

目次

■ JBIS EYE'S	証券会社関連の動向	01
	証券関連業務に関する行政の動き	01
■ JBIS ONLINE	SIGMA21 営業支援機能『マルチチャネル』のご紹介	02
	SIGMA21 大阪証券取引所 新デリバティブ売買システム対応	
	第2フェーズ概要説明	03
■ PICK UP TOPICS	=証券業界トレンド= 国際商品市況と投資	04
■ JBIS'S FOCUS	投資信託の運用会社について	05

JBIS EYE'S — ビジネスニュース —

証券会社関連の動向

- 【大和】 グループ傘下の大和証券と大和CM証券の統合を公表(7/29)
— 合併時期は来年4月目途
- 【ETN】 初めての上場投資証券(ETN)、東証上場へ(7/28)
— バークレイズ組成の商品指数・VIX中期先物指数に連動する2本を8月23日に上場。9月にも商品関連の7本を上場予定
- 【東証】 新指数“東証マザーズCore指数”の算出・公表を発表(7/20)
— 算出開始時期は秋頃
- 【TOKYO AIM】 プロ向け市場でメビオファームが初上場(7/15)
— 初値は上場5日目で286円で寄付く
- 【JAL再上場計画】 再IPOの為に主幹事候補選定を発表(7/15)
— SMBC日興、大和CM、野村、みずほ、三菱UFJモルスタの5社。時期は2012年度が有力
- 【税制改正要望】 全銀協が金融・資本市場の競争力強化に向け要望書(7/14)
— 金融所得税一本化や確定拠出税制見直しなど
- 【投信】 本年上期(1月～6月)の公募投信への資金流入額は2兆4,403億円(7/13)
— 四半期連続の2兆円超で、海外REIT関連を中心に資金流入続く
- 【増資改善要望】 アジアン・コーポレート・ガバナンス協会は、日本の上場企業の増資手法に関して改善要望書を金融庁に提出(7/1)
— 大規模な公募増資は、株主総会決議や公募割当先の発行会社への開示など、義務化要望

証券関連業務に関する行政の動き

- ・「金融商品取引業等に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(案)」の公表について(7/29)
— 金融商品取引業等に関する事業報告書の改正
 - ▶ 会計方針の変更、表示方法の変更及び過去の誤謬の訂正を行った場合における財務諸表への影響額等の注記の追加
 - ▶ 損益計算書における「前期損益修正益」および「前期損益修正損」を削除
 - ▶ 株主資本等変動計算書等における「前期末残高」を「当期首残高」に改正
 - ▶ 1株あたり当期純損益の金額に係る株式併合または株式分割が行われた場合の注記の追加
- 投資信託および投資法人に関する営業報告書等の改正
 - ▶ 純資産の状況における「前期末残高」を「当期首残高」に改正
- ・「金融商品取引法第二条に規程する定義に関する内閣府令及び有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」(7/29)
— 以下の改正を7月29日から施行
 - ▶ コンテンツの製作委員会等に関する出資持分について金融商品取引法上の有価証券に該当しないものを明確化
 - ▶ 有価証券等から除外される取引先持株会について、その出資対象者に事業者以外の者が含まれないことを明確化
- ・新東京シティ証券株式会社に対する行政処分について(7/8)
— 財産状況を偽装している状況や常勤役員の不在など内部管理態勢に問題あり、3か月間の業務停止命令と業務改善命令

SIGMA21 大阪証券取引所 新デリバティブ売買システム対応 第2フェーズ概要説明

SIGMA21では、2011年2月に稼働した大阪証券取引所新デリバティブ売買システム(J-GATE)に関する対応を実施しましたが、現在第2フェーズのリリースを本年9月20日に予定しております。準備中の第2フェーズの概要をご説明いたします。

