

第2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27日（金）15:59～16:57
2. 場 所：合同庁舎4号館12階共用1214特別会議室
3. 出席者：

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
奥野 真	文部科学省大臣官房審議官
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
アセットオーナーシップの改革の方向性について
3. 閉 会

(資料)

- | | |
|-------|--------------------------------------|
| 資料1 | 厚生労働省資料 |
| 資料2 | 本日の主な論点 |
| 資料3 | 基礎資料（アセットオーナー関係） |
| 資料4 | 厚生労働省資料（社会保障審議会 企業年金・個人年金部会 委員の主な意見） |
| 資料5 | 金融庁資料（金融審議会 資産運用に関するタスクフォース 委員の主な意見） |
| 資料6－1 | 中村委員提出資料 |
| 資料6－2 | 中村委員提出資料 |
| 資料6－3 | 中村委員提出資料 |

資料 7	佐藤委員提出資料
資料 8	中曽委員提出資料
資料 9	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」第2回を開催する。本日、本分科会の分科会長である鈴木大臣は、予算委員会中のため欠席となっている。では、本日は、アセットオーナーシップの改革の方向性について御意見をいただきたい。まず、厚生労働省から説明いただき、その後、委員の先生方から順次御発言をいただきたい。

○橋本厚生労働省年金局長

企業年金を含む私的年金制度は、公的年金の上乗せの給付を保障する制度である。高齢期により豊かな生活を送るための制度として重要な役割を果たしている。こうした役割を最大限に発揮し、企業年金の加入者等の利益を最大化するため、企業年金の運用力の向上等の取組を検討していきたい。

厚生労働省としては、社会保障審議会企業年金・個人年金部会等におきまして、次期制度改正に向けた議論と併せて、資産運用立国に向けた施策の検討も進めているところだが、これから説明する資料1でまとめた中身については、特に本分科会においても、省庁横断的な観点から御議論をお願いしたい。

それでは、資料1を御覧いただきたい。1ページ目は、確定給付企業年金、いわゆるDBで、アセットオーナーの一つだが、リソース等の課題も指摘をされている。受託者責任を果たすためにどんな取組ができるかということで、左側に取組項目、右側に考えられる施策案の例を挙げている。

まず、運用力の向上に関して、受益者の最善の利益を達成するため、運用受託機関の適切な選択や定期的な点検・見直し、適切な運用に向けた専門性の向上が考えられるのではないかと。

それから、共同運用の選択肢の拡大という点については、企業年金連合会で実施されている共同運用事業の発展、それから総合型基金の利用促進による高度化といったことが考えられるのではないかと。

それから、加入者のための運用の見える化の充実で、海外の例なども参考にして、加入者が他社と比較できるように、資産運用状況に関する情報開示をすることが考えられるのではないかと。

2ページは、確定拠出年金、企業型DCである。企業型DCを活用する企業は増えてきており、老後の生活設計では適切な商品選択をすることが大変重要である。これについて考え

られる施策の例としては、適切な商品選択に向けた制度改善という点においては、運営管理機関、DC実施企業、加入者本人、こういった各段階における適切な運用の方法の選択を支援するための取組が必要ではないか。

それから、加入者のための運用の見える化の充実という点については、運営管理機関やDC実施企業が選定した運用の方法のラインナップも含めた開示の促進が考えられる。

最後に3ページで、私的年金の更なる普及促進という点についての取組である。まだまだ私的年金に入っていない方々もたくさんいる中で、私的年金に取り組んでいない方への働きかけが大事なため、①にあるように関係省庁等と連携しつつ、私的年金についての広報を金融経済教育推進機構、こういった今後設立される見込みのものとも協力しながら進めていければと思う。

こうした施策の実施にあたっては、企業年金は退職給付制度の一つのため、その内容については企業ごとに労使合意で決定されるものである。また、確定給付企業年金（DB）ごとに成熟度とかリスク許容度、人的リソースは違うため、これに応じて目指すべき運用も違ってくる。それから、DBの運用目標を過度に引き上げた結果、給付の削減といった加入者の不利益につながる事態にならないように、運用環境悪化時のリスクも踏まえて検討していく必要もある。こういった点に留意しながら進めていくことが重要である。

社会保障審議会企業年金・個人年金部会での委員等の意見については、資料4にまとめたので、本分科会での議論の参考にしていただきたい。

厚生労働省としては、今後、企業年金の実態をしっかりと踏まえた上で、関係省庁、関係機関等と丁寧に議論し、取組を進めたい。

○村井新しい資本主義実現本部事務局長

それでは、ここから委員の先生方に順に御発言をいただく。

○中村委員

企業年金連合会では、9月29日に「『資産運用立国の実現に向けた取組』に対する提案等について」と題する提案書を公表しており、本日の資料として提出している。この提案書をベースに、本日、資料6-1にて、分科会での議論の参考となるところをピックアップしているので、こちらを説明させていただきたい。

