋

²⁵ 「海外資産運用事業者の誘致に向けたニーズ調査結果について」資料のP20より抜粋

図表16 日本と米国のマネジャー・エントリー制度の比較²⁶

	年金基金	エントリー制度のAuM	運用実績要件	運用残高要件	その他要件
日本の一般のマネジャー向けエントリー制度	GPIF	AuMに関する目標値は未発表	運用プロダクトと同じ資産を対象にした運用実績が 5年以上	原則として 300億円以上	・対象資産は外国株式アクティブ及びバッシブ
	地共連	—	運用プロダクトと同じ資産を対象にした運用実績が 3年以上	1000億円以上	・資産管理会社の格付けはBBB以上
	企年連	—	運用実績 5年以上	1000億円以上 (海外再委託先 3000億円以上)	—
	国共連	—	運用実績 5年以上	年金資産 100億円以上	・従業員人数は 20人以上 ・マネジャー運用経験 5年以上 ・平均勤続年数 3年以上
米国の新興マネジャー向けエントリー制度	NY州退職年金基金	\$5.2B (全体の約3%)	運用実績 5年以下	\$1B以下	・マネジャー運用経験 12年以下
	CalPERS	\$3B (全体の約1%)	要件なし	\$2B以下	・投資地域は米国内(PE)、カリフォルニア州支部(不動産)
	NY市職員退職年金制度	\$14B (全体の約9%)	運用実績 3年以下	\$2B以下	—
	イリノイ州投資委員会	\$1.3B (全体の約9%)	要件なし	\$100B以下	—
	ノースカロライナ州職員退職年金制度	\$0.5B まで (全体の約1%)	要件なし	\$0.1～2B	—

