



投資家が投資ファンドから享受するバリューの評価

英国の事例からの教訓

多くの法域において、規制当局は資産運用業界における「バリュー・フォー・マネー（投資の対価）」に注目しています。例えばEUでは、欧州証券市場監督局（ESMA）は各国の規制当局にとっての戦略的規制優先分野として、リテール投資商品における費用と運用成績の関係を取り上げ、足元ではUCITSファンドの費用と手数料に関する共通の監督指導に取り組んでいます。監督項目の中には、投資家に対する法外な費用請求を禁ずる規定の順守状況が含まれます。

2019年以降、英国の規制当局は運用会社に対して、投資家が各登録済みファンドから享受するバリューを年次で評価した上で、評価の概要を公表するよう義務付けています。英国金融行為規制機構（FCA）は最近、当該規制の実施状況に関する初めての公式調査の結果を公表しました。本稿では、FCAの主な指摘事項と、業界の公表資料およびこの分野における運用会社との共同作業に基づくデロイトの見解について論じた上で、バリュー・フォー・マネーの評価方法を模索する世界中の運用会社にとって有益な教訓を導き出します。

FCAのバリュースコア評価の枠組みの下で、運用会社は、以下の7つの評価基準を最低限考慮した上で、投資家が享受するバリュースコア全体に基づきファンドに係る費用の妥当性を評価するよう義務付けられています。


1. 投資家に提供するサービスの範囲と質
2. ファンドの運用目標、運用方針、運用戦略に基づく、適切な期間における運用成績
3. 運用会社がサービスの提供に関連して負担する費用
4. 市場に存在する類似ファンドとの費用の比較
5. 運用会社が提供する他のサービス（運用目標や運用方針が類似する同規模の機関投資家向けマニフェスト等）に付随する費用との比較
6. 運用会社が規模のメリットを享受しているかどうか、そのメリットが投資家に還元されているかどうか
7. 特定のシェアクラスの投資家が、実質的に同等の権利を有する異なるシェアクラスの投資家よりも高い手数料を負担していないかどうか

これらはESMAが提唱したファンドの体系的な手数料設定の基準に類似していますが、FCAの枠組みでは、収益性、規模のメリット、運用会社が提供する比較対象サービスについて明示的に言及されています。

英国における初めてのバリュースコア評価に続いて、英国投資協会が約1,500のファンドを対象に行なった調査によると、調査対象ファンドの21%において是正措置が必要とされました。バリュースコアが低い最大の要因は運用成績の低さであり、是正措置が講じられたファンドの85%において運用成績が懸念事項とされました。次に大きな要因は、市場に存在する類似ファンドと比べた場合の費用の競争力であり、バリュースコアが低いファンドの3分の1近くがこの基準で見劣りしていました。一方、バリュースコアが低い要因の最下位はサービスの質であり、問題が指摘されたファンドは8つに過ぎませんでした。

運用会社のバリュースコア評価に対するFCAの調査において確認されたこと

FCAの調査における主な指摘事項は以下の通りです。

 一部の運用会社は投資家の合理的な期待よりも低い基準でバリュースコアを評価していた。アクティブ・ファンドの多くは、「元本の長期的な成長」の実現といった不明瞭な運用目標に基づいてバリュースコアを評価する一方で、アクティブ運用として一般的な手数料を請求し、比較用ベンチマーク（comparator benchmark）に基づいてファンドマネージャーの報酬を決定していました。ファンドが徴求する手数料と運用方針及び運用戦略から投資家が何を合理的に期待するかを、運用会社は考慮する必要があります。一部の運用会社は、採用する運用スタイルが市場においてアンダーパフォームしたことを根拠に、数年間にわたる成績不振を正当化していますが、アンダーパフォーマンスが長期間続くリスクについて明確には開示していませんでした。また、一部のマルチ・アセット・ファンドやファンズ・オブ・ファンズは、投資家は費用が安いファンドよりも高いリスク調整後リターンを得るためにこの種の

ファンドに高い手数料を支払う、という一般的な事実を考慮せずに、同種のファンドとの比較でバリュースコアを評価していました。



多くの運用会社では十分に詳細な分析が行なわれず、根拠の薄い結論が導かれていた。一部の運用会社は、シェアクラス・レベルではなく、会社全体やファンドのレベルにおいてバリュースコアを評価していました。このため、一部のシェアクラスにおけるバリュースコアの低さが見過ごされている可能性があります。例として、一部の運用会社は、手数料が高いシェアクラスの運用成績（ネットベース）が低下することを考慮せず、手数料が最も安い法人向けシェアクラスの運用成績（ネットベース）のみを評価していました。



