

資産運用立国実現に関する5つの提言

金融問題研究会（資産運用部会）

2025年1月7日

<金融問題研究会（資産運用部会）メンバー>

会長 木原誠二

座長 田中達郎

副座長 森田宗男, 野崎浩成

大槻奈那, 菅野暁, 関岡泰之, 松尾憲明（五十音順）, 他2名

資産運用立国実現に向けた提言

当研究会は2022年に発足後、低経済成長・低労働分配・低資産所得などの状況に危機感を持ちつつ、金融の資源配分機能を向上させるべく議論を続け、「本邦金融機関経営に関する5つの提言」を2023年5月にまとめた。わが国金融をリードする立場にあるメガバンク等主要金融機関に向けて、金融市場の牽引役として認識すべき使命と矜持を踏まえ、5つの処方箋（人的資本改革、金融資本市場整備および資産運用充実、テクノロジー改革、金融機関ガバナンス強化、金融機関の使命の再認識）を提案したものである。

政府は前年の「資産所得倍増プラン」に続き2023年12月には「資産運用立国実現プラン」を公表し、これを受けて2024年8月、「アセットオーナー・プリンシプル」が策定されるなど、インベストメントチェーンを活性化させる諸施策が起動し始めた。こうした動きに呼応して、主要金融グループが運用体制改革などの戦略を打ち出しつつある。

しかし資産運用全体を俯瞰すると、課題の根は深くかつ広範に亘ることから、研究会として資産運用部会を立ち上げて、議論を重ねてきたところである。本報告は、すべてのテーマにおけるガバナンスの重要性を認識した上で、「年金等アセットオーナー」・「プライベートアセット等運用多様化」・「各主体のリテラシー」の観点から提言を行うものである。

提言 1 資産運用立国実現に向けた推進体制整備とアセットオーナー改革

- ▶ インベストメントチェーン活性化には、以下の理由から、異なる行政所管が協調して関与する必要があり、これを担保すべく内閣官房等に省庁横断的司令塔を設置すべきである。
- ▶ アセットオーナー・プリンシプルの実質化が、アセットオーナーの高度化、資産運用会社の運用力強化、運用先へのエンゲージメント強化、プライベートアセットを含むアセットクラス多様化につながり、スタートアップを含む投資先企業等の価値創造をもたらす。
- ▶ このためには、所管が多岐にわたるアセットオーナーに対して、アセットオーナー・プリンシプルの取組状況の効果的かつ一元化されたモニタリングを実施する主体が不可欠であり、その関与の前提となる情報開示こそがアセットオーナーばかりでなく、受益者、労働組合、運営母体企業等の意識とレベル向上につながる。
- ▶ また、運用のバックヤードに構えるシステムインフラのレガシー化の問題も、特定の官庁での対応は限界があり、異なる利害関係者や行政所管を超えて、決済、データ等のシステム基本インフラの抜本的革新に向けたリーダーシップが求められる。

- ▶ タテ割り行政ベースでは、効果的なガバナンスが機能しないことが少なくないため、資産運用立国実現という省庁横断的テーマ（プラン策定に参加した厚生労働省、文部科学省、金融庁に加え、スタートアップに関連して経済産業省等）を推進する司令塔が不可欠である。
- ▶ アセットオーナー・プリンシプルの実効性を高める観点から、各所管に委ねることなく、強力な司令塔が中心になって、十分な情報開示とそれによる横比較等によるピアプレッシャーを通じた働きかけが、アセットオーナーの運用への向き合い方を積極化させるなど、インベストチェーン高度化の起動の鍵を握る。
- ▶ 他方で、資産運用インフラの充実は不可欠で、例えば資産運用立国実現プラン公表後に公販ネットワークにおける日興・大和相互接続の動き等はあるものの、効率性には課題を残す。
- ▶ 上述の例では3社寡占を問題視しながらシステムベンダーへの介入を行う有用性もあるが、より抜本的には分散管理台帳（DLT = Divided Ledger Technology）などをテコとしたDX革新を断行し、ファックス・メールなど前時代的手続きを排除し、社会的効率性を向上させる必要。
- ▶ 本件以外にも、資産運用周辺のシステム改編の余地は大きく、上記の司令塔がこうしたインフラ整備も旗振り役として牽引することが望まれる。
- ▶ 加えてEMPに関しては、スタートアップ向け投資や事業承継に係るバイアウトファンドでトラックレコードのない第1号ファンドを敬遠する傾向は、アセットオーナー、主要ならびに地域金融機関を問わず強いため、司令塔に期待される役割は少なくない。