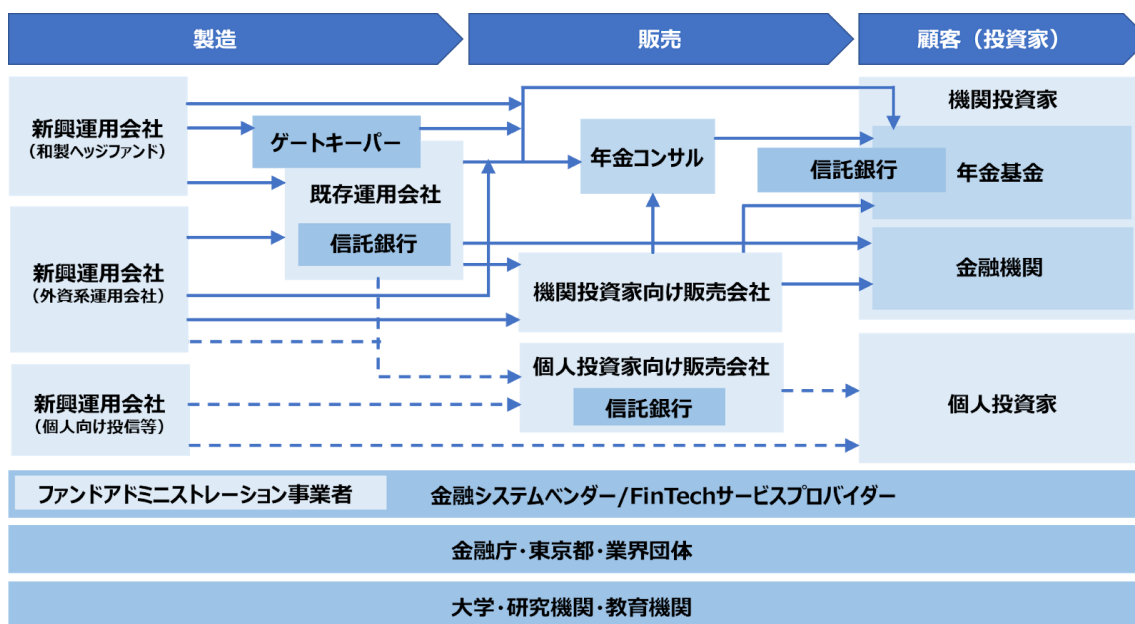
出典:それぞれの年金基金のホームページ

付録②. 資産運用ビジネスエコシステムの概観

付録②では、参考情報として、主要プレイヤーの定義を通じ、我が国の資産運用ビジネスエコシステムを概観する。

図表17 資産運用業界のバリューチェーンにおける主要プレイヤー

²⁶ 「海外資産運用事業者の誘致に向けたニーズ調査結果について」資料のP8より抜粋



A) 個人投資家

個人投資家（家計）が保有する約1,800兆円の金融資産の過半が預貯金や伝統的保険商品等で運用されているが、その残りの一部において資産運用サービスが利用されている。

資産運用サービスの利用形態としては、公募の投資信託が一般的であるが、変額年金保険や確定拠出年金（DC）、投資一任（ラップ）サービス等、資産運用会社が製造する付加価値を利用する形態も存在する²⁷。

B) 機関投資家

代表的な機関投資家としては、公的・私的年金基金のほか、銀行や保険会社等の金融機関等が存在する。

特に年金基金については、委託者から年金運用資金を委託されている受託者としての立場から、受託者としての各種義務を果たすために、資産運用サービスを提供する資産運用会社等以外にも、資産管理機関としての信託銀行や、資産運用業務を高度化するための支援を提供する年金コンサルティング会社等、多様なプレイヤーと連携していることが一般的である。

C) 既存資産運用会社

資産運用サービスの製造を担う資産運用会社のうち、既に我が国においてサービス提供の実績が豊富であり、運用受託残高も大きく、投資家からの認知度や信頼度も高い運用会社を、本ペーパーでは「既存資産運用会社」と分類している。

機関投資家に対しては、年金コンサルティング会社等の格付けや推奨等を得たうえで効率的に営業活動を行ったり、自社の営業活動による直接のアプローチに加えて、大手証券会社等の機関投資家向け販売会社を効果的に活用したりする等、多様な営業手段を備えている。

一方、個人投資家に対しては、銀行や証券会社、郵便局等、個人投資家向け販売会社を通じた資産運用サービスの提供が一般的である。

D) 新興資産運用会社

金融機関出身者が創業する和製ヘッジファンドや、フィンテック系資産運用会社、日本

²⁷ 変額年金保険では、資産運用会社が設定・運用する私募投信を組み入れるというスキームで、資産運用サービスの付加価値が活用されている。

に新たに参入する海外運用会社等、これまで日本国内で資産運用サービスを提供した実績が殆ど無い運用会社を、「新興資産運用会社」と分類している。

一般的に用いられる営業手段としては、既存資産運用会社との商品開発及び営業面での提携や、新興資産運用会社向けプログラムを有するゲートキーパーや機関投資家向け販売会社への売込み等である。一部の独立系資産運用会社等では、インターネットを活用した個人投資家向けの直接営業アプローチに注力するところも存在する。

E) ゲートキーパー

ゲートキーパーは、自身も資産運用の付加価値を製造する役割を担っている資産運用会社ではあるが、全ての資産運用機能を内製化するのではなく、外部の資産運用会社を選定し、仲介する機能に重きを置いているところに特徴がある。

一般的には、中小規模の新興資産運用会社を発掘・選定し、複数の新興資産運用会社やその商品を組み合わせることにより、FoFsやMoMs等の形態で、独自の資産運用サービスを提供している。

独立したゲートキーパーも存在するが、大手の既存資産運用会社がゲートキーパー的役割を内製化し、外部の新興資産運用会社を選定し、自社の資産運用サービスと組み合わせたり、FoFsやMoMs形態で商品を組成したりすることによって、資産運用サービスの製造に活用することも多い。

