

## これまでの議論と考えられる整理（案）

## 基本的考え方

- 岸田政権は、官民の連携により、社会課題を成長のエンジンに転換する「新しい資本主義」を進めている。その重要なピースとして、我が国の家計金融資産 2,115 兆円(2023 年 6 月末時点)の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費につなげ、家計の勤労所得に加え金融資産所得も増やしていく資金の流れを創出し、「成長と分配の好循環」を実現していくことが重要。
- こうした中、これまで、「資産所得倍増プラン」(昨年 11 月策定)やコーポレートガバナンス改革等を通じ、インベストメントチェーンを構成する各主体に対する働きかけを行ってきた。具体的には、
- ・ 家計に向けては、NISA の抜本的拡充・恒久化、顧客の立場に立ったアドバイザーの普及・促進に向けた検討、金融経済教育の充実など、家計の安定的な資産形成を支援するための取組を推進するとともに、
  - ・ 金融商品の販売会社等に対しては、顧客本位の業務運営の確保に向け、モニタリング等を通じ、顧客の最善の利益に資する金融商品の組成・販売・管理等に関する態勢整備を促してきた。また、こうした取組の一層の定着・底上げを図るため、金融事業者に対して、顧客の最善の利益を勘案して誠実かつ公正に業務を遂行する義務を設けるとともに、家計の資産形成において重要な役割を担う企業年金等もその対象に加えることを内容とする関連法案を国会に提出した。【P】
  - ・ 加えて、我が国企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向け、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂、「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」の策定等の取組を行うとともに、金融・資本市場の機能の向上にも取り組んできた。
- こうした取組に続き、インベストメントチェーンの残されたピースとして、我が国における、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等を図っていく必要。
- アセットオーナーは受益者の最善の利益を確保する観点から運用力の高い資産運用会社へ運用委託し、資産運用会社は、運用に関する分析能力を高め、専門的な運用能力を発揮して、良質でより良いリターンをもたらす運用戦略や金融商品を開発・提供していくことが求められる。併せて、アセットオーナーや資産運用会社が主体的にスチュワードシップ活動に取り組むことにより、既に述べた我が国企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に繋げていくことが重要。
- なお、アセットオーナーや資産運用会社が運用状況等について他社と比較できる見える化(情報開示)を行うことにより、受益者や顧客等からの評価を通じ、その運用力の向上に繋げていくことも重要。
- このため、①資産運用業の改革、②アセットオーナーシップの改革、③成長資金の供給と運用対象の多様化、④スチュワードシップ活動の実質化、⑤対外情報発信・コミ

コミュニケーションの強化を進める。

- これにより、残されたピースをはめ、資産運用立国を実現し、我が国経済の成長と国民の資産所得の増加につなげていく。

## 1. 資産運用業の改革

### (1) 資産運用力の向上やガバナンス改善・体制強化

#### <課題等>

- ・ 成長と分配の好循環の実現のためには、家計金融資産等の運用を担う資産運用業が国民から信頼される存在になるとともに、その運用力の向上が不可欠。特に、大手金融機関グループが果たすべき役割は大きく、グループ全体で顧客の最善の利益を勘案した運営体制を構築していく必要。

#### <施策の方向性>

- ・ 大手金融機関グループに対して、グループ内での資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付けのほか、専門性の向上、運用人材の育成・確保等の観点から、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・公表を要請してはどうか。
- ・ また、資産運用会社による金融商品の品質管理を行うプロダクトガバナンスに関する原則を策定してはどうか。

### (2) 資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進

#### <課題等>

- ・ 現状、日本において資産運用業の新規参入は限定的。日本独自のビジネス慣行や参入障壁の存在も指摘されている。これらの是正や新規参入促進策を通じ、国内外の優れた事業者や人材が日本に集まり、互いに競い合うことで、より良い商品やサービスが家計をはじめとする投資家に提供される環境を築いていく必要。

#### <施策の方向性>

##### ① 日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正

投資信託の基準価額に係る二重計算<sup>1</sup>について、業界における計理処理の標準化等の取組や、監督指針等において各社が基準価額の訂正ルール(マテリアリティポリシー)<sup>2</sup>を定める場合の留意点を規定すること等を通じ、一者計算の普及に向けた環境整備を行ってはどうか。