◆ SIGMA21 対応内容

売買直結	<ul style="list-style-type: none"> ■ 画面の追加 <ul style="list-style-type: none"> ・注文、通知の詳細照会画面 …… 注文送信照会画面、通知照会画面から選択した1件の注文データについて、詳細内容を表示する画面(※注文番号を指定して照会する画面は対応致しません) ・注文再送画面 …… 特定の注文を選択して再送する機能と、1オペレーションで未送信注文を全て再送する機能の2パターンについて対応 ・市場ステータス照会画面 …… 取引所のステータスを照会する画面
相 場	<ul style="list-style-type: none"> ■ 逆指値・ターゲットメール(e-SIGMA21への約定情報提供)対応 ■ 予約時間帯の相場値幅情報の提供
SIGMA21-χ	<ul style="list-style-type: none"> ■ ソフトリミット機能の拡張 …… 大証のソフトリミット機能を実装(商品別に発注限度の設定が可能) ■ 8時前の制約改善 …… 8時前訂正取消不可の改善
e-SIGMA21	<ul style="list-style-type: none"> ■ 注文種類の追加 …… 成行、最良指値注文の追加 ■ 執行数量条件の追加 …… FAK、FOKの追加 (第1フェーズでは、FASをデフォルトとして対応) ■ 逆指値・ターゲットメールの再開 … 停止機能の復活 ■ 一括発注の制約改善 …… 8時前訂正回数制限の改善

◆ ユーザー様から見た変更点

	区 分	現行(第1フェーズ稼働後)	第2フェーズ稼働時
SIGMA21-χ	ソフトリミット機能拡張	先物/オプション別に発注限度数量チェックを実装済	商品別(ex.日経225、日経225ミニ)に発注限度数量チェック、発注限度代金チェックを実装
	8時前の制約改善	8時前に訂正・取消の入力不可	8時前に訂正・取消の入力可
e-SIGMA21	注文種類	可能:指値 不可:成行、最良指値、ストップ(逆指値で同様機能)	可能:成行、指値、最良指値、 不可:ストップ(逆指値で同様機能)
	執行数量条件	指定なし(FASと同様の条件)	FAS、FAK、FOK
	逆指値、ターゲットメール	第1フェーズでサービス停止(機能はあるが停止中)	サービスを再開
	一括発注の制約改善	一括発注後、8時前までの訂正回数は1回のみ	一括発注後、8時前までの訂正は複数回可能

◆ 第2フェーズスケジュール

JIP内部テスト	2011年7月16日	8月6日	8月27日
ユーザ様参加テスト(注文テスト)	1回目 2011年9月3日(予備日 9月10日)	2回目 2011年9月17日	または 9月18日
本稼働	2011年9月20日(最終)		

国際商品市況と投資

日本ではあまり強い実感はないが、世界的にモノの値段が上昇している。このモノの値段とは何を指すのか。代表的なモノの値段=国際商品指数にCRB指数(ロイター/ジェフリーズCRB指数)があるが、この指数は米国と英国各商品取引所の先物取引価格から算出されている。現在、以下の19種が構成要素となっている。

- ・ エネルギー関連=WTI Crude Oil (原油)、Heating Oil(暖房油)、Unleaded Gas(無鉛ガソリン)、Natural Gas(天然ガス)
- ・ 農作物関連=Corn(トウモロコシ)、Soybeans(大豆)、Live Cattle(生牛)、Sugar(砂糖)、Cotton(綿)、Cocoa(ココア)、Coffee(コーヒー)、Wheat(小麦)、Lean Hogs(豚赤身肉)、Orange Juice(オレンジジュース)
- ・ 非鉄金属=Gold(金)、Aluminum(アルミニウム)、Copper(銅)、Nickel(ニッケル)、Silver(銀)

このモノの値段は去年の後半以降上昇が著しく、特に農作物関連の価格上昇は金融危機以前の水準を超え、新興国の物価上昇に大きな影響を与えていることが問題となっている。時期的にはQE2(米国の量的緩和第二弾)が始まった時と上昇時期が重なっているため、物価上昇に悩む新興国からは先進国の金融政策を非難する声も多く聞かれる。国際商品価格上昇の分析は専門家の手に委ねるとして、この上昇の背景を説明するには次のようなキーワードがある。

