

第1回資産運用立国分科会議事要旨

(開催要領)

1. 開催日時：令和5年10月4日(水) 15:28~16:24
2. 場所：合同庁舎4号館12階共用1208特別会議室
3. 出席者：

鈴木 俊一	内閣府特命担当大臣(金融)
井林 辰憲	内閣府副大臣
神田 潤一	内閣府大臣政務官
村井 英樹	新しい資本主義実現本部事務局長
油布 志行	金融庁総合政策局長
塩見 みづ枝	文部科学省研究振興局長
橋本 泰宏	厚生労働省年金局長
大場 昭義	日本投資顧問業協会会長
佐藤 久恵	国際基督教大学評議員
中曾 宏	株式会社大和総研理事長
中村 明弘	企業年金連合会運用執行理事
野崎 浩成	東洋大学国際学部教授
藤田 薫	ブラックストーン・グループ・ジャパン株式会社マネー ジング・ディレクター/プライベート・ウェルス・ソリュ ーションズ日本責任者

(議事次第)

1. 開 会
2. 議 事
資産運用業に係る課題の対応の方向性について
3. 閉 会

(資料)

- | | |
|-----|------------------|
| 資料1 | 資産運用立国分科会の開催について |
| 資料2 | 基礎資料(資産運用業関係) |
| 資料3 | 金融庁資料 |
| 資料4 | 本日の主な論点 |
| 資料5 | 中曾委員提出資料 |
| 資料6 | 藤田委員提出資料 |
-

○村井新しい資本主義実現本部事務局長

ただいまから新しい資本主義実現会議の「資産運用立国分科会」を開催する。
本会議の御出席者については、御紹介は資料1をもって代えさせていただく。
なお、井林副大臣は、公務のため途中で退席となる。
それでは、まず鈴木金融担当大臣から御発言をいただく。

○鈴木内閣府特命担当大臣（金融）

皆様、こんにちは。

本日、新しい資本主義実現会議の下に「資産運用立国分科会」を設置し、第1回会合を開催することになった。開催に当たり、御挨拶を申し上げます。

委員の皆様におかれては、御多忙の中、御出席をいただき、心から感謝申し上げます。

先日、岸田総理から、私を中心に、資産運用立国の実現に向けた政策プランを年内に策定するよう御指示があった。

家計の資金を成長投資につなげ、その恩恵を家計に及ぼす「成長と分配の好循環」を実現していくためには、家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革を実施し、その運用力の向上やガバナンスの改善を図っていく必要がある。あわせて、資産運用業への新規参入と競争を促進すべく、日本独自のビジネス慣行の是正や新規参入支援の拡充を図ることも必要である。

委員の皆様には、プランの策定に向け、忌憚のない御意見を承れればと考えている。よろしくお願い申し上げます。

○村井新しい資本主義実現本部事務局長

ありがとうございました。

それでは、プレスの方はここで御退室をお願いします。

（報道関係者退室）

本日は、資産運用業に係る課題と対応の方向性について、御意見をいただきたい。

それでは、まず金融庁から説明をお願いします。

○油布金融庁総合政策局長

本日は、資産運用業に焦点を当てての御議論と承っておるため、私どものほうで資料3を御用意させていただいた。中身を簡単に御紹介させていただく。

まず、1ページ目は資産運用業の改革について記載している。この資料、色づけをしている部分と、色のついていない部分がある。色のついていない部分について、私ども金融庁の審議会でも別途並行して議論をいただくことを考えている。この部分について御意見

を賜ることももちろん歓迎させていただき、この部分を議論しないでくださいということではないのだが、裏を返すと、色のついている部分についてはこの場で御議論をぜひ賜りたい。金融審議会では、ここは恐らく議論にならないため、そういう趣旨で色づけをさせていただいている。

まず一番上の項目だが、資産運用会社などの資産運用力の向上やガバナンス改善・体制強化が取組項目、課題として考えられるものである。

これに対する対応として、私どもが施策例として考えているのは、日本の資産運用会社は大手の金融機関グループに所属していることが少なくないが、その金融グループに、子会社などのグループ会社の資産運用業の運用力の向上やガバナンスの改善・体制強化について、プランを策定、公表いただくように促すことが考えられるのではないか。

その下の項目は、運用対象の多様化で、スタートアップ投資などのオルタナティブ投資、あるいはサステナブル投資の活性化を含めて、運用対象の多様化について検討を進めてまいりたい。

