

第4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12月13日（水）16:26～17:03
2. 場 所：合同庁舎4号館12階共用1208特別会議室
3. 出席者：

新原 浩朗	新しい資本主義実現本部事務局長代理
堀本 善雄	新しい資本主義実現本部事務局次長
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
資産運用立国実現プラン（案）について
3. 閉 会

(資料)

- 資料1 資産運用立国実現プラン（案）
- 資料2 金融庁資料（金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書の概要）
- 資料3 金融庁資料（金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書）
-

○堀本新しい資本主義実現本部事務局次長

本来、今日は、鈴木金融担当大臣はじめ政務が出席する予定だったが、国会の諸情勢により恐らく出席が難しいため、早速分科会を始めたい。本日は私が司会をさせていただく。

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4回を開催する。
本日は「資産運用立国実現プラン」の取りまとめを進めていきたい。

基本的にお手元の資料1「資産運用立国実現プラン（案）」について議論を進めていくが、内容については委員の皆様にあらかじめ事務局より説明をしているため、本日は早速委員から御意見を賜るということで進めていきたい。

では、順番に御発言をいただきたい。

○大場委員

取りまとめいただいたものを改めて拝読したが、既に今までの議論を通じて申し上げた意見について取り込んでいただいたものやあるいは取り込まれなかったものが多々あるが、これをどのようにフォローしていくかが非常に大事であるため、今後の進捗状況の確認をどのように進めるかが大事である。

それから、アセットオーナーに関しては新たな取組になると思うが、私を含む委員の皆様から出た意見について、どのような内容でアセットオーナー・プリンシプルが策定されるかが大変重要である。その辺りをフォローしていきたい。

○佐藤委員

案の取りまとめ、ありがとうございました。

御提示の案に異存はない。本提言を含めて、私の期待について4点述べる。

第1に、私はHowが重要だと思っており、提言に基づく実効性のある改革を期待する。

そのためには、PDCAサイクルを回すことが非常に重要である。内閣官房等においても、来年6月をめどにその進捗状況を確認するとあり、ぜひお願いしたい。

提言書には、幾つかの課題とその施策が提言されているが、課題解決、施策実現のためには、インベストメントバリューチェーンの関係者間の協力が欠かせない。各改革においてこれがないとPDCAサイクル、特にAction（行動）が難しくなる。資料3の「金融審議会市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース 報告書」においても言及されているが、例えば資産運用業の改革にはアセットオーナーの協力が不可欠、その逆もまたしかりで、シナジー効果を持って改革が実行されることを期待する。

アセットオーナーにとって、EMPに対する取組も、運用機関の積極的な取組と両輪である。EMPについてはガバナンスの強化が必須であり、運用機関による取組がこれをサポートし得ると思う。

第2に、アセットオーナー・プリンシプルについて、その内容はもちろん重要だが、明文化することによってぶれを小さくすることが可能になることも期待している。長期運用においては、ぶれないことが重要と言われているが、これは言うは易く行うは難しで、これがよりどころの一つになるとよい。

ぶれないということは、何もしないこととは異なる。経済・市場環境の構造変化に応じ

て適切な投資行動を取っていくこともアセットオーナーに求められている重要な役割ではないか。

第3に、改革の中の「見える化」について、情報開示の拡充により、見える、見られているという緊張感が、運用責任のアカ운タビリティだけでなく、運用規律の向上やガバナンスの強化にもつながるであろうという期待を持っている。

最後に、改革にはスピード感も大事である。提言書にもその旨言及はあるが、受益者の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行する観点に立って、優先順位をつけて改革を推進していただきたい。

公的年金等については、運用の共通の課題について今後検討されるということだが、その資産運用規模の大きさから課題解決のインパクトも大きいのではないか。企業年金(DC)についても投資教育も重要だが、運用管理機関の垣根を越えた運用商品の拡充、入替えのしやすさ、適正なフィー水準の確保等が急務ではないか。