なお、説明とともに、本日の分科会の主な論点についても併せて発言をさせていただきたい。

それでは、資料の1ページ目、アセットオーナーが本日のテーマだが、アセットオーナーといっても、企業年金だけでなく様々な主体が存在し、それぞれ管理運用する資産の目的、財源、適用される法律や規制などが異なるため、一くくりにその役割を整理することは難しいのではないかと。また、アセットオーナーの定義や範囲についても、きちんと特定した上で議論する必要もあるのではないかと考えている。

本日の主な論点にあるように、企業年金にスポットが当たっている。この資料に資産規模は載せていないが、口頭で申し上げると、生命保険会社で約400兆、公的年金で200兆、確定給付企業年金（DB）で70兆、共済組合で70兆弱、損害保険会社で30兆、企業型DCで18兆など、あとは省略するが、資産残高が分かっているだけでも合計で820兆になる。企業年金はアセットオーナー全体の1割程度の規模でしかないため、議論に当たっては、このような規模感も踏まえて議論いただく必要がある。

そもそもアセットオーナーの全体像をつかみかねているところがあり、具体的な顔が全て見えていないため、漠然とアセットオーナーという形で議論するのは少し無責任な感じもしている。できれば事務局からアセットオーナーの具体的な範囲を明確にさせていただき、それぞれの概要を表にまとめるなど、具体的に顔が見える形で情報の提供をしていただければ大変助かる。御検討願いたい。

2ページからは企業年金の説明である。こちらの図は年金制度をどのように設計し、どのように運用を行うかについての全体像を概観したイメージ図である。左側にあるように、母体企業の人事戦略や財務戦略、年金財政運営、そして資産運用、これら三位一体となって制度が設計され、資産が運用されている。

ここで問題となるのが、考慮すべきそれぞれの要素が互いにトレードオフの関係にあることで、このようなトレードオフのある問題をバランスさせ、より最適な制度を構築し、運用していくためには、責任や影響の及ぶ当事者である労使双方の合意によって決定するしかない。このような非常に複雑な構造である中で、資産運用だけを取り出してアセットオーナーの改革について議論するのは余りに一面的過ぎるため、ぜひ全体を俯瞰した上で議論していただきたい。

また、右側にALM分析のイメージを載せているが、リターンの向上を図るのであれば、リスクも高くなり、それによって将来の掛金負担も高くなる可能性があるので、前回も申し上げたが、必ずリスクとセットで議論をすべきである。

3ページに、海外との比較において、日本の企業年金が最善の利益を果たしていないのではないかという指摘があるので、最も運用結果に影響のある資産構成割合について、日英米の比較をしている。直近の2021年では株式の割合が20%前後まで低下し、債券の割合が大きく増加するなど、日英米とも似たような資産構成割合になっていることが分かる。

この要因としては、受給権保護の観点から年金財政基準が厳格化されたこと、国際会計基準への統合により退職給付債務を母体企業の財務諸表に反映させるようになったこと、高齢化による成熟度の高まりなど、共通した要因によるものと認識をしている。このような中で、各国の母体企業はDB制度を運営するコストやリスクが高まり、長期運用を前提としたリスク資産中心の運用がしづらくなり、コストを削減するデ・リスクキングによって債券中心の似たような運用になっていると理解をしている。

4ページのとおり、いろいろな場面で海外の年金運用の事例として紹介されるのが、公的年金だが、リスクを取った多彩な運用を行っている。公的年金の場合、企業年金のよう

な厳格な財政運用基準や会計基準が適用されるわけではないので、長期運用を前提にリスクを取った運用を行うことも可能である。

このようにリスクを取って運用を行った結果、果たして年金財政がどうかということで、5 ページに、例として、米国の公務員年金基金の財政状況を示している。積立水準が70% 台と厳しい財政状況にある。予定利率が高いことから掛金は少なめに設定されており、不足を埋める追加の掛金も入ってこない。このような状況で、資産運用では2桁を超えるリターンが必要になると推計され、リスクを取った運用をせざるを得ないというのが実情であり、高度化された運用とは言えないのではないかと。

また、このことは加入者にとって運用パフォーマンスが良好だからといって安心できないことを表している。受給権の保護という受給者にとって最も重要な視点からすると、財政状況が健全かどうかは最も重要な情報である。パフォーマンスに偏った情報開示とならないよう、受益者本位の情報開示の在り方を考える上での一つの参考になる事例と言える。

特に他社比較という観点からは、それぞれの年金制度が複雑な要素のトレードオフ問題を労使合意で決定した結果であり、単純にパフォーマンスだけを横比較できるものではないため、ミスリードのないよう、あくまでも加入者の立場に立った情報開示という点を重視して検討することが重要である。