その下、ステュワードシップ活動の実質化という課題があり、一つはPBRの1倍割れをめぐり、今、取組がいろいろ進んでいる。それも踏まえ、収益性・成長性、あるいは人的資本、サステナビリティを意識した経営と開示の促進について検討することを考えている。

また、企業と資産運用業と申しますか、投資家、株主側との対話を促進するという意味で、大量保有報告制度・公開買付制度、TOBと呼ばれるが、この制度的な立てつけについて見直すことを検討していきたい。

2ページ目は、資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進について記載している。

まず、日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正である。

施策の例として記載しているが、投資信託の基準価額、これは毎日取引所が閉まってから計算されるものだが、現在、信託銀行側と資産運用会社の双方が別々に計算して照らし合わせるという二重計算の慣行が取られている。これは日本独自のシステムともよく言われており、諸外国では信託銀行だけが計算することが主流のようである。この辺りについて、何か参入障壁的なものになっている可能性がないか。これは制度というよりはビジネス慣行である。

それから、システムベンダー、例えば投資信託の資産運用会社と、それを販売する証券会社や銀行とをつなぐITシステムについて、少数の会社のシステムが日本で使われている。それぞれが各々の仕様によって運営されており、互換性が欠如しているとの指摘もある。この辺りも参入障壁あるいは競争の促進という観点から、規制ではないが、改善の余地がないか。

その下、新規参入支援の拡充の②について、資産運用会社を新たに立ち上げるときであっても、投資一任などの場合には、しっかりとコンプライアンス、それからミドルバック体制を一定程度整えていただくということが現在の前提になっているが、諸外国のように、

そういった部分については何か確実にビジネス、事務を果たしてくれるような保証担保措置を取った上で、資産運用会社そのものではなく、アウトソーシングができないかという規制緩和について検討をしていく。

③は、諸外国ではEMP (Emerging Manager Program) と呼ばれているものである。新たに運用業を立ち上げるときに、最初に誰から資金を預かって運用するかということである。トラックレコードがない新設の会社の場合には、なかなか日本では資金が出にくい。例えばCalPERSなど有名な例があるが、諸外国ではこういった場合の最初のシードマネーについてもいろいろ事例があるため、何らかの形で日本でもこれを考えられないか。

④は、英語のみで行政対応が完結するように規制改革を行った上で、ビジネス環境や生活環境を重点的に自治体などに整備していただくいわば資産運用特区といったものについて検討できないか。

⑤は、既に一部やっている取組だが、こういった新規参入をサポートするような金融庁の仕組みがあるため、その拡充についても検討してまいりたい。

3 ページ目は、対外情報発信・コミュニケーションということで、総理がニューヨークでのスピーチで言及なさっておられたが、日米を基軸とした資産運用フォーラムといったものについて、立ち上げが検討できないか。

それから、家計の資産形成の促進ということでは、去年もNISAの拡充があったが、さらに積立投資を促すような、幾つか改善する余地がないか。

○村井新しい資本主義実現本部事務局長

金融庁から、資産運用業に係る課題と対応の方向性についてお話をさせていただいた。これから、有識者の先生方から御意見を賜りたい。順に私のほうから指名させていただくため、御発言いただきたい。

○大場委員

資料4の本日の主な論点に沿って御意見を申し上げる。

まず、第1の「資産運用立国の実現に向けて、どのような視点を持つべきか。」という点については、どのような視点というよりも、むしろこの目的は一体何かを改めて共有する必要があるのではないか。というのも、この資産運用立国が公表されて以降、いろいろな方から御意見をいただいております、日本の国民をマネーゲームに巻き込んでいいのかといった御意見まで出てきているのが現状。したがって、先ほどの大臣の御挨拶にもあったとおり、もともと起点は上場企業が価値創造をして、そこに投資家のお金が流れて、投資家に還流してくるという好循環社会を実現するということが大きな目的ではないかと感じるため、そこを改めて整理されることが重要ではないか。

2点目は、大手金融グループのガバナンス改善である。これについては、金融庁の資産運用業高度化プログ्रेसレポートで指摘をされているとおり、我が国の金融グループの運