【新興国の成長】中国やインドなどの経済成長で、原油や鉄鋼石などの需給が逼迫していることはよく知られているが、農産物の価格上昇の根底にあるのも、この新興国の需要増加と結びつけられる。実際、2000年代後半から世界の穀物消費における新興国のシェアは上昇を強め、2009年時点で75%近くまでになっている(OECD)。なお新興国の家計支出に占める食料品の割合も3割以上(先進国は2割未満:日銀資料による)になっており、物価上昇に対する新興国国民の不満は大きなものとなっている。

【コモディティの金融商品化】よく商品価格の急上昇を

ヘッジファンド等の投機的動きと説明されることもあるが、これは少し短絡的過ぎる。背景には、長期投資を行う機関投資家が株式や債券だけでは物価上昇をカバーする収益率が期待できなくなったと考え、増加させた代替(オルタナティブ)投資の受け皿として商品先物市場があった。勿論商品市場側でも2000年代半ばに指数(インデックス)や電子取引プラットフォームの整備などを行い、ETFなどファンドの投資を受けやすくしたことも、コモディティの金融商品化が進んだ要因となっている。

【天候変動、地政学リスク】豪雨や干ばつが及ぼす農産物価格への影響、中東情勢が及ぼす原油価格への影響などは本来数か月単位の短期的変動要因であるが、モノの値段の上昇にバイアスがかかる要因として最近はその影響が長引いているように思われる。日本の大震災の影響もこの地政学的リスクなのかも知れないが、ストレステストや脱原発宣言など日本の政治が地政学的リスクにカウントされないよう祈りたい。

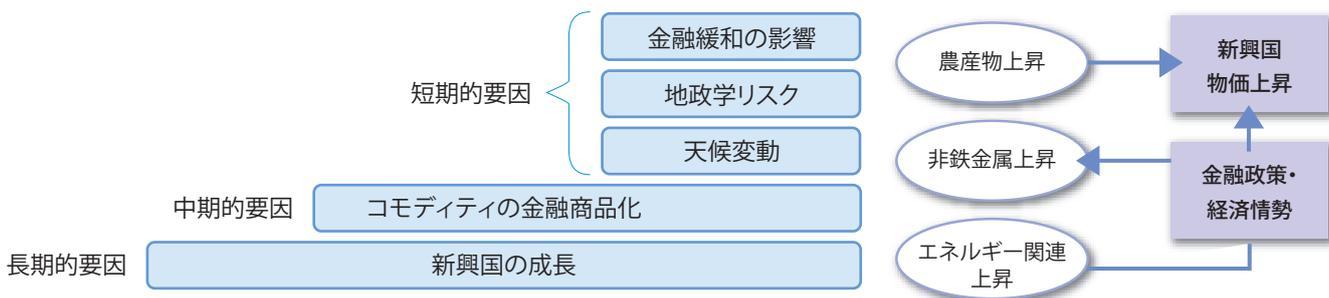
【金融緩和の影響】緩和策による過剰流動性の影響を指摘する方々も多いが、この部分は専門的な分析に頼りたい。日銀による以下のワーキングペーパーでも、結論としては金融緩和策がもたらす商品価格上昇への影響は大きいとしている。

〈国際商品市況変動の要因分解と市場間連動の背景〉(日本銀行)

【株価と商品市況の共変動】金融危機後、株価と商品先物価格の連動性が強まっているが、コモディティの金融商品化が進んだ結果、株も債券もそして商品も同じリスク資産と見られるようになり、市場全体がリスク資産を増やすか減らすかという流れの中で株価も商品先物価格も動いているのが現状と見られている。

なお、国際商品市況に対する個人の投資手段も拡大していて、商品の現物や先物に投資する投資信託やETF、個人の店頭デリバティブとしてのCFDなど、コモディティへの投資手段が整ってきている。