なお、そのほか情報開示に関しては、資料6-2で提出した意見のとおりである。

6 ページでは、米国の企業年金の状況についても財政状況を載せている。右のグラフでは、この1年余りの金利上昇により債務が減少し、15年ぶりに積立剰余となっているが、左の表で個別の企業の状況を見ると、まだまだ厳しい大手企業がある。以前は株式を中心に運用した結果、大幅な積立超過で掛金の拠出を必要としないコントリビューションホリデーを謳歌し、母体企業にとって企業年金はプロフィットセンターであったが、2000年以降は年金財政基準の厳格化、退職給付会計の導入、財政の悪化などを背景に、コストセンターになり閉鎖、凍結しているところも少なくない。いまだプロフィットセンターとしてのイメージを持っている方もいるかもしれないが、企業年金をプロフィットセンターとして位置づけている企業経営者や株主はほとんどいないのではないかと。

8 ページは、年金資産運用の専門人材についてのイメージ図である。母体企業の人事ローテーションでは、資産運用のバックグラウンドを持つ人材がいないと言われているが、残念ながら金融界においても年金資産運用で必要となる政策アセットミックス策定やマネジャーセレクトの経験豊かな人材が少ないのが現状である。また、欧米のような金融業界、コンサル、アセットオーナーの間での人材の移動が日本ではほとんど見られず、特定の分野に詳しい専門家はいても、年金資産の運用に必要な退職給付制度、退職給付会計、年金財政、人事戦略、運用機関評価、ALM分析など幅広い分野に知識と経験、実績のある人材が乏しいのが実態である。

実際に金融業界から人を採用してみた結果、期待したような効果が得られず、やめてしまった企業年金や、資産運用については分かっているが、財政や会計を理解せず、母体企

業の人事戦略や加入員構成などを考慮しないまま流動性に配慮しない運用を行って、後任の担当者が苦労しているといった話も聞く。

結局、担当者のバックグラウンドの問題というより、そもそも年金資産運用の専門人材のプールがないことが問題であり、誰が担当者になったとしても、少し時間をかけて専門性を身につけていくしかないのが実態である。

したがって、資産運用の向上に向けては、継続的な支援を中立的立場で行う地道な活動が重要となる。9ページにあるように企業年金連合会では、そのようなプログラム、コンテンツを取りそろえており、できるだけ多くの関係者に活用いただけるように取組んでいきたいと考えている。

最後に10ページになるが、企業年金連合会ではスチュワードシップ活動の実質化に関して、協働モニタリングを提案しており「企業年金スチュワードシップ推進協議会」を設立して、継続的に実施していきたいと考えている。

○大場委員

プレゼンいただいた点を含めて、私からは3点、本日の主な論点に沿ってお話したい。

1点目は確定給付企業年金について御説明いただいた、①適切な運用に向けた専門性の向上、②総合型基金、共同運用事業の利用促進、③情報開示、これについてはいずれも重要な観点のため、岸田総理から御発言があったというふうに報じられているが、アセットオーナー・プリンシプルの中でこれらを全て取り込んで、こなしていってはどうだろうかと考えている。

2点目はDCについて、主な論点にあるように、特に元本確保型の商品のための運用のままとなっている場合があるという指摘があるが、これは、金融リテラシーに直結する問題であると考えられるため、DCの促進を図る上では、導入企業が問題意識を持って従業員の資産形成に関する知識を高めていくということが最も重要ではないか。現在、法案が提出されていると聞いているが、金融経済教育推進機構を有効に活用することも一つの方法ではないか。

なお、これは人材の問題のため、短期的な成果を求めるのはやや無理がある。基本的に長期的視点で取り組むことが大事ではないか。

3点目は、主な論点の中の「上記のほか、検討に当たって留意すべき点はあるか。」という点について2点申し上げたい。

その1つは、本日は企業年金について主に御指摘があったが、総理は主な公的年金を対象としてPRI署名に言及されているので、公的年金、つまりGPIF以外の公的年金、地方公務員、それから警察、学校、中小企業、いろいろあるが、こういった公的年金の課題設定も併せて必要ではないか。

もう1つは、企業年金の場合は非常に基金の数が多いため、一言で表現するのは大変難しいが、大手の基金と中小の基金では大変人材に偏りがある。多くの加入員から不安に感

じていると聞くのは、先ほど中村委員からも指摘があったが、そもそも運用に関する重要な知識を有しているのかどうかという問題意識がある。もう一つは、運用責任者は受託者責任、いわゆるフィデューシャリー・デューティーを正しく理解して、加入者の利益を第一に考えて業務に当たっているのかどうか。こういったことがやや不足しているのではないかとされている。したがって、フィデューシャリー・デューティーを理解した人材をどのように育成していくかが非常に重要になっているのではないか。

○佐藤委員

まず初めに、中村委員から御提出のあった資料は、ファクトに基づいた客観的な分析に富んでおり、自身の企業年金の運用責任者、海外年金の運営経験も踏まえて、強く賛同するものである。

以下、本日の主な論点について、DB、DC、それから両方にまたがる課題についてコメントしたい。

まず、DBについて、企業年金連合会の指摘どおり、資産規模や基金の成熟度などといった特性に応じた適切な運営は、既に多くの年金の運営主体で達成されているのではないか。日本は2000年代に世界各国に比べていち早く低金利、運用難に見舞われて、制度、運用の両面から様々な改革に取り組んできたし、今もたゆまぬ努力が関係者によってなされているという理解である。