用会社は、資本と人事が一体化しているという点に大きな特徴があるのではないか。言ってみれば、大手の金融グループは年次管理で人事異動が行われることが一般化しているが、それが資産運用会社にも、その一環として執り行われていることに大きな違和感を覚えている方が多いのではないか、その点を金融庁のプログレスレポートは指摘をされているのではないか。言ってみれば、親会社と同じ人事異動の一環として取り扱われていることについて、どのように改善をするか、ここが非常に重要ではないか。

資料3には、大手金融グループの資産運用業の運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプランの策定・公表について検討とあるが、これを担保する意味で、経営陣の選任のプロセス、選任の理由、それから経営陣のインセンティブ構造、言ってみれば評価の基準、こういったものも同時に開示・公表されることが有効ではないか。

3点目は、参入障壁である。この問題は、先ほど油布局長から特区の御説明もあったが、会員の声を聞くと、参入促進を図る上で一番大きなネックになっているのは何かというと、一番大きな声は、グローバルな比較で日本においてビジネスのリターンを上げるのは非常に難しい、こういう評価がなされていることが大変大きな要因ではないか。これはインベストメントチェーン全体で取り組む問題ではあるが、リターンが見込めれば相当程度外資も参入してくるのだろう。

最近の事例では、バンガードが日本市場から撤退した。その理由が、グローバルの比較の中では利益が上げにくいマーケットであることが大きな要因と報道されている。したがって、ここが非常に大きな問題になっているのではないか。

4点目、資産運用フォーラムの立ち上げについては、最近のグローバルな動向や好事例を吸収するという非常によい機会になるため、歓迎をしたい。

最後、検討に当たっての留意事項は、行政の在り方として、資産運用業を一貫して所管しているところが外から見えづらいということである。つまり、資産運用業は金融庁、アセットオーナーは厚労省、教育は文科省、このような関係で縦割りになっているため、資産運用業を一貫して所管する司令塔を明確に示すことが大変有益ではないか。

○佐藤委員

私は主に2点ございます。

1点目は、この手の議論は初めて出てきた話ではなく、私はこのような委員会に参加させていただくのは初めてだが、外から拝見して何度も同じアジェンダが出てくる。この委員会ですら心がけるべきは、Howが重要。Whatというのはもうほとんど出そろっていて、いかに提言を実行していくかということが重要である。実行しなければ、何度でも同じ議論の繰り返しになるということを懸念するため、実効性に焦点を当てた議論になるように、そこに貢献したい。

それを実現する一手として、まず、まさに大場委員がおっしゃった一貫通貫、これは非常に重要で、私も幾つかの公的年金等の機関の外部委員を務めているが、所管が違う。GPIF

は厚労省、地共連は総務省、大変大きなお金を動かしているため、これらの運用のエンティティーが連携して、力を合わせてやっていかなければいけないことはたくさんある。その意味でも、今、大場委員がおっしゃった一気通貫が非常に重要。

そして、Howにつながることで、本日の主な論点の4点目については、資産運用フォーラムは私もすばらしい試みだと思うが、ただ雲の上のようなすばらしい方々を連れてきて、ああすごかったね、では何も残らない。お金と時間が無駄になってしまうというリスクもあるため、これも具体的なアクションにつながるような、参加者の共感を呼ぶような内容の構想が非常に重要ではないか。

○中曾委員

まず、論点の①に関して、日本経済の回復が続く中で、金利のある世界の回帰も視野に入りつつある。機関投資家とか資産運用業者にとっては、いよいよ運用の優劣によってパフォーマンスに差が出てくることを意味する。経済を持続的な成長軌道に戻すためには、今始まりつつある好循環を一過性に終わらせない構造改革が必要である。この点、資産運用業やアセットオーナーの改革は、インベストメントチェーンを回していく上で、欠けていたパーツを補うという意味で、日本経済の持続的成長を金融面から支援する構造改革である、そういう視点を持って強力に推進をしていくことが必要である。

③に関して、私からは新興資産運用業者の役割について話したい。日本経済の成長の牽引となる高成長企業に資金を供給するグロースキャピタリストの育成が必要である。海外の事例などを見ると、グロースキャピタリストは一般に前職で高い運用実績を上げているが、独立創業してからの年数が浅く、つまりトラックレコードが短く、したがって、AUMも小さい新興の資産運用業者、エマージングマネジャーが担うことが多いようである。