また、投資信託に関するシステムの寡占化による非効率性を是正するため、システムの利用料に関する課題を含め、関係者と改善を進めてはどうか。

##### ② 金融・資産運用特区の創設

<sup>1</sup> 投資信託の基準価額は、日々、委託会社(資産運用会社)と受託会社(信託銀行)の双方で計算し、これを照合(二重計算)。日本独自のビジネス慣行として、投資家への追加的なコストや新規参入障壁の要因となっているとの指摘が存在。欧米では、信託銀行や専門業者が担うケースが多い。

<sup>2</sup> 投資信託の基準価額の計算過誤に関して、過誤が一定の水準を超える重大な(マテリアルな)場合に、基準価額の訂正を行うこととするもの。

意欲ある自治体が主軸となる事業(金融業に限らず、スタートアップの育成・振興、GX事業の推進等を含む)を推進していく上で、必要な金融面等での支援を行うため、金融・資産運用特区を創設してはどうか。

例えば、①主軸となる事業に対する直接の支援(関連規制の改革等)、②主軸となる事業に対する金融面からの支援(資産運用会社等の誘致・業務拡充に資する規制改革等)、③国際的なビジネス・生活環境の整備に対する支援(英語による行政対応、教育・医療・銀行口座等に関するサービス促進等)といった観点から、関係省庁との連携の下で検討を進めてはどうか。

### ③ 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP)

官民連携して新興運用業者に対する資金供給の円滑化を図るためのプログラムを策定し、以下の取組を行ってはどうか。

- ・ アセットオーナー・プリンシプル(後述)において、受益者の最善利益追求の観点からの運用委託先の選定における新興運用業者の取扱いについて盛り込んでどうか。
- ・ 大手金融機関グループの中では、新興運用業者への積極的な運用委託等を行う動きがみられることから、こうした取組の推進を要請してはどうか。加えて、大手金融機関グループ等における取組事例を把握・公表し、更なる取組を後押ししてはどうか。
- ・ 新興運用業者の積極的な活用を望む金融機関及びアセットオーナーのために、新興運用業者を一覧化したリスト(エントリーリスト)を官民連携の下で提供してはどうか。また、資産運用フォーラム(後述)において、新興運用業者の発掘・活用等も含め日本市場の魅力や可能性について、発信し共有を図ってはどうか。
- ・ 新規参入を促進するため、ミドル・バックオフィス業務を外部委託すること等により、運用に専念できるよう規制緩和を行ってはどうか。また、海外からの参入を支援する金融創業支援ネットワークや、拠点開設サポートオフィス等の一元的窓口を拡充してはどうか。

## 2. アセットオーナーシップの改革

### (1) アセットオーナー・プリンシプルの策定

#### <課題等>

- ・ アセットオーナーは、受益者の最善の利益を確保する観点から、運用する目的に基づき目標を定め、その運用を実現するための委託先を厳しい眼で見極める、といった運用力を高度化していくことが求められている。
- ・ アセットオーナーの範囲は、公的年金等、企業年金、保険会社、大学ファンドなど幅広く、課題もそれぞれであるが、アセットオーナーが資金を提供する受益者等に適切な運用の成果をもたらす観点から、アセットオーナーに共通して求められる役割があると考えられる。

#### <施策の方向性>

- ・ アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）を来年夏目途に策定してはどうか。

## （2）企業年金の改革

- 企業年金は、確定給付企業年金（DB）と企業型確定拠出年金（DC）の大きく2種類があり、公的年金の上乗せの給付を保証し、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発揮し、企業年金の加入者等の利益を最大化するためには、企業年金の運用力の向上に向けた取組を進めていくことが重要である。
- なお、企業年金は、退職給付制度の1つであり、その内容は、企業ごとに労使で決定されていることに十分留意する必要がある。

### ① 確定給付企業年金（DB）の改革<sup>3</sup>

#### （ア）運用力の向上

##### <課題等>

- ・ 確定給付企業年金（DB）が加入者の最善の利益を達成するためには、母体企業の財務戦略・人事戦略ならびに年金財政運営状況等を踏まえ、DBごとに最適な運用方針を策定し、それに応じて適切に運用受託機関を選択するとともに、企業のおかれた状況・環境の変化に応じて、定期的にその見直しを行うことが重要である。
- ・ これに関し、全体の9割以上を100億円未満のDBが占めており、そうした小規模のDBにおける受託者責任の徹底や専門性の向上について、課題が指摘されている。また、DBが1つの金融機関（総幹事会社）に総幹事業務を委託<sup>4</sup>している場合の課題<sup>5</sup>が指摘されている。

