第３回新戦略策定のための資産運用立国推進分科会議事要旨

（開催要領）

１．開催日時：令和８年４月２日（木）10:00～11:02

２．場　　所：中央合同庁舎第４号館12階全省庁共用1208特別会議室

３．出 席 者：

尾﨑　正直	内閣官房副長官（衆）
岩田　和親	内閣府副大臣
金子　容三	内閣府大臣政務官
鈴木　恭人	内閣官房日本成長戦略本部事務局次長
八幡　道典	内閣官房日本成長戦略本部事務局次長
堀本　善雄	金融庁総合政策局長
岡田　大	金融庁総合政策局政策立案総括官
今野　治	金融庁総合政策局総合政策課長
朝川　知昭	厚生労働省年金局長
先﨑　卓歩	文部科学省大臣官房審議官（高等教育担当）
柿澤　雄二	文部科学省高等教育局私学部参事官
石田　善顕	文部科学省研究振興局大学研究基盤整備課長
宇井　理人	ブランズウィック・グループパートナー
上田　亮子	京都大学経営管理大学院客員教授
大槻　奈那	名古屋商科大学大学院教授
坂本　孝司	TKC全国会会長
菅野　暁	東京大学理事（CFO）
武田　洋子	株式会社三菱総合研究所常務研究理事
野崎　浩成	東洋大学国際学部教授
藤田　真理子	株式会社LIXIL執行役専務CFO、 経理・財務・IR・Risk Management担当
松岡　直美	ソニー銀行株式会社代表取締役副社長
家森　信善	神戸大学経済経営研究所教授
内田　和人	年金積立金管理運用独立行政法人理事長
泉　　潤一	年金積立金管理運用独立行政法人理事 （総務・企画等担当）
吉澤　裕介	年金積立金管理運用独立行政法人理事 （管理運用業務担当）兼CIO
中村　明弘	企業年金連合会運用執行理事
小西　昭博	国家公務員共済組合連合会CIO（運用担当責任者）

森下　達也　　地方公務員共済組合連合会CIO（投資統括部長）
岡　　亮宏　　地方公務員共済組合連合会資金運用部長
松尾　勝　　日本私立学校振興・共済事業団運用担当責任者
喜田　昌和　　国立研究開発法人科学技術振興機構運用業務担当理事

（議事次第）
１．開　会
２．議　事
・アセットオーナーの機能向上について
・企業年金・個人年金改革について
３．閉　会

（資料）
資料１　　内閣官房資料
資料２　　厚生労働省資料
資料３　　年金積立金管理運用独立行政法人提出資料
資料４　　文部科学省資料
参考資料１　　成長戦略の検討体制（概要）
参考資料２　　戦略17分野における「主要な製品・技術等」
参考資料３－１　人的資本可視化指針（改訂版）
参考資料３－２　人的資本可視化指針（改訂版）（別紙）

〇金子内閣府大臣政務官
ただいまから、日本成長戦略会議の「新戦略策定のための資産運用立国推進分科会」第３回を開催する。
本日の御出席者の御紹介は、座席表をもって代えさせていただく。
今回は、公的アセットオーナーである年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、国家公務員共済組合連合会（KKR）、地方共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団、国立研究開発法人科学技術振興機構、企業年金連合会の皆様にもお越しいただいている。
なお、分科会長の片山大臣金融担当大臣は公務のため欠席となっている。また、岩田副大臣は公務のため遅れての参加となる。
それでは、尾﨑官房副長官から御発言をいただく。
その前に、プレスが入室する。

（報道関係者入室）

〇尾﨑内閣官房副長官

皆様、大変御多忙の中、御参加いただき心から感謝を申し上げる。

先月３月10日の「日本成長戦略会議」において、17の戦略分野のうち、先行して検討を進めている「主要な製品・技術等」についての「官民投資ロードマップ」の素案を示したところである。今後、ロードマップを取りまとめ、官民投資の具体像に落とし込んでいくに当たり、金融の役割は一層重要になっていると考えている。

今回は、その金融の機能を高めていく上で欠かせないアセットオーナーシップの改革について御議論をいただく。

年金や大学等のアセットオーナーの運用方法は様々であるが、いずれにせよ受益者の最善の利益を追求し、資産運用を行う責任がある。アセットオーナーの運用力を高めることにより、結果として成長資金供給の担い手となり、投資先企業、ひいては日本経済の成長につながっていくことが期待される。

本日は、世界有数のアセットオーナーであるGPIFのほか関係省庁にお越しいただいている。

GPIFからは、オルタナティブ投資の取組状況と今後の方針についての意気込みを、GPIFに加え、企業年金や個人年金を所管する厚生労働省からは、加入者の利益に資する大胆な改革に向けた取組状況を、大学を所管する文部科学省からは、これらの資産運用の実態調査の結果を御報告いただく。

委員の皆様におかれては、アセットオーナーシップの改革を一層加速させるべく、忌憚のない御意見を賜れたら幸いである。どうぞよろしくお願い申し上げる。

〇金子内閣府大臣政務官

ありがとうございました。

プレスの方はこちらで御退室をお願いする。

（報道関係者退室）

〇金子内閣府大臣政務官

本日は、先ほど尾﨑副長官からもお話があったとおり、アセットオーナーの機能向上と企業年金・個人年金改革について御意見をいただきたい。

まず、内閣官房から御説明をお願いする。

〇八幡内閣官房日本成長戦略本部事務局次長

お手元の説明資料に基づいて御説明申し上げる。

資料の17ページ以降に、昨年６月に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイ

ン及び実行計画2025年改訂版」を添付しているが、本日のテーマであるアセットオーナー等について政府として取組を進めるべき様々な課題が記載されている。この閣議決定を踏まえて内閣官房において取りまとめた資料であるが、概略について御説明を申し上げる。