資料5の概念図でお示したように、ベンチャーキャピタリスト、VCは多くの場合、左下の実線で囲んだ創業からグロース市場に至るまでの企業に投資をするのに対して、私が申し上げているグロースキャピタリストは、赤い破線の囲みでお示したように、上場後も企業に寄り添いながら成長を後押しするための投資を継続する。必要があれば、一旦、非上場化をした上で、改めて成長軌道への復帰を支援することもあるものと理解している。

ベンチャーキャピタルの重要性は論をまたないが、日本では、企業が上場するまではベンチャーキャピタルが伴走するが、小さな時価総額のまま上場するケースが多いようである。ちなみに少し調べてみたが、グロース市場のIPO初値時価総額の中央値は2022年が95億円、2023年上期が143億円で、米国のナスダックの2021年の上場時の時価総額中央値が13億ドル、約2000億円だったため、それに比べるとかなり小さい。そして、国内の大手機関投資家は概して時価総額2000億円未満の企業を投資対象とすることはあまりないようなので、企業価値と流動性の低い中小型株は、たとえ成長性があっても置き去りになり、結果として、上場後、企業価値を向上させることができないといった事態に陥りやすいと思う。

こういう問題に対処するためにも、グロース市場からプライム市場に至るまでの成長曲

線を発見して、伴走するプレーヤーとして、グロースキャピタリストが本来果たすべき役割は大きいと思うが、実際には、日本では、この担い手としての新興資産運用業者があまり育っていないと思う。その背景は、なかなか新興資産運用業者に活躍の場が回ってこないということだと思う。現状、国内の大手年金基金などのアセットオーナーは、資金拠出先に対する運用実績とか残高の要求水準はかなり高いので、小規模でトラックレコードの浅い資産運用業者はあまり見向きがされない、つまり参入の余地が非常に乏しいというのが実情と思う。

この点に関連して、東京国際金融機構、FinCity.Tokyoが海外の主要アセットオーナー9社に対して行ったアンケート調査結果を見ると、いずれも新興資産運用業者への配分を行っていると回答して、配分比率は主としてAUM総額の0.1～1%の範囲に分布していた。配分の目的は、アルファの創出、あるいは将来の投資キャパシティの確保であると述べていた。

こういった海外の事例なども見ると、私としては、我が国において新興資産運用業者の運用資金の獲得を支援するためのプログラム、エマージングマネジャープログラムを整備することが有効ではないかと考える。すなわち、例えば呼び水として公的あるいは準公的なアセットオーナーによる新興資産運用業者への資金拠出枠を設定することなどが考えられるのではないかと。新興資産運用業者が高い運用リターンを実現すれば、企業年金なども含めて、さらなる民間投資資金を呼び込むことができるし、アセットオーナーにとっても高いリターンというのは受益者の便益の極大化に寄与する。これは資産所得倍増プランが目指すところとも合致するはずである。

○中村委員

私はアセットオーナーの立場だが、今回は、資産運用業がテーマなので、同じ顧客の立場である個人投資家の立場から、意見を述べさせていただく。

論点の1点目、2点目について意見を述べたい。まず、1点目の視点に関して、視点は既にたくさん出ているが、私から見て、こういったところも必要なのではないかとということをお述べさせていただく。

現在いろいろと指摘されている課題等については、リターンの側面からのものが非常に多いと感じている。しかし、資産運用の要諦はリスク管理であり、リスクとリターンはトレードオフの関係にある。つまり、世の中にうまい話はないということが基本で、こういったことをしっかりと認識したうえで、個人の方に投資を始めていただかないと、せっかく資産運用立国を目指しても、途中で失望して頓挫してしまうのではないかと心配している。機関投資家にとっては、当然のことではあるが、個人にとっても、そういったリスクを十分に認識することが長期の資産運用につながるのではないかと。

今回このような形で、国を挙げて貯蓄から投資へとということで進めていくわけだが、資産運用業界にとっては、これは大きなビジネスチャンスでもある。しかし、だからと言っ

て、リスクに対する選考やニーズに関係なく、誰に対しても株式投資やリスク性資産の投資を勧めるような、そういった営業の在り方だと、短期的な下落に失望し、信用・信頼を失って、結果的に投資から遠ざかってしまうことにもなりかねない。

