

# 資産運用業高度化プロセスレポート 2023

— 「信頼」と「透明性」の向上に向けて —

2023 年 4 月





---

# 目次

---

はじめに.....	1
1 資産運用業の高度化に向けた課題.....	3
1-1 資産運用会社の信頼向上のために.....	5
1-1-1 資産運用会社の経営の透明性確保.....	5
1-1-2 運用体制の透明性確保.....	10
1-1-3 保有銘柄の透明性確保.....	12
1-1-4 プロダクトガバナンスの強化.....	15
1-2 販売会社の信頼向上のために.....	18
1-2-1 顧客資産の持続的拡大.....	18
1-2-2 アドバイスの付加価値の提供.....	20
1-2-3 ファンドラップの付加価値の明確化.....	21
1-2-4 投資信託の手数料の明確化.....	23
1-2-5 販売チャネルの多様化.....	26
1-3 運用の付加価値の向上のために.....	27
1-3-1 アクティブ運用の付加価値の向上.....	27
1-3-2 運用商品のイノベーション創出.....	30
1-3-3 スチュワードシップ活動の実効性評価のための議決権行使結果の活用.....	31
1-3-4 インデックスプロバイダー間の競争促進.....	33
1-3-5 海外資産の運用力強化.....	34
1-3-6 リテール向け運用サービスの定性・定量評価.....	36
1-4 資産運用業界の効率性を改善するために.....	36
1-4-1 公販ネットワークの互換性確保への対応.....	36
1-4-2 投資信託の計理事務（基準価額計算）と運用の分離.....	38
1-4-3 資産運用会社の新規参入促進.....	41
1-4-4 デジタル技術を活用した顧客に対する情報提供の拡大.....	43
2 アセットオーナーの運用高度化に向けた課題.....	45
2-1 わが国の確定給付企業年金の運用の特徴.....	46
2-2 母体企業の意識.....	48
2-3 オルタナティブ投資拡大の留意点.....	50
2-4 職員の専門性・人員不足への対応.....	51

2-5 小規模企業年金への対応 .....	54
2-6 大手年金基金等のリーダーシップ発揮 .....	54
3 確定拠出年金（DC）を活用した資産形成の課題.....	59
3-1 加入者の投資機会の活用促進.....	60
3-2 レコードキーパーのデータ連携.....	62
3-3 指定運用方法の導入と加入者の継続教育 .....	63
3-4 運営管理機関の評価と比較可能性の向上 .....	65
4 今後の対応 .....	66
5 参考.....	67

## はじめに

昨年 11 月、内閣官房に設置された新しい資本主義実現会議において、「資産所得倍増プラン」が決定された。「資産所得倍増プラン」では、わが国の家計金融資産の半分以上がリターンの少ない現預金で保有されている現状に鑑み、家計・個人の資産形成を支援し、長期的には資産運用収入そのものの倍増も見据えて政策対応を行うこととしている。

具体的な取組みの柱として、2024 年からの NISA 制度の抜本的拡充・恒久化や金融リテラシー向上に向けた金融経済教育推進機構の創設が掲げられ、関連法案が今国会に提出される等、政府による「貯蓄から資産形成」に向けた環境整備が進んでいる。

他方で、「貯蓄から資産形成」を着実に推し進めるには、税制上の優遇措置や金融教育面の後押しのみならず、わが国の資産運用業が専門性と透明性を向上させ、国民の尊敬と信頼を得ることが必要である。

しかしながら、銀行や証券会社など、わが国における運用商品・サービスを提供する金融機関（以下、「販売会社」という。）については、時として、販売手数料獲得を目的とした顧客本位ではない販売行動が見受けられる。また、資産運用会社については、大手金融機関グループに属している社が市場で高いシェアを占め<sup>1</sup>、経営陣の選任、商品の組成・販売・管理（プロダクトガバナンス）、議決権行使等の様々な場面でグループと顧客との間に利益相反の懸念が生じやすい状況にある。

加えて、わが国では、資産運用会社の「事務」と「運用」、販売会社の「商品提供」と「アドバイス」が、同じ組織内で一体的に運営されることが一般的であり、同一の機能間の競争が十分ではなく、各機能の専門化・効率化が、米国や英国等と比べて遅れているようである。