まず２ページ目、2024年に策定したアセットオーナー・プリンシプルであるが、３ページにその受入れの現状について記載している。

真ん中の辺りの企業年金についても徐々に受入れが進んできているが、右の資産規模では、71.3兆円のうちの28.8兆円と、４割程度の受入れとなっている。

また、一番下段の大学関係は、10兆円の資産規模のうちまだ0.9兆円分のみの受入れとなっている。後ほど、厚生労働省、文部科学省からも説明があるが、引き続きの取組が必要な状況となっている。

４ページも、閣議決定において大事なポイントとされているオルタナティブ投資の推進について、現在の公的アセットオーナーの取組状況である。

５ページから６ページが厚生年金の運用主体の９つの機関について、７ページが厚生年金以外の運用主体の５つの機関について、それぞれの状況を一覧表として取りまとめている。

各機関においての取組状況は様々であるが、５ページの一番上がGPIFで、５％上限に向けて、現状の実績は1.6%。右端に国内・海外の区分ごとにその内訳を示しているが、赤い部分がオルタナティブ投資の中でもPE投資の部分である。これらの点については、後ほどGPIFからも御説明をいただくことになっている。

10ページは、厚生年金の積立金の運用について。

11ページ、2015年に被用者年金制度が一元化され、GPIFや共済連合組合等で運用する積立金は共通財源として一元的に管理されるようになっているが、各管理運用主体が行う運用については共通ルールが設けられている。その上で、各管理運用主体が管理運用の方針等を策定するという形になっており、12ページから16ページまで、９つの機関ごとにそれぞれの体制や運用の状況について、一覧として取りまとめている。本日は、最大規模の運用主体であるGPIFから、体制面等についても御説明いただくことになっている。

〇金子内閣府大臣政務官

次に、オルタナティブ投資の取組状況と今後の方針について、厚生労働省及びGPIFから説明をお願いする。

〇朝川厚生労働省年金局長

資料２を御覧いただき、まず２ページ目。

年金財政において積立金は、将来世代の負担が大きくなり過ぎないように積み立てる性格のものである。

２つ目の項目、「運用の考え方・運用の目標」を見ていただくと、積立金の運用は専ら

被保険者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的にということで、最低限のリスクで安定的に運用するとされている。３つ目のポツのところで、第５期、この５年間の中期目標では、赤い字のところ、長期的に実質的な運用利回り1.9%を最低限のリスクで確保するという考え方の下、GPIFにおいて基本ポートフォリオが右下の表のように定められている。

３ページ目、そういう基本ポートフォリオの中で、一番上の行のところだが、GPIFのオルタナティブ投資については、上限である資産全体の５%に向けて、着実に取組が進められるよう取り組んでいる。

下の箱にあるとおり、昨年の閣議決定で、GPIFのオルタナティブ投資について５つ記載されている。ポートフォリオの在り方についての検証、運用の高度化のための体制整備、３つ目は結果としての日本のPEファンドやベンチャーキャピタルへの投資のコミットメント、４つ目として投資手法の高度化、５つ目として毎年度の適切な評価と定められている。今の取組状況は上のところに整理しているが、具体的なところはGPIFから御説明させていただく。

〇内田年金積立金管理運用独立行政法人理事長

私どもは、年金財政の安定に資するべく、超過収益の獲得を目的として、プライベート・エクイティを含めたオルタナティブ投資を積極的に取り組んでいる。

GPIFは、インベストメントチェーンの一角を担うアセットオーナーとして国内のPEファンドと建設的な対話を重ねつつ、投資判断に資する分析能力の更なる高度化を進めていくことで、政府の資産運用立国の推進に貢献してまいる。

具体的には資料３であるが、こちらは理事の泉から御説明させていただく。

〇泉年金積立金管理運用独立行政法人理事（総務・企画等担当）

それでは、資料３に沿って説明させていただく。

まず１ページ目、オルタナティブ投資の位置づけと意義について。私どものオルタナティブ資産は、伝統的資産を上回る超過収益の獲得を目指している。そして、資料の下半分に書いているが、今年度から開始した５年間の中期計画においては、太文字のところを御覧いただくとおり、リスク管理と超過収益の安定的確保の両立を重視して着実に取組を進める方針としている。

２ページ目、オルタナティブ資産の時価総額、コミットメント額及び年金積立金に占める割合の推移についてグラフにしている。薄い青い棒グラフを御覧いただくと、これがオルタナティブ資産のコミットメント額、すなわち出資を約束した金額である。青い折れ線グラフが、私どもの資産全体に対するオルタナティブ投資のコミットメント額の割合となる。分母、すなわち資産額が株式市場の上昇により大きく増えているため、伸び率は緩やかになっているが、着実に積み上がっているものと認識している。

３ページ目、オルタナティブ投資の時価総額の推移のグラフである。一番右端、2025年３月末現在で総額４兆円を超えている。御覧のとおり、インフラ、不動産、PEそれぞれについて額が積み上がってきている状況である。

４ページ目は、2025年３月末現在の資産別、通貨別のコミットメント額、時価総額を示した表である。後ほど御参照いただきたい。

５ページ目、GPIFにおいてオルタナティブ投資を拡大するに当たり、私どもは体制面の強化と分析手法の高度化の両面から取り組んできた。

まず上半分、体制面の強化であるが、2014年度にオルタナティブ投資の専門投資組織としてオルタナティブ投資課を設置して以降、2020年には法的支援を行う法務室を設置し、また､オルタナティブ投資部に格上げということで体制整備を進めてきた｡2025年度には、超過収益の蓋然性が高いファンドを定量的に選別する力を更に磨くため、データ分析を専門とするチームを設置するなど、分析体制の高度化に努めている。分析手法の高度化については御覧のとおりである。

６ページ目、GPIFにおけるPEファンドの選定基準とリスク管理について。まず上の箱の中を御覧いただきたいが、ファンド選定においては、定量評価と定性評価の双方から超過収益獲得の確信度が高いファンドを選定するようにしている。また、PEファンドといっても様々な戦略があるが､２つ目のポツを御覧のとおり､安定的な収益を確保する観点から、投資対象企業が相応の実績を有し、投資回収までの期間が安定的なバイアウト戦略を主軸として、ベンチャーを含め様々な戦略への投資を実行している。