F) 機関投資家向け販売会社

機関投資家向け販売会社は、自らは資産運用サービスの製造機能を持たず、専ら外部の資産運用会社のサービスを選定し、それを金融機関等の機関投資家に販売している。

大手証券会社がこの役割を担っていることが多いが、専業で行っている金融機関も存在する。また、販売会社によっては、新興資産運用会社が十分な実績を有しないうちから囲い込んだり、自社への証券売買注文につなげたりする思惑等から、新興資産運用会社向けインキュベーションプログラム等を提供していることもある²⁸。

G) 個人投資家向け販売会社

個人投資家向け販売会社は、都市銀行や地域銀行、証券会社、信託銀行、IFA（Independent Financial Advisor、金融商品仲介業者）等、個人投資家との接点を有する金融機関がその役割を担っている。

H) 年金コンサルティング会社

年金基金の事業運営においては、資産運用業務を高度化する必要性から、外部から年金基金運営をサポートする専門家として、年金コンサルティング会社を活用することが一般的である²⁹。

年金コンサルティング会社は、年金基金の資産運用業務を支援する一環で、その資産運用方針の策定や資産運用業務を委託する外部資産運用会社の評価・選定、モニタリング等を行っており、資産運用会社が年金基金に対して資産運用サービスを提供するためには、年金コンサルティング会社からの推奨格付けを得ることが必須となる。

その資産運用サービスの評価機能を活用し、FoFsやMoMを運用する等、ゲートキーパーとしての機能を担う年金コンサルティング会社も一部に存在する。

I) 信託銀行

²⁸ 代表例として、大手証券会社のプライムブローカレッジ事業部が、資産運用会社の創業時に必要な各種事務手続きの代行、オフィスや各種ファシリティの提供、キャピタル・イントロダクションと呼ばれる投資家の紹介サービス等を提供していることがあげられる。

²⁹ 年金基金による年金コンサルティング会社の利用については、「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（通知）」及び「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）」において、「運用コンサルタント等の利用」、「運用コンサルタント等の要件」、「契約内容の明確化」、「契約締結の手続」、「契約上の義務の違反」が定められている。

日本の信託銀行は、資産運用ビジネスのバリューチェーンにおいて、世界的にも特殊な銀行業務と信託業務を併営する組織構造の下、多様な活動を行なっている金融機関である。

機関投資家に対する資産運用サービスにおいては、年金基金の運用資金を分別管理するための資金管理機関としての機能が主な役割となる。但し、年金基金の制度運営の受託金融機関として、その資産運用の支援も担うことが慣行として一般的であり、資産運用会社や年金コンサルティング会社、ゲートキーパーとしての機能も有している。

また、個人投資家に対しては、個人顧客に対する信託や相続、不動産関連のサービスに加えて、資産運用サービスの販売会社としての役割も担っている。

J) 金融システムベンダー/サービスプロバイダー

資産運用会社や販売会社、機関投資家等の主要プレイヤーに対して、必要なシステムやサービスを提供するのが、金融システムベンダー/サービスプロバイダーである。

単にシステムやデータサービスを提供するのみならず、ミドル・バックオフィス業務の外部受託（BPO）サービス³⁰を提供するプレイヤーも存在する。

K) 業界団体

資産運用ビジネスを行なうためには、当局に対して、「投資運用業」、「適格投資家向け投資運用業」若しくは「投資助言・代理業」の登録または「適格機関投資家特例業務」の届け出を行なうことが必要である。

また、資産運用ビジネスに係る業界団体としては、「一般社団法人 投資信託協会」と「一般社団法人 日本投資顧問業協会」の2つが存在している。いずれも加盟は各資産運用会社の判断に委ねられているが、実際には多くの会社が加盟している³¹

³⁰ Business Process Outsourcingとは、企業活動における業務プロセスの一部について、業務の企画・設計から実施までを一括して専門業者に外部委託することを指す。

³¹ 「投資運用業」等においては、業界団体に加盟しない場合は、協会規則に準ずる内容の社内規則を作成し、当該社内規則を遵守するための体制を整備する必要があると法令に定められている。また、投資信託委託業を営む場合、証券保管振替機構で投資信託の受益証券の振替を行なうためには、投資信託協会への加盟が実質的に不可欠である。