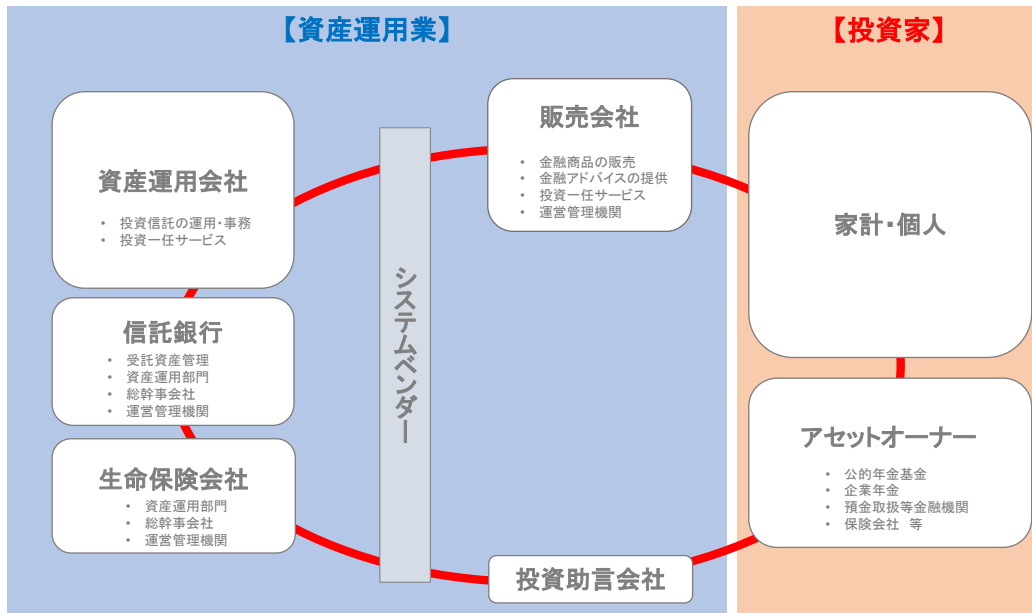
家計・個人への運用商品の情報開示も十分ではなく、中立的な第三者による運用商品の比較や評価も充実していないため、家計・個人と資産運用業界との情報の非対称性は大きく、牽制が働き難い状況にある。

一方、アセットオーナーに対する情報開示は充実しているものの、一部の企業年金では、運用に携わる職員の専門性や人員が不足しており、運用商品の選別や必要なリスク管理が適切に行われていないのではないか、との指摘がある。

また、確定拠出年金においては、投資信託等の割合が年々増加しているものの、元本確保型の金融商品の保有が一定割合を占めており、資産形成や税制優遇の機会を十分に活用できていない加入者も存在する。

<sup>1</sup> 例えば、ETF を除く公募投資信託の受託資産残高に占めるシェアは、大手金融機関グループ系列の上位 11 社で約 7 割。

【図0-1】 わが国の資産運用業の全体像



「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」では、上記課題を網羅的に取り上げて詳細を分析している。作成にあたっては、日系大手、外資系、新興・独立系といったわが国の様々な資産運用会社や海外の資産運用会社、銀行・信託銀行、証券会社、生命保険会社、金融商品仲介業者、企業年金の担当者、運用コンサルティング会社、システムベンダー、監査法人、行動経済学研究者等、多くの関係者から課題認識を聴取した。併せて、複数の委託調査を実施し、調査結果を得た。ヒアリングを通じて得た意見や提言は、販売会社と資産運用会社が利益相反を適切に管理し、国際的な動向も踏まえて、経営とサービスの専門性と透明性を高め、国民の信頼を得ることを最優先課題としている点で共通している。金融庁はそうした意見や提言、調査結果を参考に、わが国の資産運用業の現状と課題を整理し、期待される方向性を記載した。

# 1 資産運用業の高度化に向けた課題

貯蓄から資産形成に向けた政府の制度整備が進む中、家計が安心して資産形成に取り組むには、わが国における運用商品の販売会社と資産運用会社が共に国民から信頼される存在でなければならない。また、販売会社が国民から信頼される存在であっても、長期間にわたり、金融資産の大半を現金・預金に振り向けてきた家計や個人にとって、企業情報についての調査や分析が必要となる株式投資は難度が高い。一方、投資信託は、その仕組みとして、多数の投資家から資金を集め、専門家に資産運用を任せ、分散投資によるリスク低減を図るものであり、分配金の再投資や小口資金での投資が可能である等、利便性も高い。このため、投資信託の仕組みは、投資経験の少ない家計や個人の資産形成にとって有効な手段となり得る。

また、家計が長期間にわたり定期的に一定額を投資信託に投資することは、「高値で少量を買い、安値で多くを買う」というドルコスト平均法により、投資信託の価値（基準価額）のリターンよりも高い投資家のリターンを実現する。