提言 2 確定給付年金（DB）における受益者利益の最適化

- DB 運営が人的資本充実への重要な要素であることを、スポンサー企業や基金に認識させるためには、開示をテコとしたピアプレッシャーが有効である。
- アセットオーナー・プリンシプル受け入れが当たり前という環境醸成のためにも、相応の規模以上の対象主体の受け入れ状況について公表を実施すべきである。
- 第三者が横断的比較を可能とする情報開示（長期期待運用収益率、予定利率、運用利回り、成熟度等）を要求するとともに、ベストプラクティスも公表すべきである。
- インフレ抵抗力のある DB への移行を推進、その成果も開示すべきである。

- ✓ DB を巡っては、社会保障審議会での議論等を背景に、運用力向上や受益者対象の顧客本位の業務運営原則導入について、受け入れに抵抗感がある印象がある。アセットオーナー・プリンシプル受け入れを表明する基金・機関の裾野も拡大する余地がある。
- ✓ デフレ下では給付充実の必要性に迫られることもなく、スポンサー企業の財務リスクもあり、下方リスクを限定させるディフェンシブ運用を行うことに合理性があった。しかし、インフレ常態化が進む環境下、従業員が抱える将来不確実性を解消するため、資産所得の一部を成す DB を充実させることは人的資本重視政策の一環であるとも言える。
- ✓ 他方で規約型が太宗を占める中小 DB の経営資源制約の問題の存在は否定できず、この閉塞的状态から脱却し運用体制充実へ誘導するためには、開示強化によるピアプレッシャーばかりでなく、廉価な OCIO*サービスへアクセスしビリティ向上も施策として求められる。
* OCIO (Outsourced Chief Investment Officer) : 90 年代から欧米で定着、英国では DPM (Dedicated Pension Manager)。戦略策定、アロケーション、個別運用の一部あるいは全般を受託。サービスのモジュール化による費用負担軽減も考えられる。
- ✓ 中小 DB の開示負担に配慮しつつ、第三者による横比較と受益者・基金等による閲覧利便性向上のため、基本計数（長期期待運用収益率、予定利率、運用利回り、成熟度等）の一律開示を求める有用性が高い。同時にベストプラクティス公表で内発的取組みを促すことが重要。
- ✓ インフレ抵抗力向上に資する運用力向上のインセンティブを高めるため、運用成果を受益者に還元する運用実績連動型 CB*移行を勧奨し、その成果を開示することも一案である。
*キャッシュバランスプラン。国債連動型・運用実績連動型・CPI 連動型がある。

提言 3 確定拠出年金（DC）における受益者利益の最適化

- DC は日本の年金制度に占める割合が国際比較で見ても極端に低い状況であるが、企業の財務的影響軽減、個人の積極的運用関与による存在感の向上の余地がある。
- 第一に、企業や個人の年金活用選択の自由度を拡大するため、DC の非課税枠拡大が不可欠であり、かつ、個人 DC の（IRA 的な別枠化も含め）制度設計簡素化も望ましい。
- 第二に、企業 DC について、デフォルト商品ならびにラインナップ、受給者の選択実績、運用パフォーマンスの他社比較が容易となる開示を義務化すべきである。
- 第三に、運営管理機関の間での競争原理を機能させるために、レコードキーピングシステムの標準化を、DLT（Divided Ledger Technology）および AI を駆使して断行すべきである。

- ✓ 企業 DC 受給者に係る個人 DC（iDeCo）活用の自由度が法改正で高まったものの、非課税枠（総枠¥660,000）は米国（401K=\$23,000, IRA*=\$6,000）と差が大きい状況が続いている。また、国民年金基金連合会介入により、社会的コスト増大を来しているのではないかと懸念されている。