国際商品市況の上昇要因



投資信託の運用会社について

- ◆ 成長産業としての投資信託の運用会社
- ◆ 運用会社の現状
- ◆ 投資信託の運用と販売の関係、その沿革
- ◆ 成長拡大への期待

◆ 成長産業としての投資信託の運用会社

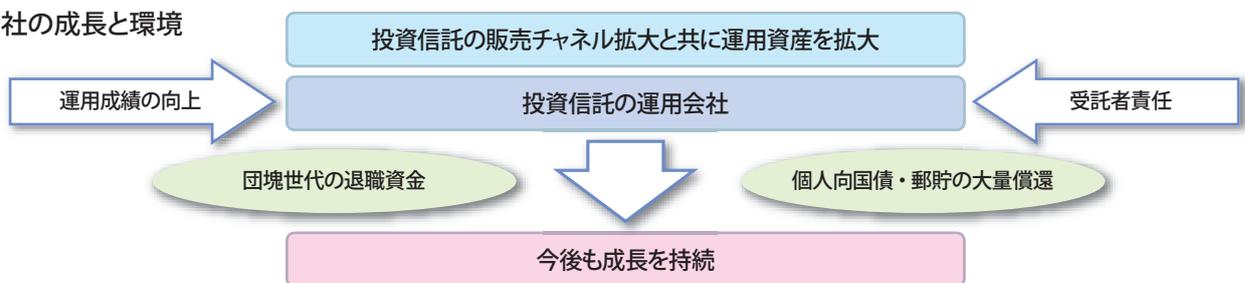
銀行や証券会社の株価が歴史的な低水準にある中で、資産運用ビジネスは金融業界の数少ない成長産業である。今や証券会社の経営も支える投資信託だが、金融機関等の投信窓販解禁など販売チャネルの拡大も相まって、日本の運用会社は過去10年間以上成長を続けている。投資信託の運用残高は、本年6月末で65.7兆円（個人金融資産の4%程度で欧米の10%台に比べ少ない）に達したが、今後2年程度は団塊の世代の退職が本格化することや国債・郵貯の大量償還などで二桁の資金流入増加が見込まれており、運用会社にとってしばらく良好なビジネス環境が続くことが予想されている。

今では投資信託の運用だけに留まらず年金基金運用への助言、企業・個人の金融資産運用なども行っている運用会社であるが、プロの運用者としてその存在感が増してきているのと同時に、投資家から求められるものも高度化・多様化してきている。例えば運用対象であるが、国内株式・債券にとどまらず、外国株式・

債券の現物・デリバティブを駆使しなければ望む運用成績を残すことは難しい。加えて国際投資による為替リスクの管理や商品先物への投資を行うことも必要となっている。これらを全てファンドマネージャーの技量だけに頼る訳にはいかない為、運用会社はプロセス毎（運用方針の決定→ポートフォリオ構築→実際の売買）に専門家の判断を必要とする仕組みに変えてきており、判断を支える調査部門のスタッフを充実させている。しかし自社の機能を全て充実させるには限界があるため、一部あるいは相当な部分を海外の運用会社や外部の専門家に委託するなどの対策を採っている。外部の機能を使うことは小さな運用会社でも多様な運用体制を構築することを可能にし、また資産運用ビジネスの裾野の拡大にもつながっている。

一方日本の主要な運用会社は金融グループに属しているため、投資信託の販売者である親金融機関と、投資家から運用を任される受託者としての運用会社間の利益相反に関して指摘を受けることもある。