更に、リスクキャピタルの供給という観点からは、投資信託を媒介として資産運用を経験した人ほど、他の有価証券に投資する割合が増え、リスク性の高い投資を指向するようになるとの分析もある<sup>2</sup>。わが国の投資信託市場、ひいては金融市場全体の厚みを増すには、投資信託保有者の裾野を広げることが重要である。

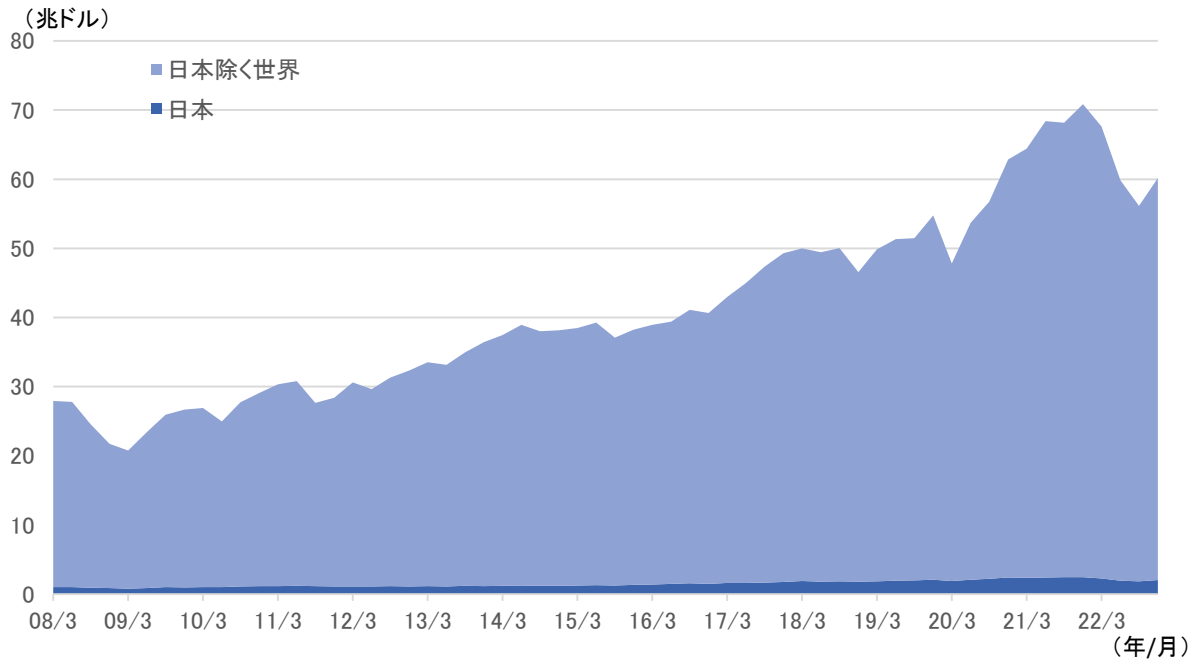
このように投資信託の普及には様々なメリットがあり、この 15 年で世界のファンド市場は大幅に拡大した。The International Investment Funds Association (IIFA) の統計によると、2022 年 9 月末時点で世界のオープンエンドファンド<sup>3</sup>と上場投資信託（以下、「ETF」という。）の純資産額合計は約 60 兆ドル（約 7,900 兆円）ある。このうち、わが国の国内籍の投資信託は、1.9 兆ドル（約 260 兆円）で、世界全体に占めるシェアは 3 %程度と、わが国の GDP の規模と比べて小さく、これには日本銀行が保有する 48 兆円の ETF や 107 兆円の私募投資信託も含まれている。加えて、わが国の個人金融資産に占める投資信託の割合は 4.3%と、米国の 12.6%や欧州の 10.4%と比べて小さく、普及・拡大の余地がある<sup>4</sup>。

<sup>2</sup> 野村アセットマネジメント 水野隆秀「我が国の金融・資本市場の活性化について― 機関投資家の立場から」(FUND MANAGEMENT 2010 年秋季号)

<sup>3</sup> いつでも自由に換金できるファンド。

<sup>4</sup> 投資信託協会「投資信託の主要統計」(2022 年 12 月) のデータ。なお、世帯・個人単位で日米比較を行うと、Investment Company Institute (ICI) の 2021 年の調査では、米国の世帯の 45.4%がミューチュアル・ファンドを保有しているのに対し、わが国では、日本証券業協会の 2021 年度の調査で、個人の 10%が投資信託を保有している状況。

【図 1-1】 世界のオープンエンドファンドと ETF の純資産総額の推移<sup>5</sup>



今後、わが国の家計や個人が資産運用業を信頼し、投資信託や投資一任契約を通じて金融資産の運用と管理を託すには、資産運用業界が専門性と透明性を高め、顧客の最善の利益を図ることを具体的施策と併せて広く国民に示し、理解を得ることが重要である。