*IRA (Individual Retirement Account;退職後資金積立を目的とした米国の個人退職勘定)

- ✓ 米国 ERISA 法は、受託者責任を DB だけでなく DC にも求め、2006 年法改正により資産選択を厳格化した。デフォルトファンドの場合は適格デフォルトファンド（QDIA = Qualified Default Investment Alternatives）の要件（年齢・受給時期考慮した Life Cycle Fund, Managed Account, Balanced Fund 等）を充足しない限り受託者責任を免れないこととなっている。
- ✓ 企業 DC で元本確保型商品が全体の 3 割を占める状況に鑑み、効果的運用の為、運営管理機関および労使合意で定められるデフォルトアロケーションや商品群について開示を求めるべき。
- ✓ 2016 年改正の確定拠出年金法では 5 年ごとに運営管理機関（運用関連、記録関連）見直しを求めるものとしているが、データ互換性の問題もあり運営管理機関の交替は実務上困難である。記録運営管理機関間のデータ連携を前提とし、運営管理に係るコストやパフォーマンス開示を義務化し競争原理を働かせるべきである（※因みに運営管理機関フィーは導入古い DC ほど高い傾向）。
- ✓ 管理システムは互換性に欠けるレガシーシステムであり、運営管理機関交替や個人ポータビリティを円滑化する意味でも、DLT 活用など抜本的更改が必須である。
- ✓ 重要なのは「元本確保型＝安全」という誤った認識を招かないことである。インフレ時において元本確保型がもたらすリスクを記載するなど、金融教育と並行した開示の充実を求めたらどうか。また、元本確保型の商品群比率の上限を設けることなども検討すべきではないかと懸念されている。

提言 4 プライベートアセットの活性化

- 年金ないし個人の投資機会多様化は、期待収益率向上による資産所得充実とリスク分散に資するものであり、プライベートアセット活性化が鍵を握る。そのためには、クレジット、エクイティそれぞれの流動性向上が不可欠となる。
- プライベートクレジット（PC）：企業価値担保融資をテコとしたベンチャーデット活性化がスタートアップ支援に繋がるほか、エネルギー（含む脱炭素）・インフラ・業界再編などのファイナンス機能を担わせることで、投資と調達双方の多様化に連なる。
 - ◇ PC 投資（機関・個人）における過度な流動性重視の修正（解約期間延長で収益率向上）
 - ◇ 企業価値担保融資の契約書統一化によるベンチャーデットの市場化
- プライベートエクイティ（PE）：IPO を急ぐことないよう PE 市場の流動性向上が求められる。例えば米国の Regulation D Rule 506b を念頭に置いた環境整備が必要である。
 - ◇ 特定投資家の投資機会拡大のための J-Ships 改革（会員審査緩和、銘柄開示）や移行勧誘解禁
 - ◇ 投信への非上場株式組入れに加え、ベンチャー投資法人の組成・上場促進
 - ◇ 時間軸の長い機関（年金、大学基金等）の投資拡大により、VC 出口戦略の柔軟化