資料7-1の各国のDB、DCの比率と資産配分に示されるように、日本は早くからいろいろな施策に取り組んだ結果、世界各国と比べてDBの比率が非常に高く維持されている。つまり、サステナブルな体制が構築されている。

運用についても、低金利下、いろいろな施策に取り組み、特にオルタナティブ投資、当時はヘッジファンド中心であったが、これには世界の中でもいち早く取り組んできた。

基金の特性ということでは、昨今は基金の成熟度が高まる、つまりキャッシュフローと言うと給付が掛金を超過しており、安定した給付原資の確保が重要課題となってきたが、そのための取組も進んでいるという理解である。

年金は長期運用が大事と言われているが、これを支えるのはステークホルダーとの対話、コミュニケーションである。これは外部の株主の目も大事だが、内部のコミュニケーションも重要で、これがよく示されていたのが、先ほど中村委員の資料のスライドにもあった円グラフである。その結果、生み出される最適解というのは、これも冒頭、年金局長から説明があったように、運営主体ごとに異なり、定期的な見直しを含めて健全に運用されているのではないか。

1点課題があるのは、年金運営における専門性の不足、向上で、これは皆様の発言と重複するが、企業の経営資源の優先順位、年金運用の期待収益率と資本コストの兼ね合いで、限られた経営資源の中でどこにそれを優先させるのか、そういったことも要因となっているのではないか。

また、そういった中で、先ほど年金をプロフィットセンターとして位置づけているところはほとんどないという中村委員の発言もあったが、年金運営に適切なリソースとリスクを配分して真摯に取り組んでいる先もある中で、それが十分でない先だけに目が行き過ぎているのではないか。

企業年金連合会の提言の一つに、スチュワードシップ活動の取組の実質化ということが挙げられているが、これは日本の企業価値の増大のために大変よい施策で、これも企業年金の取組が進まない要因としては、資料 7-2、7-3 で示しているが、リソース不足が挙げられている。

その解決方法として、これは、資料の中の論点の 2 番目にあるが、企業年金連合会が提供している共同運用の活用や、総合型基金のプラットフォームの活用がある。ただ、この企業年金連合会の共同運用についてはもう少し選択肢の拡大があってもよいのではないか。特にリソースが不足されるのは運用が高度と言われるオルタナティブ投資で、企業年金連合会には豊富な経験と実績があるため、これに特化するような形態があってもよいのではないか。選択肢の拡大が望まれる。

総合型基金の利用促進に加えて、海外ではOCIO(Outsourced Chief Investment Officer)、運用の執行をアウトソースするという手法があるが、これは企業年金だけではなく海外の大学基金においても中小型規模基金を中心に活用が進んでいるが、これを検討してみるとよいのではないか。何も運用の執行を全部委託するのではなく、オルタナティブ投資などに限定して運用の専門性を高めていくという方法もあるのではないか。

論点の 3 番目の「見える化」に関連して、これも他の委員から指摘があったが、開示の仕方には加入者の誤解を生まないようなやり方に十分配慮をしていただきたい。

特にこの論点について私が必要と考えているのは、次のDCの部分にも関わるが、各個人のキャッシュフローの見える化である。これは社会保障審議会企業年金・個人年金部会でも指摘があったが、結局、自分は、公的・私的年金を合わせて、一体いつ、いくらもらえるのかということが早い段階で分からないと、投資計画の立てようがない。人生のキャッシュフローは自分である程度予想がつくが、自分自身のキャッシュフローが早い段階で分かる、見える化することも重要ではないか。

次にDCについて、まず、1 番目の論点の教育は先ほど申し上げた個人のキャッシュフローの見える化とも絡む問題で、まさに各人のライフステージなどに応じたアドバイスが重要なのではないか。また、指定運用方法の設定については、金融商品取引法等の一部を改正する法律案もあり、極めて慎重に、丁寧に議論されるべき問題ではないか。

投資教育は大切だが、まず、投資対象の魅力度が上がるのが一番大事であり、これがきちんとできていれば、皆、自然に投資に力が入っていくのではないか。

最後に、全般論として申し上げたいのは、受託者責任のさらなる浸透である。これは特にDCにおいて重要で、DBは財務リスクもあるので経営者の関心が高いが、適切な商品が選ばれる仕組みになっているか、という責任は実はDCのほうが大きく、これは運用がうまく

いかなかった場合に補填が利かないというリスクがある。日本においても受託者責任は決して小さくなく、基金関係者だけではなく母体の経営陣も含めて周知を徹底していただきたい。

2 番目は人材交流の活発化である。先ほど中村委員から説明があったが、これもバリューチェーン内で、例えば金融機関内に限定するのではなく、業界全体の人材交流をすることによって、人材の専門性の質が向上するのではないか。