このような観点から、次の論点②にも関係するが、資産運用業の運用力の向上は当然当たり前のことだが、加えて、信頼性の向上という視点も重要である。果たして我が国において資産運用業に対する国民の信頼はどの程度なのか。あまり信用が得られていないのではないか。機関投資家が運用会社を調査し、評価するのは、もちろん優れた運用者を見つけ出すことだが、運用業者の言いなりにならないように、信用する前に自分で調べて、責任を持ってしっかり評価することが大事だからである。

機関投資家は、これが仕事なので、時間をかけて、しっかり調べて評価することができるが、個人の方は、なかなかそうはいかないので、資産運用を根づかせるという意味からは、信頼を得ることが大事である。

信頼を得るためには、実際に運用するファンドマネジャーの運用力の向上はもちろんのこと、顧客と接する営業あるいは窓口、コールセンターといった職員も運用の専門性や高い職業倫理を持っていただくことが、信頼につながるのではないかと。

そういった意味からは、既に法令化されているが、適合性原則の徹底が一番重要ではないか。その人にとって、どういう資金で、その人の知識や能力あるいはニーズに応じて適切な金融商品を勧めることを徹底していかないと、投資が根づいていかないのではないかと。適合性原則の徹底のためには、金融業者の全ての職員の方々に受託者責任あるいは顧客本位の考え方を浸透させていくことが一番大事であり、そのベースとなるのが、運用の専門性と高い職業倫理である。また、資産運用業だけではなく金融グループ全体に浸透させていくことが重要である。

○野崎委員

まず、資産運用立国の実現は非常に大きなテーマだからこそ、スモールサクセスの積上げは非常に重要と考える。そのため、私は今回3点、具体的な話をしたい。

まず、1点目が運用インフラの整備である。油布局長から御説明あったとおり、このインフラの部分は、例えば二重価額計算や、あるいは公販ネットワークの寡占状態、より具体的に言うと、互換性がないということから今どういう状況が起きているかということ、例えばファクスあるいはeメールでこの辺の情報交換をしている、極めてプリミティブな状況である。これが新興の運用者の参入を阻むだけではなくて、むしろ既存の運用者のコストベースを上げている。

具体的には、例えばDXの世界である。より具体的に申し上げれば、いわゆるブロックチェーン、分散型台帳技術(DLT)を活用して、例えば運用者と販売者をつなぐ公販ネットワークだけではなく、証券保管振替機構をつなげた決済までを網羅したプラットフォームをつくり上げる。そうすると、寡占状態にあるシステムベンダーに対する行政的な介入を行

うことなく、必然的に非常に効果的・効率的なプラットフォームができる。結果的には、それぞれの運用者のオペレーションの効率が非常に上がるということと、何よりも経営資源を全て運用に振り向けられるということである。これは先ほどEMPの話もあったが、EMPのプログラムに関しても恐らく金融審でやると思うが、こういったシステムインフラをクリアしないとなかなかハードルが高いのではないか。

2点目は、ガバナンスである。いわゆる運用機関のガバナンスという意味で、かなりマーケットシェアの大きいところが大手の金融グループに所属しているということで、各運用会社についてのガバナンスがどうなっているか。そこで一つのアイデアとして、例えばアメリカの1940年投資会社法で要求されている40%以上のボードメンバーを社外、独立取締役とするとか、あるいはイギリスはFCAが決めている25%以上、具体的には2名以上の独立取締役を配置すべきとか、そういったものも一つの考えとしてはあるのか。

何よりも3点目が一番重要で、運用の世界は人材こそ全てだと考える。そこで、人材のために正しい報酬のデザインをしなければいけない。ところが、大場委員から御指摘のとおり、グループの運営に当たっては、例えば銀行や証券等の報酬システム、人事システムを持ってきている。そこで一つの提案としては、いわゆるファンド、投資についての運用者の氏名を全て開示する。これを義務づけする。例えばチーム運用していれば、その主要なファンドマネジャーの氏名を開示する。これはいろいろ副作用があり、例えば引き抜きに遭う、ヘッドハンティングに遭いやすい。逆に、それによって市場価格がつく。マーケットプライスがはっきりと分かることによって、正しい人事報酬の仕組みが市場からの規律づけで可能になる。

例えば人事システムはなかなか行政的にこうせよと言うのは難しいと思う。そのため、そういった市場のメカニズムを使って、名前を開示するだけで人事システムが変わるのは一つのカタリストになると考える。