##### <施策の方向性>

- ・ 加入者の最善の利益を達成するため、DBに対して、運用力の向上や受託者責任の普及啓発に向けて、資産運用に関する研修・情報提供を通じた人材育成等の取組を推進することや、DBが契約の形態如何に関わらず、定期的に総幹事会社を含めた運用委託先を評価し、必要に応じて運用力次第で委託先を変えるなどの見直しを促進することについて、ガイドラインを改定する等、必要な方策を講じてはどうか。

#### （イ）共同運用の選択肢の拡大

##### <課題等>

- ・ 小規模なDBが効率的な運用を行うにあたっては、既に民間金融機関において共同運用のスキームが整備されているところであるが、同じアセットオーナーの立場に

<sup>3</sup> 確定給付企業年金（DB）は、従業員が将来受け取る給付の内容が予め決まっており、事業主等が必要な掛金を負担する制度であり、資産運用は事業主等が行っている。日本の確定給付企業年金（DB）の資産額は約66兆円で、企業年金全体の約7割を占めている。

<sup>4</sup> 当該DBの方針にしたがい、複数の金融機関をとりまとめ、各金融機関のシェアに応じた拠出金の受入れと配分、給付の支払いとその取りまとめ等を行う業務を委託する。

<sup>5</sup> 総幹事会社の乗り換えコストが高いことで、運用受託機関も固定化されているのではないかなど。

ある企業年金連合会による共同運用事業等に参画することは、受託者責任・専門性の観点からも、有用と考えられる。

- ・ 一方で、複数事業主から構成される DB の共同運用については、事業主が運営の実施主体であるという意識が低くなりやすい等の課題が指摘されていることから、総合型厚生年金基金の教訓も踏まえて、ガバナンスの強化が図られてきたところ。

#### <施策の方向性>

- ・ より多くの小規模 DB が適切な形で共同運用事業等を活用できるよう、ガバナンスのあり方を考慮しつつ、選択肢の拡大を含めて、企業年金連合会による共同運用事業の発展等に向けた取組を促してはどうか。

### (ウ) 加入者のための運用の見える化の充実

#### <課題等>

- ・ 確定給付企業年金 (DB) では、長期的に運用実績が好調であれば掛金の減額・停止に繋がり得るほか、高水準の積立状況が続けば、給付水準の改善の見直しも行われ得る。他方、運用実績が不調で不足金が一定範囲を超えれば、事業主が追加で掛金を拠出しなければならない。
- ・ 確定給付企業年金 (DB) の情報については、既に加入者に対して周知されているが、加入者の最善の利益のために、事業主と加入者等が、運用の方針等を含め DB 制度の必要な見直しを行うにあたって、他社と比較できるよう、見える化を進めていくことが有用である。

#### <施策の方向性>

- ・ 確定給付企業年金 (DB) について、上記の運用成果の意味の周知や、規模等の状況を配慮した上で、運用状況を含む情報の他社と比較できる見える化 (情報開示) の具体的な方策について、厚生労働省が情報を集約し公表する案も含めて、2024 年の公的年金の財政検証を踏まえた次期年金制度改革とあわせて結論を得ることとしてはどうか。

## ② 企業型確定拠出年金 (DC) の改革<sup>6</sup>

### (ア) 適切な商品選択に向けた制度改善

#### <課題等>

- ・ 企業型確定拠出年金 (DC) では、従業員個人が運用を行うところ、事業主から企業型 DC の運営を受託している運営管理機関、事業主、加入者本人の各段階における適切な運用の方法の選定が重要である。
- ・ 適切な運用の方法の選定にあたっては、物価や賃金が上昇している経済環境を踏

---

<sup>6</sup> 企業型確定拠出年金 (DC) は、事業主等が拠出する掛金の額が予め決まっており、従業員は運用結果に基づく給付を受ける制度であり、資産運用は従業員個人が行っている。日本の企業型確定拠出年金 (DC) の資産額は約 18 兆円で、企業年金全体の約 2 割を占めており、企業型確定拠出年金 (DC) を活用する企業は増加している。

まえると、インフレリスク（将来の実質的な購買力を確保できない可能性）を十分考慮する必要があるが、現状では元本確保型のみで運用している加入者が約3割である。

#### <施策の方向性>

- ・ 労使合意に基づき指定運用方法の投資性商品への変更や運用商品の商品構成の改善など運営管理機関・事業主・加入者本人の各段階において運用の方法の適切な選択がなされるよう、関係者と連携し、指定運用方法や運用商品の構成等に係る情報の見える化（情報開示）や継続投資教育等の取組を促進する等の方策を講じてはどうか。