７ページ目は、PEの運用スキームと投資先をまとめたものである。後ほど御参照いただきたい。

８ページ目、GPIFにおけるオルタナティブ投資推進に関する2025年度の主な取組をまとめている。

まず、（１）投資環境の整備である。運用受託機関の皆様との対話などを通じて、公正価値評価の導入や、運用状況の開示方法について情報、意見交換などを実施させていただいている。

（２）分析体制の強化・専門性の向上という点では、オルタナティブ資産のデータ収集・管理を実施する委託会社を選定して、データベースの構築に取り組んでいる。

（３）運用手法の多様化にも取り組んでいる。

９ページ目、私どもとして日本のPE市場に大変期待をしているが、まず一番上の段、「日本企業への投資機会」を御覧のとおり、昨今、日本企業の投資を見ると、事業部門のカーブアウトや非公開化といった投資機会が多様化している。

中ほどの「投資の進捗」を御覧いただきたい。日本のPEファンドの投資実績は、2025年３月末時点で28件と着実に進んでいる。その結果、３ポツ目だが、日本のPEファンドへの投資残高はPE全体の約３％を占める状況である。グローバルPE市場における日本市場の規模は１～２％程度であることに比べると、相応に高い比率となっていると認識している。

一番下に、「投資パフォーマンス」について示している。私どものPE投資は開始からの期間がまだ短く、現時点での収益はマイナスとなっているが、特にバイアウトについてはいわゆるＪカーブの局面を早めに抜けつつあり、今後はプラスに転換していく見通しとなっている。

最後のページ、10ページ目を御覧いただきたい。僭越ながら、日本のPEファンドに対する期待を申し述べたい。

まず一番上の「企業価値創造力の発揮」である。日本における投資機会は更に拡大すると同時に、経営課題が多様化している。日本企業に投資するPEファンドの皆様には、より専門性の高い投資チームの構築や支援対象の更なる拡大を進めていただきたいと考えている。

あわせて、私どもは、伝統的資産対比の超過収益の獲得を目的にPEファンドに投資をしている。「透明性のある情報提供」であるが、その確信度を裏づける分析を行うためにはデータの品質が極めて重要である。是非、投資先企業の公正価値評価に関する質の高い情報をスピーディーに御提供いただき、私どもも超過収益の獲得状況をしっかりと把握してまいりたい。

そして、「ガバナンスの強化」、これは言うまでもないことである。

一番下には、私どもの取組を記させていただいている。外部セミナーなどに登壇し、PE投資に対する取組方針を積極的にお伝えし､業界との建設的な対話を継続してまいりたい。

本日は、GPIFの立場から日本のPE市場に対する期待を率直にお伝えさせていただいた。日本のPE市場が投資家と運用者の対話により、より持続的に発展していくことを心から願っている次第である。

〇金子内閣府大臣政務官

ありがとうございました。

次に、大学の運用実態調査の結果と今後の対応方針について、文部科学省から説明をお願いする。

〇先﨑文部科学省大臣官房審議官（高等教育担当）

資料４を御覧いただきたい。

２ページ、今回初めて、国立、私立、公立セクターの資産運用実態調査をした。

まず、国立大学について。上の青い円グラフであるが、御案内のように、国立大学は私どもが措置する運営費交付金の９割以上が人件費で消えるという自転車操業が続いている状況であるが、寄附金や不動産収入などを何とか積み立てて、余裕資産として運用している状況である。これまでは国債、地方債、担保付有価証券、電力債などの運用に限られていたが、平成28年度の法改正および平成30年度の認定基準法改正により無担保の有価証券の自家運用が可能となり、委託運用をすれば自家運用では対象外となっている金融商品の

取扱いも可能となったことから、2020年頃から大規模大学を中心にオルタナティブ投資を含め、スケールメリットを生かした運用が始まっている。

青い円グラフのＥ、資産運用規模が500億円以上を運用している大学が２、Ｄの100億から500億が８、Ｃの50億から100億は７という状況で、Ｂ、Ａといった50億円未満の体力の乏しい地方国立大学や単科大学なども小さいながら運用をしている。

下の黄色いグラフはアセットオーナー・プリンシプルの受入れ状況である。昨年３月の段階では、国立は４だったが、10月の調査で９、更に最近増え、11となっている。残りの55%も体制整備の検討準備が行われている。

真ん中は私立大学について。理屈上、運用可能予算は10兆円あるが、運転資金である現金預金を別にすると６兆円の運用が行われている。都市部の大手私大を中心に、Ｅの運用規模が500億円以上の運用が46、Ｄの運用規模が100億から500億は167、Ｂ、Ａが50億円以下ということで、体力の乏しい地方大学も小さいながら運用している。

アセットオーナー・プリンシプルの受入れ状況が下の黄色いグラフであるが、昨年３月時点で14だったものが10月の調査で19、更に最近３法人増えて22法人という状況である。残りの52%も体制整備の準備が行われている。

一番右側、公立大学について。御案内のように、公立大学は非常に小規模であり、２学部もないような大学が大多数を占めているということで、運用自体は小さいものとなっており、年100億円未満の法人が１、50億円未満の法人が３という状況である。一方で、アセットオーナーとしての重要性は十分理解をしているところであり、アセットオーナー・プリンシプルの準備・検討は全体の半分に当たる43法人で進められている。

１ページおめくりいただき、今度はセクター別の運用資産の構成について。右側から左側にかけて運用資産規模が小さくなっていくが、これは大学の規模とお考えいただければ良いかと思う。赤いところがあるが、赤より上がオルタナティブ投資、それより下が債券などの伝統的資産とお考えいただければと思う。