スピード感という話からは若干それるが、企業年金(DB)は数多くの困難を乗り越えてきた、海外と比較しても大変レジリエントでサステナブルな制度ではないか。困難に直面したがゆえに、過去に多くの運用改革にも取り組み、投資対象も多様化が進んできたが、今は日本経済・市場にも大きな環境変化が生じつつある。今後も、資産運用力の向上に向けてたゆまぬ努力が必要である。デフレ脱却からインフレ、金利がつく環境への移行は、資産運用業者にとっても、それを実際に経験した運用者が最前線にあまりいないであろうことから、これは業界全体の大きなチャレンジであると考ええる。一時的には大きな相場の調整局面もあり得るわけで、関係者皆様が協力し合って対応していく必要がある。本プランが資産運用立国の実現に向けて実効的に機能することを強く願う。

○中曽委員

まず、短期間に関係方面に多岐にわたる調整を実現して、実現プランを取りまとめたいただいた事務方の労を多としたい。

岸田総理の9月のニューヨーク講演以降、私自身もニューヨークとサンフランシスコ出張の機会があったが、アメリカの投資家の日本における資産運用業とアセットオーナーシップの改革に対する関心について非常に高いものを感じたが、具体的な説得的な内容が見えるまで確信を持ってないという意見も根強くあった。このように内外注目度の高かったこの資産運用立国実現プランについて、総論的にまず2点コメントする。

1点目は、今回のプランは改革の方向性、あるいは具体的な施策が盛り込まれたという点である。海外投資家にアピールする十分な内容を備えているが、この先はスピード感を持って施策を実現していくことが肝要である。この点について施策の進捗状況を確認することは重要である。

また、柱の一つである年金運用の見える化の具体的方策については、実施を次期年金制度改正に合わせるとしても、可能な対応はこれを待たずに順次実施していくことが適当で

あり、民間の自主的な取組も慫慂されるべきである。

改革は、日本が金利のある世界へ復帰していく経済金融情勢の好循環に先んじて、好機を逃さずタイムリーに実施していくことが大事で、それで所期の効果を発揮できる。サイクルの後追いになったり、逆風になってから遅れて実施をしたりするのでは、かえってコストが大きくなる。

2点目は、資産運用業とアセットオーナーシップの改革は、日本において長年の課題であったインベストメントチェーンに欠落していた部分を埋める施策であり、バンクセントリックだった日本経済に新たな金融仲介チャンネルを開くという点で大変意義が大きい。その要諦は、成長分野への投資資金の流れを開いて、成長率を底上げすることである。やはり成長があってこそ分配との好循環が実現できる。

日本の潜在成長率の上昇を妨げてきた供給サイドの問題は、人口減少のほか、設備投資の質と量の不足、技術革新の停滞であった。この点、重要な社会課題である脱炭素化は、巨額の投資と技術革新を要するという点で、恰好の成長戦略になると思う。インベストメントチェーンの完結が、成長率の底上げと企業価値の向上の両面に資する脱炭素化をはじめとするプロジェクトに民間資金を呼び込む有効なメカニズムになることを強く期待している。

個別の点について1点だけ追加で申し上げる。

特区構想について、特区を日本に創設する以上、目指すべきは、日本のサプライチェーンを構成するアジアも視野に入れた、サステナブルな社会を実現するアジアのイノベーション金融ハブとしての役割だと思っている。金融資産運用の対象となり得る一つの重点分野としては、大企業と異なり、脱炭素化へのロードマップを描き切れない、あるいは優れた技術を持ちながらファイナンスの手段が限られている、そういったスタートアップも含めた中小企業ではないか。

したがって、中小企業のトランジション・ファイナンス市場や排出権取引市場へのアクセスの改善、あるいは知的財産などを含む事業を担保としたローンなどの新しいファイナンス手段の開発と市場整備は、特区構想の中で、自治体と国がそれぞれの立場を生かして進めることができるのではないかと。いずれにしても、今後、国と自治体がよく意見交換をしながら検討を進めていただきたい。

○中村委員

資産運用立国実現プランについて、企業年金に関しては、今後、公的年金の所得代替率が低下する中で、企業年金による公的年金の上乗せ、補完の役割はますます重要となり、企業年金の普及拡大は国の重要な政策課題の一つだと認識している。