○中曽委員

資料 8 の 1 ページ目に列挙した項目について意見を述べる。

2 ページで、企業年金については、最終受益者とのエンゲージメントが大事である。つまり、従業員であり年金受給者でもある最終受益者とのエンゲージが本来は重要である。最終受益者の価値観あるいは選好を踏まえて、まず投資方針を策定することが必要で、この投資方針は母体企業の経営方針と合致している必要がある。その上で、2 ページの左側で示しているとおり、投資方針を運用受託機関に伝えて、初めてインベストメント・チェーンのリレーが実現するのだと思う。この点はスチュワードシップ・コードにサステナビリティの考慮が取り入れられたことを踏まえると重要である。現在、多くの企業がサステナビリティのコミットを強化しているのに比べて、傘下の企業年金がスチュワードシップ・コードの受け入れを表明している数は多くないのが実情である。さらにPRIに署名している企業年金は少ない。本来、サステナビリティ重視の経営方針、スチュワードシップ・コードの受け入れ、PRIの署名というのは同一直線上にあるべきである。

次にディスクロージャーについて、年金財政の健全性と受給権の保護の重要性は理解するが、リスクとバランスを取りながら運用リターンの向上を目指すことは、顧客との最善の利益と矛盾しないと考える。デフレ下では予定利率を低く抑えて保守的な運用を行うことに一定の合理性はあったが、デフレ脱却が視野に入る今後は、競争原理を通じたリターン向上を目指すことが適当である。これによって高い運用利益が実現をすれば、企業においては掛金の減額につながり得るし、高い積立水準が持続すれば、加入者への給付水準を増やす見直しの契機にもなるからである。

リターン向上のインセンティブを強化するためには、開示の拡充が有効と考える。各基金が投資方針や運用パフォーマンスを開示することは、受益者によっては横並びの比較を可能とすることから運用改善メカニズムが働くはずである。

次に、共同運用について、小規模な年金基金が専門性のある人材を育てるのはやはり困難なため、民間金融機関が提供する合同運用のスキーム、あるいは総合型企業年金基金の活用が考えられるが、やはり企業年金についての専門性と十分な能力を具備した企業年金連合会に集約して合同運用することが合理的ではないか。現状では企業年金連合会の共同運用事業は運用方法が単一に限られているため、個別基金のニーズに合わせて、複数の選択肢を提供するなどの拡充を図るべきではないか。また、リターンを向上する観点からプ

ラス α の獲得を狙ったアクティブ運用やオルタナティブ投資を一部活用することも考えられるが、これは佐藤委員からも御指摘のとおり、この分野での人材確保は容易ではないため、OCIOによって運用業務をアウトソースすることも選択肢として考えられるのではないかな。

次に、EMPにおけるトラックレコードのトレーサビリティである。前回の分科会で日本全体の運用力と成長力を強化する上でのEMPの重要性について述べた。新興の運用業者に限らず最適な運用業を積極的に選定することは、受益者に対する最善の利益確保と運用業者の育成と、そういう目的の間で矛盾を生むことにはならず、むしろ長期的な収益向上に資する。

最適なマネジャーを選ぶ上では、3ページに示しているが、特に新興のマネジャーの信頼できるトラックレコードを入手することが難しいといった問題がある。この問題を解決するためには、運用パフォーマンスの公正な表示と開示を目的にして計算方法や提示方法のルールを定めたGIPS基準に準拠したデータを各アセットマネジャーにひもづけをして、マネジャーが独立したり、移籍したりするときには当該データの持ち出しを可能とする、さらにはアセットマネジャーの通算トラックレコードを格納したデータプラットフォームを整備することなどが考えられるのではないかな。これによってトラックレコードのポータビリティあるいはトレーサビリティが高まり、マネジャーのスクリーニングや横並び比較が容易になるのではないかな。

この結果、4ページの右側のような好循環を起動することができる。こうしたインフラを整えるとともに、公的年金あるいは企業年金に対して新興運用業者を積極的に発掘し、運用を委託する取組を運用方針において原則化することを促していくべきではないかな。

最後にDC運用について、配付された基礎資料では、DCにおいて元本確保型のみで運用している加入者が約3割に上る。これを前提とすると、企業年金がDBからDCに安易にシフトすると利回り低下につながることは確実で、加入者の利益を損なうことになる。これは企業として責任ある対応とは言えないと思う。

したがって、まずはどの程度の不利益が生じているのか明らかにした上で、それを踏まえて、今後は元本確保型商品から適切な投資性商品へ移行させていくことが加入者の退職金、年金の確保にとって不可欠ではないかな。そのためにデフォルトファンドを設定するような場合には、例えば分散投資型投資信託とすることを義務づけるなど、抜本的な改革が必要ではないかな。また、加入者の金融リテラシー向上は大前提であり、この点、金融経済教育推進機構の設立は有益である。さらに、加入者の加入時以来のリターンの推移や相对比较を可能とするような開示上の工夫も有効である。