Ｅの500億円以上、あるいはＤの100億から500億、ここに２と８で10あるが、この辺りの構成はいわゆる旧帝大、あるいはそれに準じた規模の大学とお考えいただければと思う。このうち、アセットオーナー・プリンシプルは７法人が受け入れている。さらに、Ｃ、Ｂ、Ａと大学の規模が小さくなるほど、伝統的な資産運用を伝統的にやってきたというところもあり、この辺りのアセットオーナー・プリンシプルの普及が何より重要だろうと思っている。

次に私立大学について。１ページおめくりいただき、下にある灰色の部分が先ほど申し上げた各大学の運転資金になるが、それを除くと青色以上のところが６兆円あり、特に赤い部分がオルタナティブ投資の部分になる。Ｃ、Ｂ、Ａと行くに従って伝統的資産の運用が多くなるという傾向がある。

最後に５ページ、公立大学の対象資産の構成について。小規模であることから、運用資産の規模が小さい。国債、電力債、あるいは地方債といった、地方独立行政法人法第43条、

総務省令に基づく運用になっている。

６ページ、オルタナティブ資産の保有状況について。一番上が国立大学である。Ｃ～Ｅの50億円以上の運用を行う大学の大半はオルタナティブ資産を運用している。アロケーションは法人によって様々であるが､旧帝大クラスであるとオルタナティブ資産が５～６割、あるいは今それを目指して運用を高度化しているところが多い印象である。アロケーションが５～６割というのは､毎年キャッシュアウトするという性格のお金ではないことから、積み立てた余裕資産をより中長期的に、しかしスピーディーに育成していきたいという認識だと見ている。

続いて、私立大学が真ん中である。規模別にＥが24法人、52%、Ｄが39法人、23%、Ｃが18法人、19%と、ややおとなしい印象があるが、御案内のように私立大学はかつてのリーマンショックの際に大きな損失を出した大学が多数あり、その影響が残っている。とはいえ、今のインフレヘッジを考えると、アセットオーナー・プリンシプルの普及を通じて市場環境が変化したことについての正しい知識と理解の促進については、できれば金融庁の助言などもいただきながら進めていきたい。

最後、公立大学だが、オルタナティブ運用は１法人。規模が小さいためという状況である。

続いて、７ページ、各セクターの資産運用体制について。これは、実は国立、私立、公立ともに共通する課題がある。上の「資産運用体制」であるが、３番目の「運用目標の設定」、５番目の「基本ポートフォリオの設定」の部分は赤いところが伸びているが、これは要するに体制がない、できていないというところである。これらは、もともと国立大学では伝統的な資産運用、債券運用が中心だったこともあり、こういったところが弱いという部分があるが、アセットオーナー・プリンシプルの普及を通じて私どもは力を入れていかなければいけないところである。もちろん旧帝大クラスであれば、こういったところもちゃんとクリアをして、アセットオーナー・プリンシプルも受け入れて、ポートフォリオも戦略的に行っている。

続いて、下の「資産運用のため設置している人材・機関等」だが、これも大きく伸びている部分がある。３番目の資産運用委員会・リスク管理委員会等に資産運用を経験する委員がいないとか、７番の運用担当責任者にも経験を有する者がいないということ。これも伝統的な資産運用で来たというところの影響があると思うが、これも私どもは課題だと思っており、しっかりと体制整備を促していきたい。

８ページ、９ページと、各セクターで同じような状況である。

最後、10ページ、今後の取組方針について。課題として、計画的な資産運用は財源の多様化を図る上で非常に重要だと思っている｡各大学が適切なリスクについて検討した上で、適切なリターンを確保していくことが必要である。

取組の方針としては、既に積極的な運用をしているところも、小規模だということから運用が一定レベルにとどまっているところも、共通して運用規模の拡大や体制の整備を促

進していくことが我々として必要だと思っている。

６点挙げているが、例えば、２番目、CIOの配置、外部の知見の活用、OCIO等の活用。これらは大規模大学を中心に進んでいるが、小規模な大学においても、外部の方、専門家の方の知見を活用していただくことは非常に重要である。また、５番目、それであれば共同運用をするというようなスケールメリットも享受していただく。この辺りは、専門的な知識を持っていないこと、外部のプロフェッションの方々との交流が少ないことも課題だと思うので、この辺りは私どもとしてもしっかりと普及、御紹介をさせていただきたい。

対応策を下につけているが、現在、経済産業省と連携して大学向けのガイドブックを作成している。夏前には、全国の大学への普及・展開を考えている。あわせて、有用な資産運用をされているセクターがあるので、それぞれの好事例を横展開させていただきたいということ。

それから、資産運用体制の整備等、大学の財源の多様化に向けた支援は、組織整備という観点からも私どもが支援できるところはあると思っている。また、セミナー等を通じて、各大学団体と連携してアセットオーナー・プリンシプルの受入れの普及促進を図っていきたい。

〇金子内閣府大臣政務官

最後に、企業年金・個人年金改革について、厚生労働省から説明をお願いする。

〇朝川厚生労働省年金局長

資料２、４ページ目をお開きいただきたい。

企業年金改革に向けた取組状況として、こちらは総括表であるが、確定給付の企業年金（DB）の改革と確定拠出年金（DC）の改革、双方を行っている。

１ページごとに資料をつけているので、５ページ目を御覧いただくと、「企業年金の運用の見える化」ということで、こちらはDB・DC共通事項だが、昨年の年金の法律改正で見える化というものを位置づけ、令和９年度に向けて現在システムを開発中である。

イメージだが、それぞれの企業年金ごとに、例えば右側の緑色の箱を見ていただくと、確定給付企業年金だと、「基本情報」から始まり、下のほうに「財政状況」とある。例えば、Ａという企業年金は積立金が今どれぐらいの状況で、積立比率がどれぐらいなのか、あるいは一番下にあるとおり、資産運用状況、運用実績、収益率がどれぐらいなのか、専門性の確保に向けてどういう取組をしているか、そういったことが比較可能な形での見える化を図るものである。

６ページ目、アセットオーナー・プリンシプルの受入れ状況について。左側のグラフを見ていただくと、棒グラフが資産規模、折れ線グラフが件数だが、吹き出しにあるとおり、DB資産は全体で70兆円ぐらいあるが、約４割、28.8兆円の規模のところで受け入れていただいている。