我が国の企業年金については、先進各国と比較し遜色ないポートフォリオにより運用を行っており、そのような中で財政状況は最も良好な状況となっていることを、この分科会でも説明し、皆様から企業年金のこれまでの取組と現状に対し、評価をいただいた。

これは、これまで受託者責任の下で効率的な資産運用を行ってきた企業年金関係者による努力の結果であり、企業年金関係者のこれまでの取組に敬意を表するものである。

企業年金の健全な財政状況は、加入者、受給者に約束した年金を確実に給付するという、確定給付年金の本質的役割を全うするものであり、国民の皆様により豊かな老後生活を送っていただくために安心と信頼を与えているものである。インベストメントチェーンにおける企業年金の役割を十二分に果たしている証左であり、これからも安心して老後を迎えられるよう、引き続き、財政の健全性を維持できるよう取り組んでいくことが重要である。

企業年金連合会では、各企業年金への各種支援事業を行っており、これからも継続、充実させながら、安定した年金財政の継続が図られるよう支援するとともに、企業年金の普及発展のため努めていきたい。

また、スチュワードシップ活動の実質化については、「企業年金スチュワードシップ推進協議会」を設立し、多くの企業年金に参加を呼びかけ、運用受託機関のスチュワードシップ活動について協働でモニタリングを行っていくことを提案している。スチュワードシップ活動の実質化に向けた有効かつ効率的な取組だと考えており、実施に向けて準備をしていきたい。

資産運用立国実現プランにおいては、冒頭に記載されているように、その目指すところは、家計に眠る1,000兆円の現預金を投資や消費に向かわせ、成長と分配の好循環を実現することである。そのためには、資産運用業の高度化が欠かせない。長年言われてきた「貯蓄から投資へ」が今度こそ実現に向かうよう、資産運用業界の関係者の皆様には、不退転の覚悟で取り組んでいただくことをお願いする。

残念ながら、これまで資産運用による成功体験を多くの国民の皆様が実感することができていない。その要因については、これまでも多くの有識者や、金融庁の資産運用業高度化プロGRESSレポートで指摘されているとおりである。

しかし、資産運用業の対応は、国民の金融リテラシーが低いことを理由に挙げ、自らの専門性や運用能力の向上、会社としてのガバナンスや顧客本位の事業運営に十分取り組んできたとは言えない。資産運用業は、国民からの信頼や認知度の低い今の状況を十分認識し、国民からの信頼を獲得できるよう、真摯に取り組む必要がある。国民の金融リテラシーが低いとか投資家の専門性が低いなどと顧客を蔑むようなことを言っていては、いつまでもたっても高度化を図れず、国民からの信頼も得られない。言い訳ではなく、運用は結果が全てである。しっかり運用し、結果を出し、それを示さなければ、国民から信頼を得られない。

資産運用会社の運用能力が向上し、よりよいリターンをもたらされれば、アセットオーナーにとっても、その管理運用する資産の目的を達成することにつながる。資産運用業界が資産運用立国の命運を握っており、その責任は重大である。また、それを指導監督する金融庁も重大な責務を負っている。それぞれが本来やるべきことに集中して、しっかり取り組んでいただき、課せられた使命を全うしていただくことをお願いしたい。

○野崎委員

分科会を通じて、多様な立場あるいは視点からの議論が交わされたが、究極的には個人あるいは家計への利益を重視すべきだという概念は十分にシェアされたという認識が持てた。

事務局のお骨折りもあって、非常に貴重なスタート台としてのプランが出来上がったと評価している。スタート台という点で申し上げれば、大場委員、それから中曽委員からもあったとおり、進捗状況の確認が極めて重要であり、しっかりとフォローアップする必要がある。

その上で、今後の期待と希望を何点か申し添えたい。

第1に、資産運用業からアセットオーナーに至るまで、全ての分野あるいは改革に共通するのはシステムの部分である。運用業の分野であれば、例えば二重計算の不要化やシステムベンダーの寡占に関わる課題対応も確かに必要ではあるが、そもそも共通のプラットフォームを系統的に構築しておれば、こういった問題も解消される可能性が高い。