運用会社の成長と環境



◆ 投資信託の運用と販売の関係、その沿革

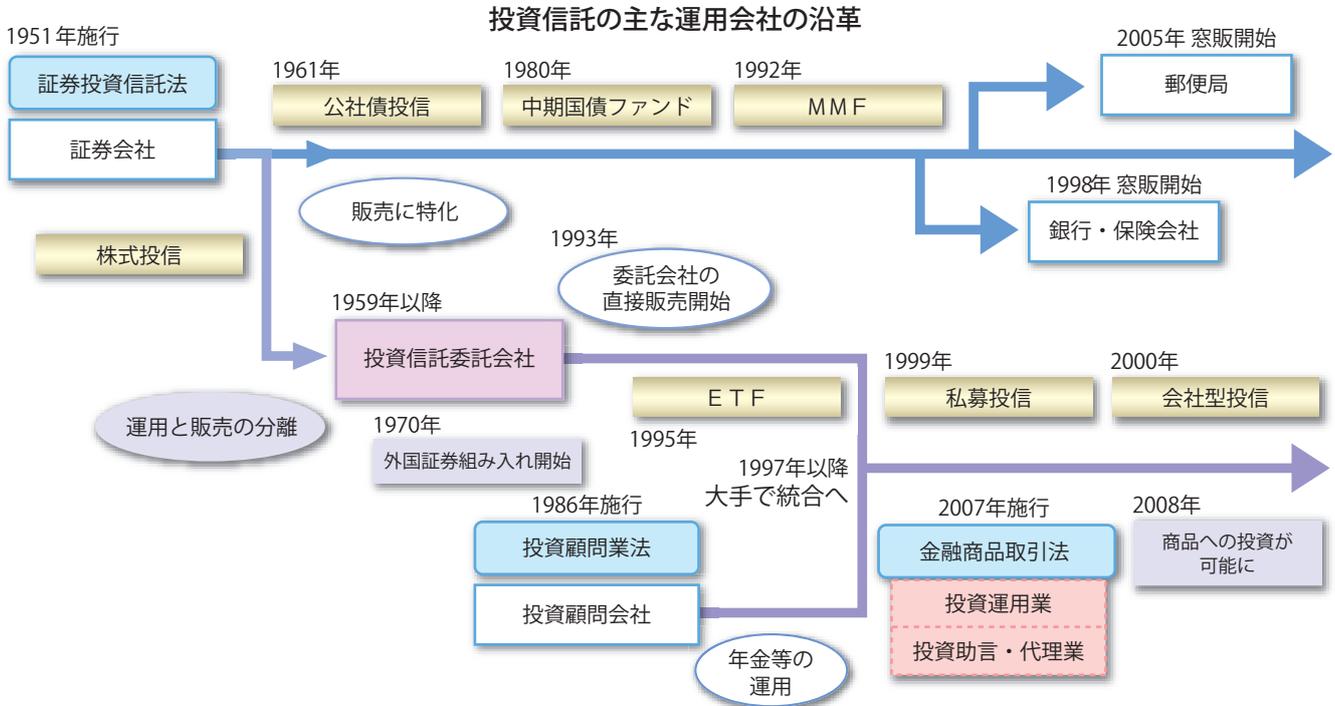
主要な投資信託の運用会社は、半世紀ほど前に証券会社から分離して投資信託の運用を行って来たが、投資信託の種類を増やしつつ他の証券会社へも販売先を拡げ、年金の運用を行う投資顧問業も取り込んできている。つまり現在の主な運用会社は、投資信託ビジネスと年金ビジネスから成り立っている。これを金融商品取引法の定義に置き換えると、次のようになる。

・ 投資信託委託業務=投資信託の受益証券の権利者から拠出をうけた金銭等の財産を運用すること(金商法第2条8項14号に係る業務)

- ・ 投資一任契約にかかる業務=投資一任契約を締結して、その金銭等の財産を運用すること(金商法第2条8項12号口に係る業務)
 - ・ 投資助言業務=報酬を受け取ることを前提に投資顧問契約を締結し、有価証券等の価格や動向について助言を行うこと(金商法第2条8項11号に係る業務)
- 主にこの3つが投資信託運用会社の業務となるが、この他に投資法人などの資産運用や投資顧問契約・投資一任契約の代理または媒介を行う場合もある。主要な運用会社は金商法上の投資運用業でかつ投資助言・代理業も兼ねている。

この運用会社の沿革は下図のようになっているが、ポイントとなることは、1959年以降証券会社から分離して投資信託委託会社が設立されたこと、1997年以降投資顧問会社を吸収して資産運用ビジネスの拡大を