更に取組を進めていくことが重要だが、右側、資産規模100億円以上の企業年金は資産全体の70兆円の８割の資産を保有しているので、こういう大きいところをまず中心に、しかしながら中小規模も、全体を目配りしながら取組を進めていきたい。

７ページ目、確定給付企業年金（DB）は、それぞれの企業年金ごとに給付設計が異なるが、給付設計によっては近年のインフレに応じて給付額が増えないような計算式を用いているところもある。一番下に例示を挙げているが、ポイント制ということで、１年働いたら役職ごとに10ポイントとか15ポイントとつけていって、こちらの例だとポイント単価が１万円だが、それを掛け算したものを退職時に給付する形になっているのだが、このままだとインフレに対応できないので、ポイント単価を右側のように１万2,000円に引き上げる取組をしている企業年金もある。そういう取組をしっかり収集して普及啓発に取り組んでいる。

８ページ目、確定拠出年金（DC）について。今年の12月から確定拠出年金については、まず拠出限度額が大きく引き上げられる。右上のところ、６万2,000円に引き上げられる。

左下を見ていただくと、現在の拠出限度額いっぱいiDeCoに拠出をしている方が円グラフの中の赤いところで、企業年金ありの場合で36.8%、企業年金なしの場合で47.7%と、多くの方が拠出限度額に張り付いて拠出しているので、今回拠出限度額を引き上げることによって､こういった方々はさらに拠出をしていただける可能性が高いと思っているので、しっかり普及啓発に取り組んでいくこと。

もう一つ、右下にあるが、12月から70歳まで拠出可能に制度が変わるので、50歳代からでも拠出を開始しても遅くはない、まだこれから十分拠出できるので、そういったことも含めて普及啓発に取り組んでまいりたい。

９ページ、10ページ目は普及啓発資料なので省略する。

11ページ目、iDeCoの普及促進策としては、黄色いところに書いているが、iDeCoは掛金が全額所得控除になるので、かなり有利な税制優遇措置が講じられている。この点の強調と、今申し上げた70歳まで拠出可能になるので、年齢層に応じてiDeCoの普及促進策を講じていきたい。

最後に12ページ目、適切な商品選択に向けた取組ということで、iDeCoの中でそれぞれの方が何に投資をしているか。上は企業型のDC、下がiDeCoだが、iDeCoの中で投資信託に投資をしている方は、20代、30代、40代それぞれ、５年前と比べて大きく投資信託への割合が高まっており、90%弱まで高まってきている。一方で、元本確保型のみで運用している方も人数の割合としては16.9%いるので、右側のように、企業型DCについては事業主への啓発、iDeCoについては投資教育といったことで、更なる取組を進めてまいる。

４ページ目に１回戻っていただき、説明していないところが一番下にある。「iDeCoの事務効率化に向けた取組」ということで、昨年10月からe-iDeCoということで、紙ではなくて電子申請で色々な手続ができるような取組を開始した。これを広めていきたいというのが１つ。

もう一つ、この冬に運営管理機関にiDeCoあるいは企業型DCについてどんな改善事項があるかヒアリングしたので、それを踏まえて、今年度、有識者会議を開いて検討を進めていきたい。

○金子内閣府大臣政務官

それでは構成員の皆様から御発言をいただく。

○武田委員

アセットオーナー・プリンシプルが策定され、任意ではあるが、受入れが着実に進んでいることは大変望ましい動きと受け止めている。

その上で、３点意見を申し上げる。

第１に、公的アセットオーナーによるオルタナティブ投資について。GPIFの御説明を伺い、2010年代半ば以降、実績を積み重ね、PE投資にも取組を強化されている点を理解した。長期投資家として上場株式や債券とは異なるリスク・リターン特性を持つオルタナティブ資産をポートフォリオに一定程度組み入れ、効率性を高めつつ、超過収益の獲得を目指す考え方自体は合理的と思う。

一方で、５％の達成自体が目的化してはならない。GPIFの投資原則の第一は、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することである。また、主体ごとにキャッシュアウト時期や体制が異なる。したがって、オルタナティブ投資は各主体が自らの制約条件を踏まえ、適切なリスク・リターンを見極めた上で進めていく必要がある。

加えて、日本企業に投資するPEファンドへの投資については、透明性の高い情報開示が不可欠である。業界ベンチマークの公表や、未公開株式への公式価値評価の導入を通じて、上場株式と比較した超過収益を検証可能にすることが重要と考える。

第２に、12ページの厚生年金に係る積立金運用について。どこまで個別に競争させ、どこまで一元管理するのか、整理が必要である。少なくとも収益率など共通の物差しで比較できる仕組みが求められる。

第３に、大学の資産運用について。インフレ下では現預金の保有は実質的な資産目減りにつながる。大学教育を持続的に行うためにも、資産運用のマインドを持って、そのための体制を整えることが求められる。この点を踏まえ、共同運用のルールの柔軟化、長期資金にふさわしい会計基準の整備も視野に入れた検討が必要と考える。

○宇井委員

４点御意見を申し上げる。

第１に、アセットオーナーにおけるスチュワードシップ活動について。資産運用会社による投資先企業へのエンゲージメントを、中長期的な企業価値の向上、投資リターンの拡

大に結びつけていくためには、チェックボックス的な形式対応ではなく、メリハリを利かせた深度ある対応が必要であり、持続的な取組みとしていくためには、報告負担の軽減やコストの負担を含めて､アセットオーナーによる理解と取組みの促進が不可欠だと考える。

金融庁の「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート2025」にも記載のとおり、アセットオーナーと資産運用会社との間で、業務の合理化、コストシェアリングのあり方に関する議論を進めていただくことを期待している。