#### (イ) 加入者のための運用の見える化の充実

##### <課題等>

- ・ 企業型確定拠出年金（DC）の運用の方法等については、既に参加者に対して通知されているが、運用の方法を比較しにくい等の指摘がある。参加者の最善の利益のために、他社や他の運営管理機関との比較の視点も含めて、事業主と参加者等が、適切に運用の方法を比較・選定できるよう見える化を進めていくことが有用である。

#### <施策の方向性>

- ・ 事業主ごとの運用の方法のラインナップや運用状況等を含む情報の他社と比較できる見える化（情報開示）の具体的な方策について、厚生労働省が情報を集約し公表する案も含めて、2024年の公的年金の財政検証を踏まえた次期年金制度改正とあわせて結論を得ることとしてはどうか。

#### ③ 企業年金を含む私的年金の更なる普及促進

##### <課題等>

- ・ 企業年金を含む私的年金に取り組んでいるものは、厚生年金の被保険者全体の約3割であり、高齢期のより豊かな生活を送るためには、私的年金の更なる普及促進が重要である。

#### <施策の方向性>

- ・ 新たな認可法人となる「金融経済教育推進機構」が設立される見込みであるところ、本機構は関係省庁と連携し、政府横断的に私的年金の広報を行うこととしてはどうか。

### 3. 成長資金の供給と運用対象の多様化

#### (1) スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進

##### <課題等>

- ・ 日本経済の持続的成長力に向けて、スタートアップ企業への資金供給を促進させるための環境整備や非上場株式の流通促進等を行う必要がある。

#### <施策の方向性>

- ・ベンチャー投資の促進に向けた環境整備を図るため、ベンチャーキャピタル向けのプリンシプルを策定するほか、非上場株式の公正価値評価を促進するとともに、投資型クラウドファンディングに係る規制緩和を行ってはどうか。
- ・非上場有価証券の発行・流通を促進するため、非上場有価証券のみを扱うPTS（私設取引所）業務やプロ投資家を対象とした非上場有価証券仲介業務の参入要件、上場ベンチャーファンドに係る規制を緩和するほか、少額募集における開示を見直し、スタートアップ企業の負担軽減等を行ってはどうか。

## (2) オルタナティブ投資やサステナブル投資などを含めた運用対象の多様化

### <課題等>

- ・投資家のリスク負担能力に応じた多様な投資商品の提供を促進し、リスク分散や投資環境の充実を図る必要がある。

### <施策の方向性>

- ・投資信託を通じた運用の多様化の観点から、投資信託への非上場株式の組入れを可能とするとともに、オルタナティブ投資に関する金融商品の販売のあり方についての規制緩和を行うため、投資信託協会において自主規則の改正を進めてはどうか。
- ・資産運用会社や有識者による「サステナビリティ投資商品の充実に向けたダイアログ」を開催してはどうか。
- ・外貨建国内債の発行の活発化に向けて、外貨によるDVP(Delivery Versus Payment)決済を行うプラットフォームを利用可能とするための制度整備を行ってはどうか。
- ・投資家の利便性を高めるため、新しいNISAのつみたて投資枠の上限額に合わせて、累積投資契約におけるクレジットカード決済の上限額を引き上げてはどうか。

## 4. スチュワードシップ活動の実質化

### <課題等>

- ・国内市場の拡大を図るにあたっては、資産運用業改革とともに、日本市場の魅力を高めることが重要。中長期的な企業価値向上のため、投資家と企業との実効的なエンゲージメントを促進する必要がある。

### <施策の方向性>

- ・東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を踏まえた企業による計画策定・開示・実行の取組について、東証と連携しフォローアップしてはどうか。
- ・大量保有報告制度等の制度の見直しの検討を含め、機関投資家による実質的なエンゲージメントの取組を促進してはどうか。

## 5. 対外情報発信・コミュニケーションの強化

### <課題等>

- ・上述の施策を世界の投資家のニーズに沿った形で進めるための関係者との対話や、

日本市場の魅力等に関する情報発信を行っていくことが重要。

<施策の方向性>

- ・ 内外の大手投資家等と連携しつつ、資産運用フォーラムを立ち上げることとし、そのための準備委員会を年内に設立してはどうか。