図ってきたこと、また時々の規制緩和を受けて運用商品を増やしており、最近では2008年から商品先物等の組み入れが可能となっていること、などが上げられる。

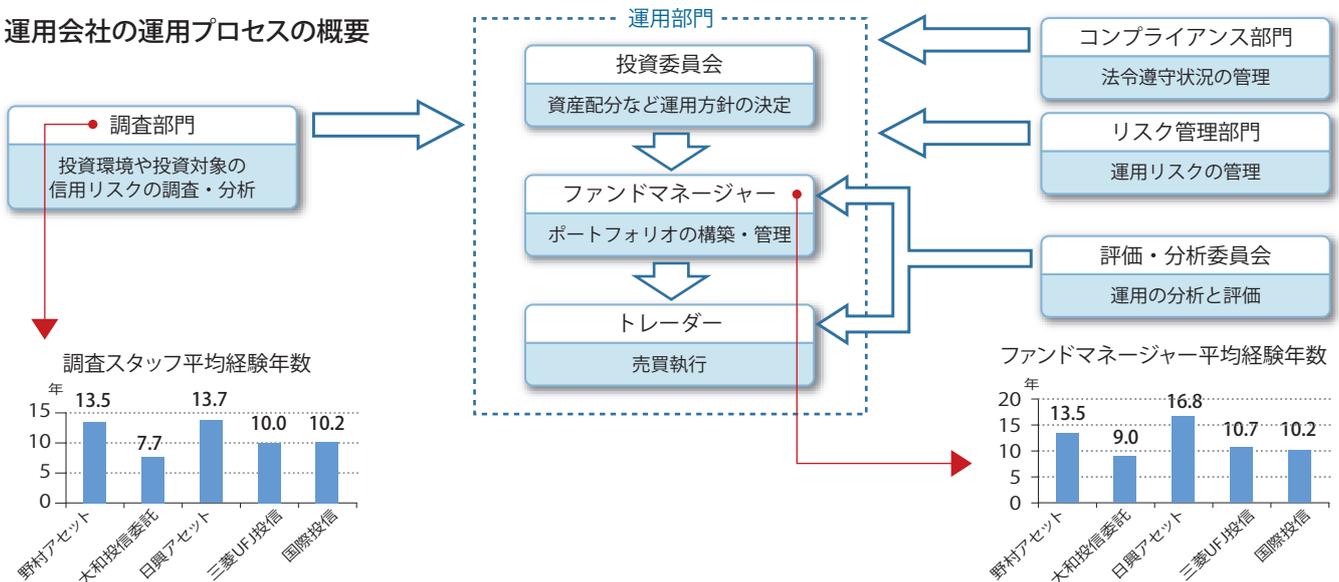


◆運用会社の現状

運用会社の最大の競争力は運用成績だが、それを支えるのは各社の運用プロセスである。その中心となるのがファンドマネージャーだが、優秀な人材の確保や育成は各社の命題となっている。また、運用部門をサポートする調査部門も重要だが、近年の海外投資や投資対象の多様化などで、外部機関に調査を委託するケースが増えている。日本株の運用で始まった日本

の運用会社だが、最近の投資信託残高全体に占める日本株の割合は13%台まで低下し、逆に外貨建て資産は本年6月末で27.8兆円と全体の42.3%を占める。その為海外株式や海外債券の運用に強みを持つ海外運用会社や調査機関に頼る部分が増加し、運用会社収益の圧迫要因となっている。
(主要な運用会社5社では営業収益の17%程度)

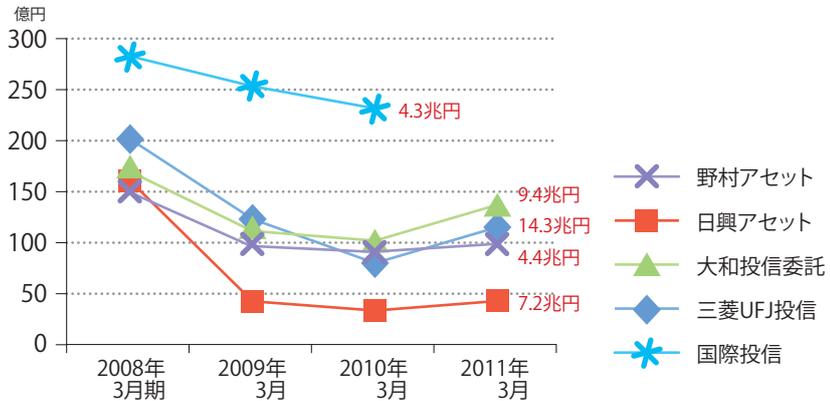
運用会社の運用プロセスの概要



日本の運用会社の営業利益率は、金融危機前に20%程度まで上昇していたが現在は15%程度となっており、欧米の運用会社の30%に比べるとその収益性は劣っている。投資顧問業協会の資料による「主要運用会社の経常利益推移」では、グラフの様に利益水準は運用資産規模や増加に比例していない。特に金融危機後、投資信託の運用資産残高が伸びているにもかかわらず利益水準が目立った上昇をしていないが、これは手数料率が低い外債や海外REITで運用するファンドの増加が原因と見られる。