第２に、公的アセットオーナーにおけるオルタナティブ投資について。プライベート・エクイティ（PE）ファンドは、大企業の事業再編、地方の中堅企業を含む事業承継など、日本企業の収益性、企業価値の向上に向けた投資及び経営支援の主体として、存在感を増している。企業の成長投資を、継続的に資本コストを上回るリターンを生み出す、価値創造を伴う形で促進する観点からも、日本企業に投資するPEファンドへの公的資金供給の強化に関して、これまでの取組みを評価するとともに、一層の進展が重要と考える。

第３に、確定給付企業年金については、アセットオーナー・プリンシプルの受入れを更に進めていくため、一定規模以上の先を対象に、受入れ検討状況の実態を把握するための調査を行っていくことが有益と考えている。

第４に、確定拠出年金については、多数の主体が関与する複雑な制度となっていることを踏まえ、手続の簡素化、コストの低減に向けて、大胆な改革に向けた大きな構えの取組みの進展を期待している。

〇家森委員

成長ポテンシャルを秘めた地域企業を発掘・育成する観点では、プライベート・エクイティ・ファンド、PEの役割は重要である。とりわけ投資後の伴走支援が重要であり、そのためにはアセットオーナーの皆様方が、本日も議論があったように、良いPEを見いだし、資金を投じることが必要になる。したがって、アセットオーナー自身の目利き力が問われる。

アセットオーナー側の体制整備が不可欠になり、その一つがアセットオーナー・プリンシプルの受入れであるが、本日御説明があったように、小規模のアセットオーナーでは、恐らく趣旨に異論はないものの、受入れが難しい現実がある。

既に大学等で共同運用の取組が行われていることを御紹介いただいたが、高度な運用やPE投資に対する仕組みはまだまだ十分とは言えない。同様の資金的性格を持つアセットオーナーによる共同運用の仕組みや専門人材の共有などを国として支援することを検討してはどうか。例えば、GPIFのすばらしい運用能力や体制を中小の年金基金が活用できる仕組みも一案と考える。

こうした取組は、地域企業に強みを持つ国内PE市場の厚みを増すことにもつながる。その際には、地域企業の情報を持つ地域金融機関に積極的に関与してもらうと、より効果的であると考える。

さらに、未上場企業への資金の流れを強化するためには、最終的な資金の出し手である一般国民の金融リテラシーの向上も不可欠である。長期的には、国民の投資意識の向上が重要である。現在議論が進められている次期学習指導要領においても、こうした観点がしっかりと反映されることを期待している。こうした取組を通じて、未上場企業への資金供給と企業価値向上の好循環を実現することが資産運用立国の実現につながると考える。

〇藤田委員

私からは３点ほど、事業会社として、また年金基金の観点からコメントさせていただきたい。

１点目は、スチュワードシップ・コードについて。当社もアセットオーナー・プリンシプルを受け入れて実施している。これにより、受益者などの最善の利益を勘案して、資産の運用について責任を持って行うということを実現していくし、非常にすばらしい取組だと考えている。

一方、アセットオーナー・プリンシプルとの両輪の活動として、スチュワードシップ・コード/投資先企業との対話も求められていると理解している。ただ、実態としては、多くの事業会社の企業年金基金では外部の運用機関の投資商品を購買するといったことを行っており、個別企業に対する直接的な議決権や売買を決定するという権限を持っていないことが多い。

こういったことを考えると、事業会社の企業年金基金に関しては、外部運用機関や投資商品をどのように評価するかをモニタリングしていくことを推進したほうが良いのではないか。

次は、簡単に、閉鎖型DBの出口戦略について少しお話しさせていただく。当社でも新規加入拠出分はDCに移管されており、DBは閉鎖型での運用となっている。また、近年の株高の環境により剰余金が発生してきているが､これを企業年金基金の加入者や受給権者(OB)に還元することのハードルの高さが課題として考えられている。例えば、制度終了や大規模な移行には、現役世代だけでなく、年金をすでに受け取っている受給権者からの個別同意が必要となる。新たな加入者がいないにもかかわらず閉鎖型のDBが残り、それを運用するリスク、管理コストなどがあるので、こういったところが気になるところではある。

最後に、剰余金の還元と、これに関する会計のジレンマについて。先ほどのお話と同じように剰余金が発生してきているが、これを加入者や受益者に還元することは会計制度面でもハードルが存在している。実行した場合、現在の会計のルールでは、剰余金を給付改善に充当しようとすると、退職給付債務の大きな変動や、および費用や損失などが発生してくる可能性があり、これが株主への負担になることも考えられる。こういった業績のボラティリティを避けるため、どうしても剰余金の還元を躊躇せざるを得ないというところもあるので、この辺りの制度的な面での対応を検討していただけると幸いである。

〇上田委員

私は、アセットオーナー・プリンシプルの策定にも参加させていただいた。2024年８月にできて、今の時点でこれぐらい進んでいるということは、本当にすばらしい政策の成果だと思っている。アセットオーナーはインベストメントチェーンにおける要の部分であるので、是非しっかりと進めていければと思っている。

そのような観点から３点申し上げる。

まず１点目は、アセットオーナー・プリンシプルの定着について。進んでいるとはいえ、特定のアセットオーナーグループ、企業年金や大学等においてはまだまだ課題があるという御報告があった。しかしながら、これらが進まない理由にはそれなりの背景がある。具体的には、AUMの資産規模、それに伴う人員や専門性といったリソースの問題などである。したがって、アセットオーナー・プリンシプルの裾野を広げるためには、こういう課題に寄り添っていくことも必要である。

その点では、本日御報告があったが、文部科学省と経済産業省でガイドブックを作成していくということである。とりわけ地方の大学においては、こういう情報を提供してサポートすることが必要かと思うので、しっかり寄り添った形でのサポートと啓蒙を進めていただきたい。特にリソースの部分については、資産規模によるところが大変大きい。小さなアセットオーナー、主に大学については共同運用がしやすくなるような必要な制度を整備いただきたい。