○野崎委員

まず、DB、DCに係る細かい議論の前に2点強調したい。1点目は、アセットオーナーがインベストメント・チェーンの中で、国会で審議中であるが、金融商品取引法あるいは金

融サービスの提供に関する法律に基づいて顧客本位原則の対象になることは非常に意義深い。なぜならば、やはり将来のキャッシュフローに対する予見可能性を向上するためには、年金に対する理解とともにそれをサポートするようなインフラが非常に重要であるからである。

より強調したい2点目は、やはり将来の個人の生活の幸せは、先ほど申し上げたキャッシュフローであることは間違いないが、その目的はあくまでも購買力の確保であるということである。すなわち、現状のようなインフレ状況は、どうやって運用によってカバーするかという点である。現状の企業年金等の仕組みでは、物価上昇に伴って給付を増やすところが特に仕組みとして担保されていない。そのため、あらゆる仕組みを使って、キャッシュフローについて、購買力を増やす形で担保していく必要があると思うが、その中で1つ議論になるのが、例えば幾らDBを頑張ったとしても、給付には影響しないという点である。期待収益率を超えるような収益率、パフォーマンスを上げたとしても、それが受益者には還元されないという議論がある。しかし、そこで余剰が生まれた場合に関しては、あくまでもその詳しい開示が受益者に行われるということを前提ではあるが、例えば給付の充実といった議論の一つのきっかけをつくるのではないか。

また、購買力の議論を考えると、今までの運用がまさにデフレ下の運用の考え方であったということである。非常に細かい話だが、例えば生命保険の一般勘定の運用利回りは1.25%が今年3月まで続いていた。これは非常に破格の運用で、ある意味で経済合理性が高い運用であったと考えられる。そのため、ダウンサイドリスクを軽減されて、なおかつこういったうまい運用ができるというのはデフレ化においては極めて合理的な行動であった。しかし、これからインフレを展望すると、デフレ下で効果を発揮したスタイルは十分に変わっていく必要がある。

それから、細かい話だが、DCに関して3点ある。まずは運営管理機関に関しては、5年ごとの見直しが一応努力義務だが、果たしてこの見直しを行うに当たって十分なデータが開示されているのか。例えば、それぞれの商品についての運用の実績であったり、パフォーマンスであったり、あるいはレコードキーピングのコストであったり、そういったものについて開示が十分ではない。なおかつ、もっと問題なのは、運営機関の変更を検討するときに実質的に変更ができない仕組みになっていることである。これはなぜかという、今の仕組みでは、なかなかデータの受け渡しに交換性、互換性がないため、結果的には一回キャッシュ化しなければならず。これは極めて非現実的である。そのため、仕組み的には運営機関の見直しが入っているが、これが本当にワークするかどうかは今後の大きな課題になると考える。

それから、デフォルトファンドの問題だが、アメリカのQDIA (Qualified Default Investment Alternatives) の基準を一つの規範、材料として検討する余地もあるかということである。

DBに関しては、これまで社会保障審議会等で蓄積された議論に基づいて、例えば受託者

としてのガイドライン等が設けられているため、これはもちろん尊重しなければならないが、もう一つ考えなければならないのは委託先との関係である。特に小規模の基金、これは1万2000以上あると書かれているが、私の記憶だとほぼ9割以上が規約型である。そうすると、例えば取引金融機関との関係性で、総幹事会社の言うことを聞かざるを得ないような関係性があると思う。そのため、本当に運用のために資するのかという点でほかの所管庁、例えば金融機関を所管するところのモニタリングというのは十分必要と思う。

あともう一つは運用について、例えば一般勘定がメインのところは小規模だと多いが、これを多様化するとしても非常に選択肢が限られる。確かに総合型への移行や、あるいは企業年金連合会への共同運用事業の参画があるが、これは先頃の社会保障審議会でも指摘された問題であるが、中小の集合体である総合型の場合、掛金は負担能力を考慮し、護送船団方式で設定される。したがって、給付は限定的になるというような指摘もされている。なお、これは社会保障審議会の中で企業年金連絡協議会からの発言である。

そうすると、1つの選択肢としては、先ほどから佐藤委員、中曽委員のほうから指摘のあるとおり、企業年金連合会で今の単一メニューから少し柔軟性のある選択肢を持ったメニューを提示できるような形で、この運用の受け皿になるのは一つ重要な選択肢かと考える。

○藤田委員

本日の主な論点にのっとり4点意見を申し上げる。

まず1点目だが、DBの情報開示、共同運用の促進という点である。数年前に比べても生活必需品の顕著な値上がり、長寿化、それによる医療・介護費用の増加、さらには骨太の方針でも労働市場の流動化が図られる中で、企業年金のステークホルダーは将来の従業員にも対象が広がってきている。こうした取り巻く環境の変化に対応するために、海外のベストプラクティスが参考にならないか。運用先進国の米国、英国とも2010年代以降から資産運用状況について既存加入者以外にもウェブでの公表が定着している。まずは両国の制度の導入時の考え方をぜひとも事務局に明らかにしていただきたい。