一部の運用会社は特定のバリュースコア指標を過大評価/過小評価していた。例として、一部の枠組みでは、ファンドの運用成績が過大評価される一方で、収益性等の指標が経営陣に報告されていませんでした。また、運用成績の低さが過小評価されるケースもありました。



市場における競争状況は適切ではないとFCAが指摘する一方で、多くの運用会社は現行の手数料や収益性の水準が許容範囲であると考えていた。一部の運用会社は収益性の分析に際して、現行の一般的な利ざやを正当化可能であり、逸脱した例外的な事象のみ調整を検討すべきと考えていました。しかしFCAは、資産運用業界を対象とする分析において、業界で一般的な利ざやの水準では競争力の高い結果につながらないとの見方を示しています。また、一部の運用会社は、現行の手数料には規模のメリットを投資家に還元した結果が反映されていると、正当な理由なしに判断していました。運用会社は全般に、サービス・プロバイダーに対して支払う委託手数料と比べて、資産運用や販売サービスに対して支払われる手数料の分析には積極的ではありませんでした。



非常勤社外取締役（INED）は議論の場を提供する役割を十分に果たしていなかった。一部の非常勤社外取締役は根拠ある議論の場を提供する役割を果たさず、ファンドの関連規則を十分に理解していないようでした。

バリュウ評価を改善する方法

FCAの指摘事項を踏まえたデロイト独自の分析によると、運用会社にはバリュウ評価を改善するために、以下のような措置を講じる選択肢が存在します。

1. 全てのファンドを対象とする標準的なバリュウ評価プロセスにおいて、ファンド個別の問題が見落とされないようにすること。バリュウ評価においては、各ファンドの運用目標、運用方針、運用戦略を考慮する必要があります。
2. バリュウが低い要因を明確にすること。アクティブ・ファンドが時として市場全体をアンダーパフォームすることは避けられませんが、バリュウが低いとの認定に至るまでに、どの程度の期間、規模のアンダーパフォーマンスが許容されるかを定める必要があります。
3. 分析において公正で正確なデータを確実に用いること。同種のファンドと比較する際に、一部の運用会社は非常に幅広いカテゴリーのファンドを対象として用いたため、真の意味で比較可能ではないファンドが数多く含まれるケースも見受けられました。
4. 必要がある場合には公表資料に定量的情報を盛り込むこと。
5. 取締役に対して評価方法に関する十分な議論の機会を提供し、その内容を適宜書面に残すこと。

バリュウ評価の効果

全体的に、バリュウ評価のプロセスによって、運用会社の注目は投資家が享受するバリュウに向かうようになりました。手数料の引き下げ、割安なシェアクラスへの投資家の誘導、ファンドの償還、運用戦略や運用チームの変更といった動きが見られますが、これまでのところ、幅広い是正措置は講じられていません。Boring Money社が968のファンドを対象に行なった調査では、バリュウが低いとの評価を受けたファンドは3%に過ぎません。一方で、18%のファンドについては、モニタリングの対象とされるか、手数料の一定の引き下げが実施されています。

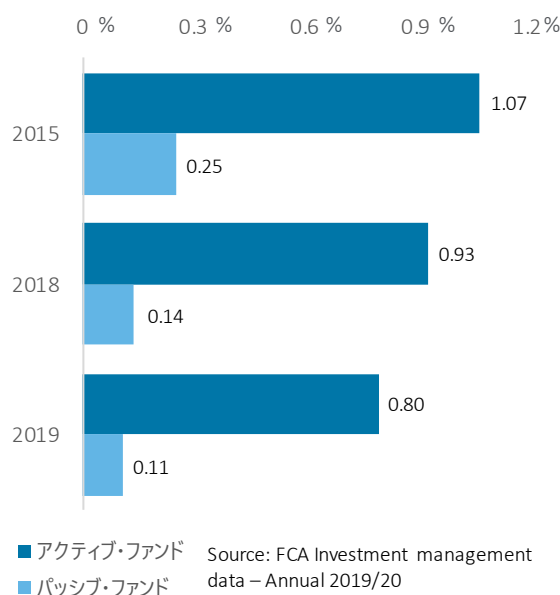
FCAは運用会社に対して、バリュウ評価の概要を公表するよう義務付けています。また、運用会社がバリュウ改善を図る動きが、外部からの監視によって後押しされることも考えられます。これまでのところ、各社の公表資料が（業界関連の）メディアで取り上げられる機会は増加傾向にあり、手数料の引き下げに対しては好意的な報道が、根拠に乏しい内容に対しては批判的な報道が見受けられます。