また、アセットオーナーの分野に関して、例えばDCの運用管理期間の見直しについては5年間ごとに見直されているが、実質的に見直したところで変えることができないとなると形骸化してしまう。これもシステムの互換性の問題が背景にある。

このプランをぜひ各業界の起爆剤あるいはカタリストとして、1年や2年ではなく、十年の計でもってシステムの大改革の議論に発展させるべきではないか。

第2のポイントとしては、ディスクロージャーの充実である。ファンドマネジャーの氏名の開示がプランに反映されたのは有意義だが、本質的には、例えばこういったファンドマネジャーの氏名を開示するのは、それぞれの資産運用会社のブランディングストラテジーの中で自発的、積極的に行うべきである。その意味では、意識改革がまず重要と考える。

また、それに応じて、例えば引き抜き合戦ということで、ファンドマネジャーの処遇を改善しなければならない。これは人的資本改革の一つの端緒になるとも考えるため、積極的にこういったディスクロージャーを進めていくべきではないか。

一方で、年金の受益者についての情報の非対称性の解消について、これに実効性を持たせるためには、理解できる内容でなければならないため、ユーザーフレンドリーなコンテンツにすべき、あるいは工夫を凝らすべきである。ただでさえ年金は非常に難解である。そのため、リテラシーの低い個人でも理解できるような内容にすべきではないか。

この点で申し上げれば、アセットオーナーについても過度な開示の負担につながらないように、例えばシンプルさをある程度念頭に置きながらの開示の仕組みを検討すべきである。

2点目に関連して、3点目として教育に関する部分である。金融経済教育推進機構に関わる行政が集まっているため、新しい機構の在り方について一言申し上げたい。金融教育ばかりでなく一般的にも教育というものは押し付けだとなかなか身につかないという部分

がある。重要なことは、例えば勤労所得だと将来の不安を取り除けない、豊かな人生が送れないということについて、しっかりと危機意識を醸成することである。具体的には、それぞれの個人の年金の状況あるいは資産の内容に応じてキャッシュ・フローを見通せるといったコンテンツにすべき話である。これがないと、金融教育の涵養はおろか、例えばDBの給付率の見直しの議論であるとか、あるいはDCの商品選択、こういったものもなかなか難渋するのではないか。

また、職域教育も重要だが、中小とか零細の企業がなかなかこういった話が手薄になってしまう。そのため、ここは人手をかけるのではなく、むしろコンテンツ、アプリケーションを工夫して、各家庭も含めて、いろいろなところにリーチできるようなものを構築されるのがよいと思う。

最後にもう一点、ある意味で大手の金融機関に対してのメッセージということで申し述べたい。EMPも重要だが、マーケットシェアが非常に大きい主要グループは、その姿勢によって資産運用市場の明日というものがすっかりと変わってしまうという影響力を持つ。そのため、グループ戦略におけるアセットマネジメントあるいはウェルスマネジメントの位置づけをもう少し高めてもよいのではないか。そのためには、グループ内外にこだわらず、資産運用会社のトップマネジメントを決めるところのプランニングであるとか、そういった考え方についても根底から見直す必要がある。

○藤田委員

まず、総論から申し上げる。

日本が長年続いたデフレから本格的に脱却をして、金利がある時代へ突入しようとしているこのタイミングで、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について、各委員や関係者の皆様と大変示唆に富む議論が展開できたことは、非常に有益であった。

個人の資産形成の観点という意味では、1,100兆円を超える日本の家計の金融資産が預金として眠っている中で、インフレに伴う物価上昇時には、実質的に価値が目減りするリスクにさらされている。

資産運用立国実現プランは、全体として実効性が高く、かつ、即効性のあるものになっていると評価できると考えるため、政府、関係省庁、業界関係者の皆様と認識を共有し、速やかに実行に移していただきたい。