本日は参考資料に、北海道と東京の国立大学の共同運用の仕組みについて御説明があったが、これもよく制度を伺うと、機関投資家としてレベルが高いほうに資産運用の自由度を寄せているのではなくて、低いほうに寄せているということなので、この辺りはより高度な大学のリソースを活用できるよう、必要な制度整備があれば是非進めていただきたい。

あわせて、２点目は資産の高度化について。本日御参加の菅野委員がいらっしゃるが、より優れた大学の仕組みを採用できるような形での情報の共有や好事例の共有も必要である。

最後に３つ目、オルタナティブ運用について。これはキャップが５％である、主には海外が中心ということであるが、まず公的年金においてそういう力をつけていただくことが大事である。

PEと不動産、インフラについては、投資先の価値、ひいては社会全体へつながってくるので、受託責任の範囲内でしっかりと進めていただくことが良いと思うが、最後に１点だけ気になるのがヘッジファンドについて。

ヘッジファンドも重要なオルタナティブの一形態だが、いわゆるアクティビストもヘッジファンドの一形態であり、私は資本市場で色々な人がいるということは良いと思うが、全体的な市場制度の在り方と公的年金の運用というところのマッチングはどうなのかなというところが気になるので、この辺りも目配りが必要ではないか。

〇菅野委員

私は東京大学のCFOということで、今、700億円の運用資産があるのだが、こちらをオルタナティブ６割中心ということで運用している。先ほど御紹介があったとおり。その前は資産運用会社の社長をやっていたので、アセットオーナーとアセットマネージャーの両方の立場を経験してきた。

その観点で、先ほどの上田委員と同じようにアセットオーナー・プリンシプルの策定にも関わらせていただいたが、そのときにも申し上げて、どこに行っても同じようなことを言っているが、資産運用立国による経済の好循環を生み出すためにはインベストメントチェーン全体の底上げが必要である。アセットマネージャーだけでも駄目だし、アセットオーナーだけでも駄目だし、投資先の企業だけでも駄目で、これを同じように上げていかないといけない。

そのチェーンの中で何が一番大事かというと、今日はちょうどアセットオーナーの中のそうそうたるメンバーがいらっしゃっているが、やはりアセットオーナーのレベルを上げるのが手っ取り早い。アセットマネージャーは、アセットオーナーのレベルに合ってくる。アセットオーナーのレベルが高いと、アセットマネージャーもそれに対応しなければならなくなるので、高くなるので、起点はアセットオーナーと考えている。

本日いらっしゃっているGPIFや企業年金連合会は規模が大きくて体制も整っているということで、先進的な取組をされているし、パフォーマンスも良好だが、問題はそれ以外のところの企業年金、先ほど藤田委員からも話があったが、規模もそんなに大きくなくて、体制も専門性を持った人がなかなかそろわないといったところをどうするのか。ここもレベルを上げることが必要だということでいうと、これも皆さんから出てきたが、OCIOやコモンファンド、共通化によってそういったところにノウハウを蓄積したところを使うことによって何ができるかというと、例えばオルタナティブ投資もできるし、それから、今あまりはやりではないが、ESGの投資もできるし、もっと言えば、投資先の企業に対するエンゲージメントも高度化できる。個別に50億円のファンドだと、そういったエンゲージメントのための人材がいないので、共有化することによって全体としてのアセットオーナーの底上げができるのではないか。

それをやることによって、アクティビストだけではない、多様なエンゲージメントが投資先企業に対してなされて、これが企業価値の向上、ひいてはそれが国の価値の向上につながっていくのではないかと考える。

〇大槻委員

菅野委員からもあったように、アセットオーナーはやはり資産運用のエコシステムの中核であるので、多面的な改善を期待したい。

３点ほどお願いしたいのだが、まずPEオルタナティブ投資について。これまでも何人かに言っていただいたが、投資家のリスク分散の観点からもそうだし、スタートアップ支援

の観点からもその推進の必要性に全く同意するところだが、釈迦に説法だが、価格変動とは別の様々なリスク、特に流動性リスクへの配慮については多面的な管理ができる体制をお願いしたい。

また、GPIFが御指摘のとおり、PEファンドの開示の充実、業界ベンチマークの公表のタイミングは大きな課題だと認識しているので、官民を挙げてできるだけ早急な改善策を構築することで、国内に向けたPE投資拡大を期待したい。

２点目は、厚生労働省の資料の５ページ目にあった現在構築中のシステムに関連するが、運用実績を比較可能な充実したものにしていただきたい。資料１の内閣官房の資料でも16ページ目に運用収益をお示しいただいているが、ここではまだリスク量の違いが不明であったり、脚注でも共通の計算ができないということであるので、改善を期待したい。

３点目は、大学について。今後、文部科学省と経済産業省で運用のガイドブックを策定するということであるが、オルタナティブ投資の運用体制や、OCIOを採用する場合について、逆に専門家にアウトソースするということであっても大学内でどういうものが必要か、その体制の在り方といった最近の動きを盛り込んでいただくとともに、先ほどもあったが、現在は極めて限定的となっている共同運用についても指針を示していただき、中小規模の大学でもインフレ耐性のある適切な、本来は高度化するような形で資金運用が進むようにしていただき、将来的には大学内の縦割り的な共同ではなく、業態を超えた共同化も含めて御検討いただきたい。

〇松岡委員

企業の価値創造を共に担う「共創者」としての投資家を増やしていく上では、運用受託機関の行動変容を促す立場にあるアセットオーナーの役割は非常に重要だと考えている。

私が資本市場部会長を務めている経団連では、2024年10月にGPIFをはじめとするアセットオーナーの間で定期的な意見交換を行うラウンドテーブルを設置しこれまで３回開催し、アセットオーナー・プリンシプルを踏まえた取組状況などについて率直に議論を進めている。これからもそうした建設的対話を強化していく所存である。

その上で、２点コメントをさせていただく。

１つ目は、先ほど来いろいろな御意見もあるオルタナティブ投資だが、このうちPEファンドについて。そういった投資に関してはやはり目利き力や知見が必要な分野であり、また、ファンド・オブ・ファンズやゲートキーパーの活用などの選択肢の採用や、また、適格な投資対象やタイミングを計ることが重要で、またリスク分散というのも視野に入れなければならないと考える。