ファイナンシャル・アドバイザーがファンドを選択する際に、各社の公表資料は参考になりえますが、コンサルティング会社のLang Cat社が565のファイナンシャル・アドバイザーを対象に行なった調査によると、初年度において当該資料を用いたアドバイザーは6%にとどまりました。もっとも、プロセスがさらに確立されるようになれば、利用機会は増加する可能性があります。

また、リテール投資家も公表資料を利用する可能性があります。Boring Money社の調査によると、英国の3,000以上のリテール投資家のうち、少なくとも1社の公表資料を読んだ経験があるのは19%であり、そのうち「ある程度役に立つ」との回答が58%、「とても役に立つ」との回答が32%に達しました。各社が足並みを揃えて、ウェブサイト上で目立つ形で掲載するようになれば、リテール投資家の間で公表資料の利用者が

増えることも考えられますが、現状は必ずしもそのような状況ではありません。

FCAは資産運用業界を対象とする分析において、（特にリテール投資家向けのアクティブ・ファンドについては）価格競争の健全性が脆弱であり、利ざやが高い水準で推移する証拠が確認されるため、一部のファンドはバリュウ・フォー・マネーを提供していない可能性があると指摘しました。その後、同セクターにおいて手数料が低下傾向にあることを踏まえ（図表1）、FCAは（バリュウ評価の義務付けを含む）一連の政策措置が競争環境の改善に結び付いている可能性があると指摘しています。とは言い、平均的な利ざやの水準は36%であり、一部のファンドは適切なバリュウを投資家に提供していないのではないか、との疑問も生じています。FCAからの圧力の高まりやバリュウ評価に対する外部からの監視状況を踏まえると、運用会社が是正措置を導入するケースは増加する可能性があるかと予想しています。



結論

世界中の資産運用会社にとって、投資家が享受するバリュウを評価する際に、英国の業界で行なわれたバリュウ評価に関する調査からの教訓が参考になります。バリュウを緻密に評価する上で、以下の作業が有益と考えられます。

1. ファンド全体に共通する評価の枠組みを構築する一方で、各ファンドの運用目標やマーケティングの方法に基づく投資家の合理的な期待を踏まえてバリュウを評価する。
2. 問題のないバリュウ指標の存在によって別のバリュウ指標の問題が見落とされないように、分析に際してそれぞれのバリュウ指標を十分に考慮する。
3. シェアクラス間の比較など、十分に詳細なレベルでバリュウを考察する。
4. バリュウが低い要因を明確にする。
5. 評価に際して用いるデータが公正且つ正確であることを確認する。
6. 頑強なガバナンスや客観的な意見や議論に基づいてバリュウを評価する。

要点

英国の規制当局は資産運用会社に対して、投資家が各登録済みファンドから享受するバリューを年次で評価した上で、評価の概要を公表するよう義務付けています。英国金融行為規制機構（FCA）は最近、各社のバリュー評価について初めての調査を実施しました。「バリュー・フォー・マネー（投資の対価）」は多くの法域において注目されているため、英国の事例は各国の運用会社にとって参考になります。

バリューを緻密に評価する上で、以下の作業が有益と考えられます。

1. 各ファンドの運用目標とマーケティングの方法に照らしてバリューを考察する。
2. 1つの指標の高いバリューによって別の指標の低いバリューが覆い隠されないように、バリューの指標を個別に考察する。
3. シェアクラス間の比較など、十分に詳細なレベルでバリューを考察する。
4. バリューが低い要因を明確にする。
5. 公正で正確なデータを確実に用いる。
6. 頑強なガバナンスに基づいてバリューを評価する。



JOY KERSHAW

SENIOR MANAGER
EMEA CENTRE FOR REGULATORY STRATEGY,
DELOITTE

ISHA GUPTA

MANAGER
EMEA CENTRE FOR REGULATORY STRATEGY,
DELOITTE

注意事項: 本誌はDeloitte Touche Tohmatsu Limitedが2021年9月に発行した原著をデロイト トーマツ グループが翻訳し、2021年10月に発行したものです。和訳版と原文である”Assessing the value investment funds deliver to investors（英語）”に差異が発生した場合には、原文を優先します。

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイト ネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ 合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャル アドバイザリー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション 合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスク アドバイザリー、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市以上に11万人を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト (www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイト ネットワーク”）のひとつまたは複数指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィック における100を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、リスク アドバイザリー、税務およびこれらに関連するプロフェッショナルサービスの分野で世界最大級の規模を有し、150を超える国・地域にわたるメンバーファームや関係法人のグローバルネットワーク（総称して“デロイト ネットワーク”）を通じ Fortune Global 500® の8割の企業に対してサービスを提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約312,000名の専門家については、(www.deloitte.com) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイト ネットワーク”）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性及び完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接また間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバーファームおよびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2021. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001