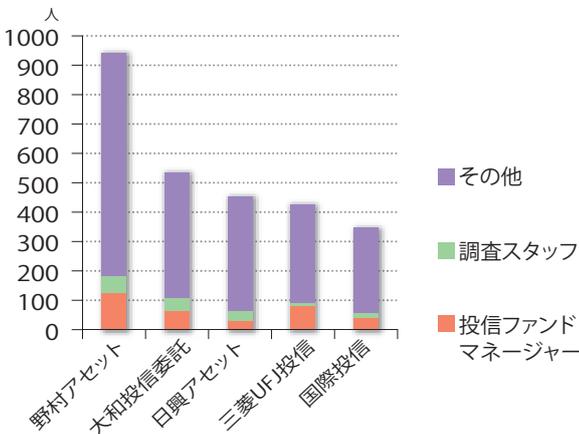
主要運用会社の経常利益推移

※赤字は運用資産(6月末)

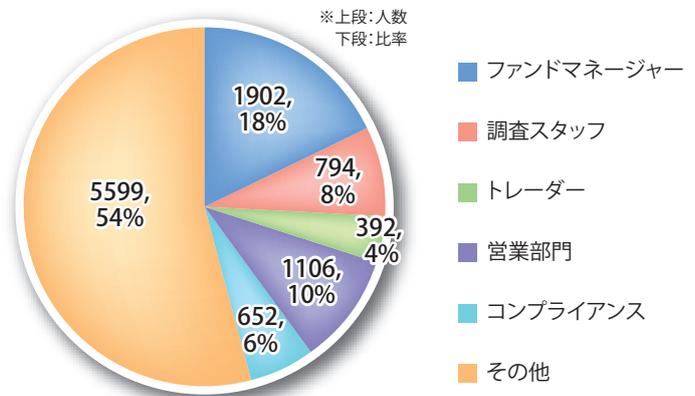


また人がビジネスの中心となる運用会社にあつては人件費がコストに占める割合が高いのは当然だが、経常利益水準は各社の人件費率の低い順位と概ね一致するようだ。大手の運用会社では、中核となるファンドマネージャーや調査スタッフの占める割合は2割前後だが、最近証券会社や金融機関へ投資家向けセミナー開催の支援や販売員向け説明会開催など、販売支援を行う営業スタッフを強化する傾向が強まっている。

主要運用会社の人員構成 ※2010年3月末時点



運用会社の人員構成 ※投資顧問業者も含む247社分



一方、2007年の金融商品取引法施行で投資信託委託会社も投資運用業と定義付けられ、最低資本金5,000万円の登録制となったことから小型の運用会社も新たに設立され、独自の投資方針であり既存の販売会社を頼らない投資信託の募集・運用を行っている。本年6月末時点で残高のある投資信託の運用会社は76社あるが、その内運用資産が1~5億円台の運用会社が4社ある。但し、運用資産規模トップの野村アセットでも14.3兆円で、海外の運用会社トップグループからみると数分の1から一桁規模が異なっている状況から、日本の個人金融資産を背景とした運用会社の成長余力は大きいと見られている。

運用資産規模 ※6月末時点

運用資産額	社数
10兆円超	1
1~10兆円	11
~5,000億円	11
~1,000億円	16
~100億円	20
~10億円	13
~1億円	4

なお、運用会社における足元の実務的な課題としては、次のような事が上げられる。

【運用の仕組みや投資環境/リスクなどを分かり易く伝える】
投資信託目論見書の記載内容を標準化し易くするという取り組みが昨年7月から行われているが、過去設定の投資信託も順次容易化が進められる途中である。またネットでの販売に備えて、目論見書内容を動画を使って一般投資家に易く伝えるといった新たな試みも始まっている。