○藤田委員

日本が変革期にある中で、日本の資産運用ビジネスの改革こそがこの国にとって新たな成長源になることは、国内のみならず、海外でも期待感が醸成されつつある。この期待感を具体的な行動、成果に結びつけるためには、世界水準に照らして発展の余地が残されている領域に対して、即効性のある施策をお願いしたい。

私はこれまでのキャリアを通じて、世界最大規模の運用会社、そして世界最大のオルタナティブ投資の運用会社において、世界の中で日本がこういった立ち位置にあるのかという視点を持ちながら、一貫して個人投資家の資産形成に向き合ってきた。この現場の経験を踏まえて、本日は2つの視点で御紹介をさせていただきたい。1点目が、幅広いセグメントで資産運用を促す必要性、2点目が、投資先の多様化をすることである。

資料6だが、1ページ目を御覧いただきたい。まず、1点目は、こちらでお伝えしたいことは、資産運用業の改革においては、資産形成層の裾野の拡大の次なる取組として、資

産運用取崩しの世代に対象を広げた施策をぜひお願いしたい。

2 ページのとおり、日米の世帯所得は、中央値の比較では1995年から今日まで、世帯所得が現地通貨建てで倍増した米国に対して、日本は増加するよりもむしろ減少している。

また、日本の金融資産は、60歳以上が全体の6割を保有しているが、長生き、インフレの進行に備えて、預金以外の資産防衛手段が必要と思う。

そこで、解決策の一つとなり得る投資先の多様化に話を移す。

米国では近年、銀行システム、金融市場、プライベート資本市場、この3つの金融システムが、事業会社、経済の成長や安定にとって欠かせない柱組みになっている。こうした時代背景の中で、オルタナティブ資産は成長しており、2021年の運用資産残高は、プレキンによると13兆7000億米ドルと、日本の株式時価総額の倍以上になっている。そして、これは2027年に向けて、年平均で約9%を超える成長を今後もしていくと見込まれる。

では、ここで言うオルタナティブ投資とは何なのかということで、次の3ページを御覧いただきたい。左の図では、伝統的資産、オルタナティブ資産、さらには伝統的資産とオルタナティブ資産を組み合わせた場合の縦軸にリターン、横軸にリスクを示している。オルタナティブ資産ということで、下側の(1)のとおり、オルタナティブとはプライベート・エクイティー、プライベート不動産、プライベート・デットの均等配分で示している。

そして、2番目のとおり、4資産というのは、国内外の債券、株式である。

御覧のとおり、伝統的資産に比べてオルタナティブは優れたリスク調整後のリターンを実現している。こうしたオルタナティブの活用により、運用の効率性向上が期待できる。

オルタナティブ投資はリスクが高いというイメージを持たれる方がいる。しかし、価格変動リスクという意味では、さらにこのオルタナティブを細分化して、プライベートクレジット、プライベート不動産などを見ると、(為替の影響を排除した)リスク値は1桁台になる。ただし、伝統的資産にはない流動性リスクはあるため、短期売買には向かないと思うが、中長期に運用できる資産には適している。

4 ページは、左側と右側で上場資産とプライベート資産をお示している。パフォーマンスの格差が伝統的資産に比べてプライベート資産は多いので、その意味では、マネジャー選定はより一層重要であると言える。

ブラックストーンの場合は現在、資産運用残高が1兆ドルとなっているが、25%が個人の投資家である。日本でも諸外国に劣らない投資機会の提供を目指して、外国籍公募投信において、業界初となる非上場リートを野村グループと、直接融資に投資をするファンドを大和証券グループと、協業して手掛けている。確認書の徴求や、中村委員がおっしゃった投資家の適合性、こういったことで販売現場の負荷はそれなりにあったと自覚している。

しかしながら、3つの観点で投資家の支持を集めている。1点目、現場でポートフォリオ提案が定着しており、分散効果の向上に理解が得られたこと。2点目、インフレ耐性のある資産へのニーズが高まっていること。3点目、価格変動が抑えられているという特徴

から、投資家の支持を集めた。そして、預貯金からの買い付けも多く、資産寿命の長期化にも寄与してきていると思うため、こういった動きを一層加速させる必要がある。

1 ページの3点目の提言について、a、bのとおり、外国籍投信の公募で可能であるものを国内の投信でも可能にする。これによって、例えばラップ口座など長期の資金への活用が可能になるため、ぜひお願いしたい。