また、特にPEファンドのパフォーマンスについては、純資産価値を適正に評価する必要があり、その性質上リターンの現出に時間を要す或いはそれを満たさない等ということもあり得る。

こうした特性も十分に理解を浸透させた上で、特に日本のPEファンドの成功率、そして、

裾野が広がるに伴い持続的かつ中長期的な高パフォーマンスを企図する投資を増やしつつ、インベストメントチェーンのサイクルが活発になることを期待している。

例えば、先ほど来出ているGPIFにおける運用体制強化の取組や分析手法の高度化に係るノウハウや経験知が多様なアセットオーナーの間で共有され、広がり、活用されるといった運用の高度化を図るには、やはり横断的な知見の共有や人材育成、また交流が必要であると考えており、そういった裾野の広がりを目指すべく、体制整備や教育への注力が必要と考えている。そのことがインベストメントチェーン全体の機能強化につながるものと期待している。

ちなみに、当グループでは、主にアーリーステージ企業への投資ファンドを運営しているが、我が国の企業においてもこういった取組が増えていくことが、裾野が広がることにつながるのではないか。

そして、御存じのとおり、米国において、政府・学校・医療等の分野の従業員向けの世界最大級の年金運用会社において、知見の高い人材を集約して、統合的なアプローチで高度に洗練された投資手法によりパフォーマンスを上げている例も見られ、日本における伸び代も大きいと考えている。

２つ目はパッシブ運用について。我が国においては、大半のアセットオーナーにおいてパッシブ運用が大宗を占めている状況であるが、今後、人材・知見が増えるとともに大きな超過リターンを獲得できるアクティブ投資の増加も期待するところである。

そして、サステナビリティ関連では、例えばGPIFが既にサステナビリティ投資方針に基づいて様々な取組を行っていらっしゃるが、先ほど来出ているアセットオーナー・プリンシプル自体の受入れ機関が今後ますます増えるとともに、これらがESG関連の取組についてもアセットオーナー間で共有･拡大されるよう､是非GPIFにもリードしていただきたい。

〇野崎委員

私からは、公的アセットオーナー、大学の運用、最後にDCについてお話しする。

まず、公的アセットオーナーに関しては、プライベート・エクイティを中心にプライベートアセットの投資は非常に有意義だと思うのだが、特に長期の資金を扱うという意味では国内のスタートアップの支援との親和性が非常に高いので､この接続を行うべきである。

その点で申し上げれば、GPIFの知見、それから、先日御説明いただいたDBJの特定投資業務に関わる知見を合わせると、非常に良い調和が生まれると考えている。そのため、知見と投資対象についての共有を進めるべきではないか。その結果の果実をほかの基金にも共有する。これが良いと思う。

それから、大槻委員から指摘があったとおり、基金ごとを競わせるのは良いのだが、そもそものパフォーマンスのアプレイザルの超過収益率の規定が違うので、やはりApple to Appleの比較ができるような仕組みが必要と考える。

２点目、大学の運用について、細かい話だが、これは私大を念頭に置いている。学校法

人の会計上の実務指針によると、有価証券の評価は、減損を除くが、基本的に取得原価をもって評価する。確かに運用の向上という意味では、アクセルを踏むのは良いのだが、そういったところの評価はきちんと行うべきである。

また、国際卓越研究大学のファンドに関しても、アセットオーナー・プリンシプルの受入れを条件にする、これも良いのだが、既に採択済みの基金に関しても、運用力の体制や向上の経過についてモニタリングが必要ではないかと考える。

最後にDCについて、申し上げたいことはいっぱいあるが、手短に。

まず２つ提案があり、１つが運営管理機関、いわゆる運管についての業務範囲の拡充、助言機能である。これに関しては、確かに運管のグループ企業による販売の利益相反の問題があるが、これを危惧するあまりこういった助言機能に接しないというのはある意味で加入者の利益を損なう可能性があると考える。そのため、その辺りの一気通貫のシームレスな助言機能を含めるべきと考えている。

もう一つが、投資一任を対象にするということ。アメリカにおいては既に投資一任を対象にしており、具体的にはベターメントみたいなフィンテック企業が非常に効率的かつタイムリーに情報提供をしている、運用ができるという体制にある。

最後に、iDeCoについて。e-iDeCoは非常に良い取組である。ただ、まだまだ簡素化の余地があると考えている。細かい話だが、これは国民年金基金連合会が絡むことによって初期の手数料が2,829円かかる。それから、掛金を積むたびに105円かかる。105円といえども、１万円の掛け金であれば１％。その辺りの見直しの必要の余地があると考える。

〇金子内閣府大臣政務官

多くの貴重な御意見を賜り、感謝申し上げる。時間の関係もあるので、ここまでにさせていただく。

最後に、岩田内閣府副大臣から締めくくりの御発言をいただく。

〇岩田内閣府副大臣

まず、GPIFの皆様、本日は貴重なお話を聞かせていただき感謝申し上げる。一層の取組によって、アセットオーナーの牽引役となっていただくことを期待したい。また、各委員の皆様におかれても、大変有益な御意見を賜ったことを厚く御礼を申し上げたい。

アセットオーナーシップの改革を進めることで、より多くの投資の果実を受益者に還元をして、その成果を幅広い国民が享受して実感をしていただく、このことは政府にとって非常に重要な政策課題である。

そのためには、専門人材の活用、適切なリスク管理などについての体制構築を行いながら、必要に応じてアセットオーナーの間で連携しながら運用力の向上に取り組んでいただくことが大事だと考えている。

今後、内閣官房において新たな金融戦略を策定するが、本日お越しの厚生労働省、文部

科学省におかれても御協力を是非お願いしたい。

次回以降もまた活発な御議論をお願い申し上げて御挨拶とさせていただく。

〇金子内閣府大臣政務官

以上をもって、本日の会議を終了する。