【目論見書や運用報告書など投資家配布資料の効率化】
毎月分配型の投資信託が増加しているため、この作成・

発送費用は増加している。また販売会社や投資家のニーズに応じた目論見書の発送/配信を効率化する取り組み(ロジスティクス)が一部運用会社では始まっている。

【各ファンド運営の効率化】
証券保管振替機構によると、6月末の私募も含めた投資信託銘柄数は6,636銘柄に達している。これを運用資産残高で割ると1銘柄当たり10億円に達しない。大手運用会社での1銘柄当たりの公募ファンドの採算ラインは20億円と言われているが、設定時の基準価格を大きく下回るものは繰上償還が可能であっても販売会社との関係で繰上償還を実施しない。

◆成長拡大への期待

運用会社を評価するのに6つのP (Philosophy, Process, People, Product, Performance, Price) というのがあるが、おそらくこの配列は大切なものの順番ではないだろうか。最初の投資哲学を投資家に向かって述べることは、海外の運用会社トップでは当たり前のことだが、大手金融グループに属する日本の運用会社では少し難しいのかもしれない。しかし日本の運用会社もせっかくの良好な環境を背景に組織として成長していく為に、運用会社としての投資哲学あるいは投資方針を明確にかつ平易にそして力強く伝えていく努力が必要だろう。特に大震災後の日本ではどう考えて行動するかということ求められているように思う。

実際におきている運用会社の行動の変化から、その成長を期待したいのは次の3つの取組みになる。

【その1: 投資家への情報発信力の強化】

販売会社からの要請もあるだろうが、販売会社の投資家向け情報発信量は格段に増加している。不安定な

市場に対するスポットでの情報提供を充実していることに加え、週刊ベースでのレポートもこの一年で随分増加している。また、これらの情報は殆どネット上で一般に公開されている。

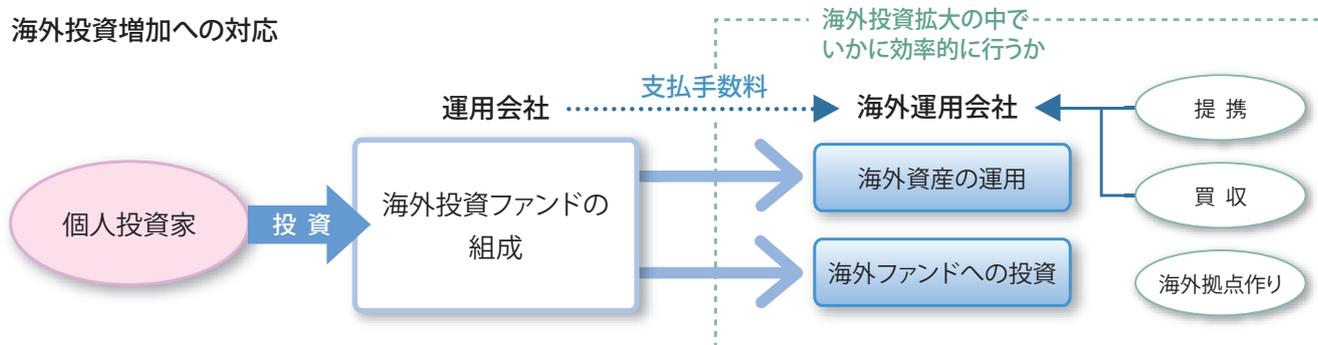
【その2: アジア強化を中心にしたグローバル展開】

海外投資の増加に伴い、運用会社自らが海外運用会社を利用することが増えている。しかし、効率的な利用をする為、中国やインドなど新興国の運用会社に出資したり買収する動きも強まっている。またアジア各国の拠点強化の動きもある。

【その3: 効率的で透明性の高い組織経営】

一般の上場会社にとってIR(インベスター・リレーションズ)は重要だが、運用会社にとっても投資家の預けた運用資産が収益を生み出しているため、投資家向けに自らの組織経営を分かり易く伝える必要がある。その為、業務や組織の効率化や事業戦略の計画化など透明性の高い組織経営が求められている。

海外投資増加への対応



※文中のグラフや図表の数値は、投資信託協会、投資顧問業協会の資料より作成