2024年6月をめどに、内閣官房等において施策の進捗状況を確認されることについて、ぜひ具体的な実行状況について公表していただきたい。

また、1回目の分科会において、資産運用ビジネスの改革がこの国にとって新たな成長源になることについて、国内のみならず海外でも期待感が醸成されつつあるということを示し上げたが、実際に海外の同業他社の日本への進出や商品提供などに関して、相談が後を絶たない状況である。こうした日本への強い関心が継続するか否かは、彼らの期待値以

上に、日本におけるビジネスチャンス、投資機会を広げられるか否かにかかっている。海外からの参入は、資産運用業の高度化、人材育成、運用対象の多様化など、非常に重要になってくる。内外の資産運用会社を中心とした資産運用フォーラムにおいては、進捗の共有とともに、業界としての共通課題の把握と対処を継続的に図れるような場にしていただきたい。

各論について、3つほど今後の期待を込めてコメントする。

「3. 資産運用業の改革」について、全体的に強く賛同している。

「(1) 資産運用力の向上やガバナンス改善・体制強化」の施策にあ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の策定について、資産運用会社等の金融商品の組成者が顧客の最善の利益に沿った商品の提供を確保するための枠組みを実践していくということを支持する。

一方で、画一的に定めてしまうと投資機会を狭めてしまうリスクがあるため、ぜひそうならないように配慮をお願いしたい。

例えば当社は、先駆者としてプライベート資産という選択肢を日本の個人の投資家に提供することに尽力をしているが、御承知のとおり、こうした資産クラスは伝統的資産と同じような選定方法が必ずしも適用できるわけではない。さらには継続的な情報開示についても、日々売買されているような株式や債券等の上場資産とは異なる。こうした点も鑑みながら、ぜひとも運用対象の多様化の妨げにならないようなプロダクトガバナンスの原則としていただきたい。

そして、「(2) 資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進」の「②金融・資産運用特区の創出」だが、最終的に金融・資産運用サービスに従事する実務者が高度化や競争力の強化の促進につながっていると実感できるような取組になることを期待している。

その意味では、今後進めていく中では、ぜひとも運用会社等からも実務者に参加をしていただいて、地域の主体的な取組や国の支援について、具体的な意見交換をする場などを設けてはいかかがか。

「4. アセットオーナーシップの改革」について。

「(1) アセットオーナー・プリンシプルの策定」について、金利のある時代に適応した運用を実践していくためにも、従来の典型的な株式、債券のアロケーションを抜本的に見直しして、アクティブ運用によるアルファの追求やオルタナ資産の活用によってリスクを抑えながらリターンを向上させて運用効率を高める、こういったことに対して各主体が積極的に取り組めるようなプリンシプルになることを期待している。

そして、「(2) 企業年金の改革」の①の(ウ)や②の(イ)等に挙げられている加入者のための運用の見える化の充実だが、戦略や商品の選定について、透明性を高めて丁寧に解説していくということは、加入者からの信頼を高めるだけではなく、従業員の金融リテラシーの向上にもつながる重要な取組である。アメリカやイギリスにて開示制度が導入された際の議会や公聴会の内容などを詳細に調査いただいた上で、ぜひとも次期年金制度

改革時に実現を目指していただきたい。

最後に、「5. 成長資金の供給と運用対象の多様化」の「(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」について、前回私が意見した点を具体的に記載いただいたことを高く評価している。

なお、金融審議会資産運用に関するタスクフォースや投資信託協会においても、この点はこれまで十分に議論されてきているため、本件については2024年6月めどの内閣官房等による施策の進捗状況の確認を待たずに、ぜひスピード感を持って実行していただきたい。

また、弊社グループでは日本でも諸外国に劣らない投資機会の提供を目指して、業界初となる非上場REITを野村グループと、直接融資に主に投資するファンドを大和証券グループと協業して手がけている。いずれも既存の枠組みで組成可能な外国籍投信の形態である。外国籍投信の形態であっても、個人投資家の皆様から非常に高く評価をいただいている。優れたリスク調整後のリターンが提供でき、上場資産との分散効果も期待できる、こういったプライベート資産というのは、本来は投資家が金融機関に運用を一任するようなラップ口座などでも活用が広がるべき資産クラスである。今回の取組によって国内籍投信等での組成が可能となると、そういった動きにもつながると考えられるため、私どもとしても、業界関係者の皆様と協業しながら、今回の取組を有意義なものにしていきたい。