加えて、資産配分をより細分化して開示することで米国のように業界全体のトレンドを把握できるようになると、加入者の理解向上のみならず、運用側で競争原理による運用力の向上につながる。

開示で見える化が進むと同時に、共同運用においてリターン目標の異なるオプションなどが設定されると活用のインセンティブにつながるのではないかと考える。

2点目は、アセットオーナー・プリンシプルの重要性である。アセットオーナーのガバナンスの観点では、リスクの最小化が至上命題のままでは、 α を創出できる新興運用会社や新たな資産クラスの採用を通じた運用の高度化の実現は難しい。アセットオーナーにリターンを追求することを促す仕組みを検討してはどうか。

また、確定給付企業年金の制度では、労使の協議で給付水準の改善も図れるようである

ため、こういった運用状況に応じた給付の引き上げの動きが出ると、加入者の利益にもつながるのではないかな。

また、運用効率の向上を図れるオルタナティブ投資の活用だが、日本の企業年金も近年増加傾向である。ただ、伝統的資産を前提にしたデューデリジェンスやモニタリング、レポートイングが必ずしも適用できるわけではない。海外のベストプラクティスを共有するなど運用会社にも効率的な枠組みづくりに貢献できる部分があるのではないかな。

ここで、資料9は、プライベート市場の残高を戦略及び地域別にお示ししたものである。プライベート市場は、1,715兆円と非常に裾野が広い市場になっている。主軸となる一番左側のバイアウトに関しては約497兆円に達する。バイアウト戦略では、例えば資本効率を重視する上場企業からノンコア事業を買収して、経営支援によって価値向上を目指す。企業の新陳代謝を促進し、産業構造の変革に寄与できる。

左から2番目の次に大きいベンチャーキャピタルは、創業間もないスタートアップ企業への少数出資が主流となっている。オルタナティブ資産といっても多岐にわたるため、アセットオーナーの負担を軽減し、活用を促すための枠組みづくりの整備が必要になってくるのではないかな。

3点目、総幹事会社の役割について、日本は海外に比べてゲートキーパーを利用する傾向が強いが、改めてプラス・マイナスの両面を考慮して、状況に応じた活用を考えるべきである。なお、運用会社に対して海外投資家に劣らないほど日本の投資家の地位を向上させ、交渉力を高めるためには、運用会社との直接的な関係の構築も必要になってくるのではないかな。

4点目、DC商品の選択の拡充について、米国の401(k)では、ターゲット・デット・ファンドのようなプロの運用者が資産配分を行うファンドが一般的なデフォルト商品になっている。2020年には、米国の労働省が401(k)においても、こうしたファンドを通じて間接的にプライベートエクイティに投資することを認める文書を公表した。こうしたプログラムを通じて、プライベートエクイティ、プライベートクレジット、プライベート不動産など、オルタナティブ投資を提供することに対して関心が高まっている。こうした点も含めて、日本でも加入者が適切な選択肢から適切な判断ができるような支援というのは、ぜひとも継続的に行っていくべきではないかな。

○村井新しい資本主義実現本部事務局長

これまでの委員の御発言に関して、各府省から発言があればお願いしたい。

○橋本厚生労働省年金局長

非常に多岐にわたる論点について、非常に建設的な様々な御提案をいただいた。また、これまで続いてきたデフレから、経済の状況が変わりつつある。そういう中において、今後どう考えていくのか、そういった御視点も今、指摘をされた。

具体的に一つ一つの論点について、どんなことができるのかは、金融庁とも十分丁寧な議論をして、皆様方の御提案を踏まえた何らかの形ができればいいと思う。

○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、委員の皆様方から、追加の御発言等あればお願いしたい。

○中村委員

委員の皆さんから様々な意見をいただき、確定給付企業年金の事に携わる者として非常に参考になった。

何人かの委員から指摘があったOCIOについて、私もいい仕組みだと思うが、日本にまだこのサービスがない。私の認識では、海外のDB年金は閉鎖、凍結しているところも多く、過去の従業員の年金資産の管理であって、新しい従業員はみんなDCであるため、かつては企業が専門人材を入れ、あるいは金融子会社までつくって運用していたが、本業に回帰して、年金運用は外の専門家に任せようということでOCIOというサービスが発展してきたと理解をしている。

日本の場合は、閉鎖、凍結はそれほど多くなく、今でも新人の従業員も含めてDBの加入員として受け入れている年金制度を運用しているため、OCIO、つまりアウトソースの目的が日本のように制度が継続している年金と、レガシーを管理しているだけの欧米の年金では意味合いが違うのではないかとと思われる。その点について、日本でのOCIOの活用方法、あるいは、なぜこういう商品が出てこないのかについて意見を伺いたい。