- ✓ 米国では、PC 市場（Asset Based Lending, Safe Yield, Venture Debt 等）が銀行からの信用供給を大幅に上回る。今後、わが国においてもスタートアップ向け資金供給に加え、エネルギー、インフラ、産業クラスター化など大規模資金ニーズ対応で PC 活用余地が広がる。
- ✓ PC 投資に関しては、個人・機関を問わず投資家が流動性（資金化の容易さ）を過度に重視し、解約可能期間の延長による期待収益率向上の機会を失っている。
- ✓ ベンチャーデットに関しては、銀行等既存プレーヤーが企業価値担保融資の制度設計を活用し、契約デフォルト化や案件開拓を積極的に行いながら市場化を目指す意義は大きい。
- ✓ PE 投資は、米国で 300 兆円規模の Regulation D Rule 506b（特定投資家人数制限なし、調達上限なし）が模範となる（クラウド型＝Regulation CF は 700 億円程度に留まる）。
- ✓ 特定投資家の PE 活性化には、銘柄情報公開（特定投資家向け銘柄制度 =J-Ships）と取扱協会員（現在 6 社*）増加、特定投資家移行の勧誘解禁が必要。*野村、SBI、広田、Fundinno、みらい、sbiiibo
- ✓ 年金や大学基金など長期投資家の PE 投資拡大により IPO 圧力が掛かる VC 出口戦略を柔軟化させ、ユニコーンに繋がる PE 市場拡大、クロスオーバー投資家増加などを促すべき。
- ✓ PE 投信組入れも流動性確保等*がネックであることは米国も経験。上場ベンチャー投資法人の活用、金融機関の積極的取組みが望ましい。*時価簿価、解約急増による流動性管理、フロントランニング
- ✓ 銀行関連の規制柔軟化が望ましい～①投資専門会社の投資対象連結要件（①重要性原則、②VC 条項*）、バーゼル規制上の投機的非上場株式の認定等。

提言 5 J-FLEC 等による金融経済教育の実質化ならびに各機関の金融意識の喚起

- J-FLEC（金融経済教育推進機構）の金融リテラシーならびにキャッシュフロー・リテラシーの情報へのアクセシビリティ&有効性を向上すべきである。
- マイナポータルにおける年金情報への J-FLEC 開発キャッシュフロー管理アプリからの API 接続を実施、家計の予見可能性を向上すべきである。これが幅広い金融業態間での API 連携によるプラットフォーム化すれば、顧客本位原則の礎となる。
- 投資データ収集・集計を継続的に実施、アセットクラス軸、通貨軸、時間軸等の立体的比較が容易となる情報還元を同機構が担うことで、客観性ある判断を行うインフラが整う。
- 職域へのリーチに関し、中小零細企業やフリーランスを含む個人事業主に潜在的ニーズが存在している点を踏まえ、人海戦術ではなく上述のアプリ・ソフトの充実が肝要である。
- 資産運用立国実現を踏まえたわが国の問題は、個人のリテラシーばかりでなく、アセットオーナー・企業を含む幅広い主体の金融への理解や意識の欠如。この課題を解消するためには、行政・取引所・金融業界団体・メディア等による幅広い連携・関与が求められる。

- ✓ 改正金融サービス提供法に基づき J-FLEC が発足、中立アドバイザー認定や職域を含む金融リテラシー向上に向けた全世代的な取り組みをスタートしている。金融教育の基本は理論修得ではなく、キャッシュフローの見通しを鳥瞰できることが第一歩であり、これがなければ金融教育の涵養はおろか、DB 給付率見直しの機運も DC の商品選択も投資多様化にもつながらない。
- ✓ 学校教育から社会人までの教育場面に応じ、一貫性のある教育内容を適切かつ過不足なく行うため、同機構が司令塔的役割を果たすべきである。職域教育も中小零細は手薄になるため、金融知見具備が必要な人に必要なコンテンツ（汎用性あるキャッシュフロー見通しや運用のリスクリターンをビジュアルライズさせるアプリ開発など）へのリーチを果たす工夫が求められる。
- ✓ 英国 MaPS (The Money and Pensions Service) は 2018 年に機構再編（DC 受給者向け助言を行う Pension Wise、私的年金扱う TPAS、金融教育担う MAS の 3 機関が統合）で発足した、金融年金情報提供や教育を行う公的機関。わが国においても、マイナポータル等の年金データへのアクセスを可能として、個人のキャッシュフロー見通しの可視化を行える仕組みへつなげるほか、年金を含めた形で金融教育を網羅していくべきである。
- ✓ 金融リテラシーは決して個人のみの問題ではなく、金融経済を動かす多くの主体の問題でもある。個人の金融の理解・意識を高める意識改革は、アセットオーナー・企業変革に直結する。
- ✓ この課題を解消するためには、行政（提言 1 で述べた司令塔等）・取引所（JPX 等）・金融業界団体（投信・証券・銀行等）・メディア等による幅広い連携と関与が求められる。

以上