もう一つ別の観点で、本日の論点の2点目について最後に少しお話をさせていただく。

資料2の12ページに、外資のマネジャーの残高のランキングが載っている。米国においても、変わりゆく業界構造、足元では例えばETFのパッシブ運用会社の巨大化、そしてプライベート・エクイティー、投資会社の台頭、こういった2つの潮流があり、激しい環境の中で次なる成長分野を見極めながら、各社が強みを発揮して、成長を遂げられる分野を特定して、事業戦略を策定している。

資産運用の向上やガバナンスの改善・体制強化というのは確かに重要だが、国内の運用会社が画一的な動きにならないように、そういった点には十分配慮をお願いしたい。

○村井新しい資本主義実現本部事務局長

委員の皆様方から大変示唆に富む御指摘をいただいた。

これまでの委員からの御発言に関して、各府省のほうから御発言があればお願いしたい。

○油布金融庁総合政策局長

各委員から大変貴重な御意見をいただいた。各論の個別のことでは、金融庁だけでできるものできないものいろいろあると思うが、御提案を踏まえて、私どものほうでも、私どもなりにいろいろと考えてまいりたい。

それから、大きな点で御指摘をいただいた資産運用立国の目的は、私どももここをはっきりさせることは非常に重要であると考えている。マネーゲームとおっしゃったが、私どもにもそうさせるのかという御批判も聞かれることもあるため、そうではなくて、私どもの考え方としては、昨年来のNISAであった資産所得の倍増といったようなリテールの動きと、中村委員から御指摘もあったが、販売業者などの金融商品業者の信頼に関わるような適合性の原則、それを含めたフィデューシャリー・デューティー、顧客本位の業務運営の原則と私どもは言っているが、その辺りをしっかりさせることも重要である。もう一つ、何人かの委員の方がおっしゃったが、日本市場の上場企業のリターン、そういう意味でコーポレートガバナンス改革やスチュワードシップ活動の実質化といった取組をもう一層を進める必要がある。

今申し上げた3つのピースをしっかりとやっていく中で、もう一つ、今回御議論いただいているのが、今申し上げた3つをつなぐ資産運用ビジネスの在り方である。ここをしっかりと、今空いている4つ目のピースを完成させることで、インベストメントチェーンの好循環が始まって、国民の一人一人、個人で投資なされていない方でも年金資金等あ

るため、そういった意味で裨益が広く国民全体に及ぶことをはっきりさせていくことが大事である。

○村井新しい資本主義実現本部事務局長

もしよろしければ、まだ時間に余裕があるので、委員の皆様方から追加の御発言をいただいて進めたい。

○野崎委員

恐らく金融審のテーマと思うが、オルタナティブのところは非常に重要であり、ある意味でプライベートアセットと言われているスタートアップに対するデットの支援、エクイティの支援が、個人のリターンにとっても、日本経済のリターンにとっても、両方にとって良い。

そんな中で足りていないのが、先ほど中曽委員のほうから御指摘のあったグロースキャピタリストの話と、それと重複するが、クロスオーバーの投資家が極めて少ないということである。もう一つは、これは金融グループ全体の問題にも関わるが、ベンチャーキャピタリストが、日本の場合、かなり金融グループの傘下であり、なおかつ、非常に保守的である。具体的には、保有期間が非常に短いことと、例えば希薄化、株のインセンティブを従業員に与えるのを非常に嫌がるため、その辺のやり方も見直しの対象になると考える。

○藤田委員

新興マネジャーについて、日本版のEMPでは、大手から独立した運用担当者等を支援するという意味では、非常に有意義な枠組みである。

ちなみに、新興ヘッジファンドにシード投資をする戦略も2007年から手がけてきたが、こういった経験を踏まえると、日本でEMPを成功させるには、オペレーションや英語人材の手当てだけでなく、最も重要になるのは明確に資金確保の目途をつけることである。これはシンガポールであれば政府系のテマセクなどがあるが、こういった明確な資金確保の目途をつけるということ。これと税制面、これでシンガポールや香港に見劣りをしないような魅力的な環境をつくらないと、日本にマネジャーを呼び込むとか、新しい日本でのマネジャーがシンガポールに行くことなく国内にとどまるのは、なかなか難しいのではないか。

○大場委員

既にもう公開されている調査のため御存じの方もおられるかもしれないが、情報ベンダーのQUICKが市場関係者に月次調査を行っており、資産運用立国のために必要な改革でも重視すべき施策は何だと思うか、という問いに対するベスト3を御紹介する。