○堀本新しい資本主義実現本部事務局次長

ありがとうございました。

それでは、委員の発言について各省庁から発言、説明等があればお願いしたい。

○油布金融庁総合政策局長

私も4回の議論に全て参加させていただき、毎回貴重な御意見を賜うことができた。感謝申し上げます。

議論の過程で、我々金融庁の果たすべき役割あるいは責務についてもいろいろ御指摘があった。今日、付属でつけている金融審議会「資産運用に関するタスクフォース」のような新たな取組を着実に実現していくだけではなく、例えば顧客本位の業務運営の確保といったものがしっかり果たされるように、モニタリング、エンフォースメントもしっかりと取り組む。

○橋本厚生労働省年金局長

これまで4回にわたり、企業年金等についても委員の皆様方から大変多くの、また有益な御指摘をいただいて、誠にありがとうございました。このプランにまとめていただいた内容をしっかりと実現していくことが、私どもに課せられていると思っている。

先ほどの御発言の中にもあったように、実効性をしっかり持たせるということ、それからスピード感を持って進めるということ、いずれも大事なのだろう。

これから先、多くの企業年金の関係者等にいろいろと御理解をいただきながら、具体的な方策について詰めていく必要があるため、そういった意味では社会保障審議会企業年金・個人年金部会を含め、丁寧に進めていくことが一つ大事であり、同時に皆様方からも御指摘があったスピード感というものも忘れずに、しっかりとこの先進めてまいりたい。

○堀本新しい資本主義実現本部事務局次長

貴重な御意見ありがとうございました。

各委員の御意見を踏まえ、本日御提示させていただいている「資産運用立国実現プラン（案）」については、御了解が得られたということでしょうか。

他方、今日、各委員からそれぞれ貴重な御意見をいただいた。それについては、このプランの実施に当たって、御意見を踏まえて進めていくということを事務局としては確認させていただきたい。

それでは、この「資産運用立国実現プラン（案）」は本日、「案」を取ってプランとして取りまとめたということにさせていただきたい。

本来はここで鈴木大臣から挨拶をという予定だったが、先ほど申したように国会の諸情勢で今、出席できないため、代わりに言葉をいただいているので、それを代読させていただきたい。

○新原新しい資本主義実現本部事務局長代理

内閣官房新しい資本主義実現本部事務局の事務方の取りまとめをしている新原です。

先ほど堀本次長から話があったとおり、本日、大臣以下、政務が全く出席できない情勢であり、大変申し訳ございません。

鈴木金融担当大臣から皆様に対するメッセージをお預かりしているため、代読をさせていただきます。

本日は、本会議出席のため分科会を欠席することをおわび申し上げます。

本日、資産運用立国分科会において、資産運用立国実現プランを取りまとめることができました。

委員の皆様におかれては、御多忙の中、これまで4回の会合に御出席いただき、有益な御意見を多数賜ったこと、厚く御礼を申し上げます。

お陰をもって、資産運用立国の実現に資する、多数の施策をプランに盛り込むことができたと考えている。

他方、プランを策定して終わりではなく、重要なのは、これを着実に実行していくことであると認識している。

今後、プランに従い、資産運用立国の実現に向けた取組を加速してまいりたいと考えている。

また、引き続き、関係者の方々とは、資産運用立国に関する施策について意見交換を行

い、必要に応じて、施策の深掘りやさらなる施策の実施についても検討していきたいと考えている。

改めて、委員の皆様の御尽力に感謝申し上げます。ありがとうございました。

事務局としても短時間の御審議、本当に御協力に感謝いたします。ありがとうございました。

○堀本新しい資本主義実現本部事務局次長

今後、本日御了解いただいた「資産運用立国実現プラン」については、この会議終了後に、公表させていただく予定となっている。

それでは、以上をもちまして本日の会議を終了するとともに、本分科会におけるプランの検討を終了する。どうもありがとうございました。