○佐藤委員

OCIOの使い方は様々あり、（取組理由としては）1つは中村委員から指摘のあったような閉鎖年金というところも大きいと思うが、もう一つ、リターンの向上、必要とされるリターンの達成が内部リソースでは賄えないということもあるのではないかと。人材不足という問題は日本だけではなく海外でも非常に大きく、先ほど言及させていただいた中小型規模の大学基金は、運用目標はCPIプラス5%、米国の物価上昇率を考えると2桁超える先もあるといった状況下、OCIOの取組が進んでいる。グローバルにはいろいろなツールが用意されており、先ほどEMPの話があったが、OCIOの手法についても今後、日本で浸透が深まっていく可能性はあるのではないかと。

○中曽委員

若干補足すると、先週ニューヨークで日本の金融センターのプロモーションを行った。そこに140人ぐらいの在米の金融関係者が参加をしたのだが、岸田総理が1か月前に資産運用立国の話をされた後だったため、大変関心が高かった。その中にOCIOのサービスをプロバイドする人もおり、対日進出を非常に真剣に考えている人たちもいたため、オルタナ

ティブ投資のような分野は潜在的なニーズが日本にあるという一つの証左かなと思い、今日は私からもそういう一つの選択肢になるのではないかという話をさせていただいた。

○佐藤委員

中曽委員から説明があった新興マネージャープログラムは大変良いプログラムだが、(海外においてこれが活発な)背景としてはリスクテイク、リターン獲得の蓋然性の違いがある。中村委員の資料にもあったように、アメリカの公的年金はかなり高いリターン目線を持たざるを得ない。大学基金も然りで、非常にニーズが高い。前回の説明でも、プログラムを入れる目的として、アルファの獲得と投資キャパシティの確保ということがあったが、これは世界中で人気があり、良いマネージャーの分捕り合戦になっているため、アセットオーナーからすると、本当に良いマネージャーが日本に来るのかどうか。中身も玉石混淆で、特に新興マネージャーについてはビジネスの安定性も重要で、その見極めに対する目利きも必要になり、さらなる運用体制の強化がアセットオーナー側にも求められている。

本日は企業年金ばかり話題になっているが、先ほどのアセットオーナーの図で、パイ(運用残高)の大きい、そしてリターン目線の高い運営主体についても、これをアセットオーナー・プリンシプルに盛り込んでいくということであれば、そういった体制がきちんとあるのか、というガバナンス面の検証も重要ではないか。

○神田内閣大臣政務官

中村委員が示した企業年金の実態は非常に勉強になった。一方で、野崎委員などから指摘があったが、これまでのデフレからインフレになると、運用の仕方、意思決定の仕方も変わるのではないか。各年金がパフォーマンスを比べていく、それによって年金資産運用、年金財政運営、母体企業の戦略のバランスが満たされているのかという視点も、これまで以上に重要になってくるのではないか。中村委員からコメントをいただきたい。

○中村委員

足下はインフレで、物価が上がっていると報道されている。これまでのデフレの時代は、予定利率を決めるに当たって過去の金利の平均を参考にしてきた。そのため、遅行性があり、デフレだからといって一気に予定利率を下げずに徐々に下げてきた。短期的に見ればもっと下げるべきところを、徐々に下げてきた。これは長期運用、長期制度ということから、また金利は反転するかもしれないことも含めて長期の目線で判断してきたことによる。

それを今の状況に当てはめると、インフレがこの後どこまでいくか、どこまで続くのかはまだ見通すことができないため、遅行的に今後の状況を見ながら徐々に上げていくような議論がこれから起きてくると思うが、今の段階ではそこまで至っていないのではないかとということだと思う。

これは生命保険の予定利率の考え方ともリンクするが、徐々に予定利率引上げのニュー

スが出ている。ただ、企業年金と比べると、まだ絶対値が非常に低いレベルで、先日も個人年金の予定利率を0.5%から0.83%に35年ぶりに上げた保険会社がニュースになっていたが、企業年金の予定利率は2.5%が平均なので、まだまだ水準は高い。今後、状況を見ながら変化が出てくる可能性はあるのではないか。

○野崎委員

1点目は、DCの運営管理機関についてモニタリングが必要と話したが、先ほどの社会保障審議会の議論の中で、運営機関に関しては、古い契約ほど高いフィーという状況が続いていると、あくまでもこれはベンダーロックインのような状況であり、その意味でもモニタリングが十分必要である。

これは今回のテーマから少し外れるが、足下、DBで一定の規模感を持つイギリスは投資が高度化、あるいは多様化を伴って海外に資金が出てしまった。要するに、イギリス国内の投資が減ってしまった状況にある。いわゆる古い言葉でウィンブルドン化である。今回はイギリス国内の投資を強制するような制度設計についても議論が出ている。

つまり、こういった投資力強化の議論と並行して、コーポレートガバナンスについての強化や成長戦略といった、企業としての魅力度を増すような戦略の強化と先鋭化も現在審議会等で行われている点の重要性を感じる。

○村井新しい資本主義実現本部事務局長

今日の意見交換はここまでとさせていただきます。

それでは、以上をもって、本日の会議を終了する。