第1位は、油布局長からも話があったように、一丁目一番地が上場企業の価値創造の強

化。これは東証のパフォーマンスの向上ということがまず大前提ではないかと多くの方が考えておられることではないか。

2点目は、今日のテーマだが、金融グループ内での資産運用会社の位置づけの見直しとガバナンス改革、これが大事だと。

3点目は、学生及び社会人向けの金融経済教育の推進、これが資産運用立国に大事、という回答の要約である。

もう一点、これは今日のテーマとやや異なるかもしれないが、投資信託における運用会社と販売会社の関係の適正化には何が必要か、という問いである。一番多い答えが、運用会社の販売会社からの資本的独立、2番目は、ファンド評価と販売会社評価の適正化、これを進めることが大事ではないかという市場関係者のアンケートである。御参考にしていただければということで御紹介申し上げる。

○中曽委員

マクロ的なインパクトは、資産運用業、アセットオーナーの改革をしていくとどういうことになるかということだが、要は今までの資金の流れが随分変わってくる。どういうことかということ、デフレ下、インフレではないときは、個人投資家は目ぼしい運用先もないので、預金をする。どうしてもリスク・アバースになる。そうすると今度は、金融機関は預かっている運用先もないため、国債で投資する、運用する。こういった流れがずっと続いてきたが、先ほど申し上げたように、金利がつく世界になると、これが変わってくる。つまり、貯蓄から投資になると、今までは個人は、銀行を通して間接的に国債を買っていたとも言えるが、この構図が随分変わってくるため、国債は市場で引受け、売買をされる部分が増えてくるため、国債のプライシングも変わってくるし、個人は当然、貯蓄から投資で、その分、リスク性の資産の割合が増えてくる。

マクロ的に見ると、個人の金融資産が増えることも非常にプラスになる。消費を下支えすることになるし、退職者も年金がハイリターンで回るようになれば安心して使えるようになるため、そういう意味でも経済の下支え効果が大きくなる。これを契機に資金の流れが大きく変わっていくのではないか。それを誘発するような仕組みにしないと、逆に成長の持続性がないため、この点、もう一回繰り返しておきたい。

○神田内閣府大臣政務官

私からも発言させていただきたい。

先ほど大場委員と佐藤委員から、一貫通貫した司令塔が必要というお話があった。金融庁と厚労省と文科省、3者こちらにそろっているが、それぞれ少し考え方が違うように見える、あるいは、少しインセンティブなり資産運用会社に対する期待値が違うように見える、という御意見と思ったが、それに対して、今回、資産運用立国ということで、3者力を合わせて進めていくことになるが、できれば、文科省、厚労省からも、この点、資産運

用立国に対する金融庁の発言に対してでもいいし、今後の進め方についても何かコメントいただきたい。

○塩見文部科学省研究振興局長

私ども研究振興局では、大学ファンド、10兆円ファンドを所管しており、今回、その立場から参加させていただいていると認識しているが、お話の中に、子供たちあるいは社会人にとっての金融教育の重要性という話もいただいております、文科省全体としても、今回のテーマをしっかり踏まえて、政府全体として協力して取り組んでいけるような、そんなふうに今後参加していきたい。

○橋本厚生労働省年金局長

企業年金等を通じて、老後に向けた家計の資産形成をさらに促進し、公的年金と企業年金が相まって安定した老後の生活を送れるようにするためには、加入者等の利益を確保する観点から、企業年金等のアセットオーナーシップの強化に取り組むことが重要である。私どもはこういった観念に立って様々な取組をこれまでもやってきたが、これからも本分科会等の議論を通じて、資産運用立国の実現に向けて、加入者のための運用高度化に資する様々な取組について検討させていただきたい。また、その中で金融庁、文科省としっかり協力させていただきたい。

○村井新しい資本主義実現本部事務局長

それでは、時間の関係もあるので、本日の意見交換はここまでさせていただく。

本日、資産運用業に係る課題の対応の方向性についてということであったが、そもそも目的をしっかり共有していかなければいけないといったところから、具体的な施策に至るまで、委員の皆様から様々御意見を賜ったため、それも踏まえて我々も次回以降、臨んでまいりたい。

以上をもって第1回の会合を終了とさせていただく。