このため、「1-1 資産運用会社の信頼向上のために」では、経営トップから運用実態に至るまで、資産運用会社の専門性の周知や透明性向上に向けた課題と対応案を提示した。

「1-2 販売会社の信頼向上のために」では、運用商品を提供する販売会社が、顧客の資産形成を支援し、顧客資産の持続的拡大を図るための課題と対応案を提示した。

「1-3 運用の付加価値の向上のために」では、資産運用会社の運用力強化に向けた課題と対応案を提示した。

「1-4 資産運用業界の効率性を改善するために」では、資産運用業界に長年残る業務の非効率性が、資産運用業界の新陳代謝や職員のモチベーション向上を阻害している可能性を懸念し、課題と対応案を提示した。

<sup>5</sup> IIFA, "Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows Fourth Quarter 2022"のデータを基に金融庁作成。2008年3月末～2022年12月末。



## 1-1 資産運用会社の信頼向上のために

### 1-1-1 資産運用会社の経営の透明性確保

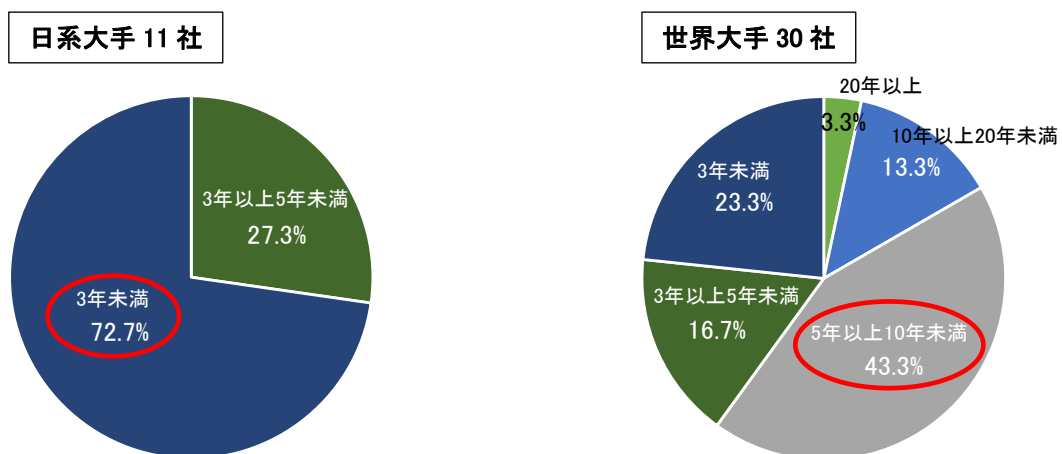
資産運用会社の顧客資産が持続的に増加することは、運用報酬の増加を通じて、資産運用会社の収益の安定的な成長に繋がる。このため、資産運用会社には、運用力を強化して、顧客の資産運用ニーズに合った良質な運用商品を提供し、顧客の信頼確保に努めるインセンティブがある。

しかしながら、わが国の大手資産運用会社には、金融機関グループの系列会社が多く、同じグループ内の販売会社は販売手数料獲得型の営業を主流としており、状況によっては、販売会社の短期的利益が資産運用会社の長期的利益に優先されるおそれがある。資産運用会社はこうした懸念を払拭できるよう、利益相反を適切に管理し、顧客の最善の利益を図ることを、具体策を持って国民に示していく必要がある。

2022年12月末時点の投資信託及び投資一任契約の運用資産残高で、国内上位20位内の資産運用会社のうち、日系大手資産運用会社11社のデータ<sup>6</sup>によると、経営トップは、グループ内他社から資産運用会社への異動後、3年以内で就任する例が多い。中には、資産運用会社での経験が全くないまま経営トップに就任する場合もある。こうした状況下、資産運用会社の経営トップの選任理由についての説明がないままでは、わが国の大手金融機関グループは、顧客の最善の利益や資産運用会社としての成長よりも、グループ内の人事上の処遇を重視しているのではないかと一般に受け止められるおそれがある。

また、経営トップの在任期間を見ると、就任時期にもよるが、日系大手資産運用会社の7割以上が「3年未満」と就任して間もない状況である。他方、オープンエンドファンドとETFの運用資産残高で、世界上位30位内に入る大手資産運用会社（日系の大手資産運用会社1社を含む）の経営トップについて、就任からの経過年数を見ると、「5年以上10年未満」が最も多く、日系大手資産運用会社の経営トップと比べて、在任年数が長い。

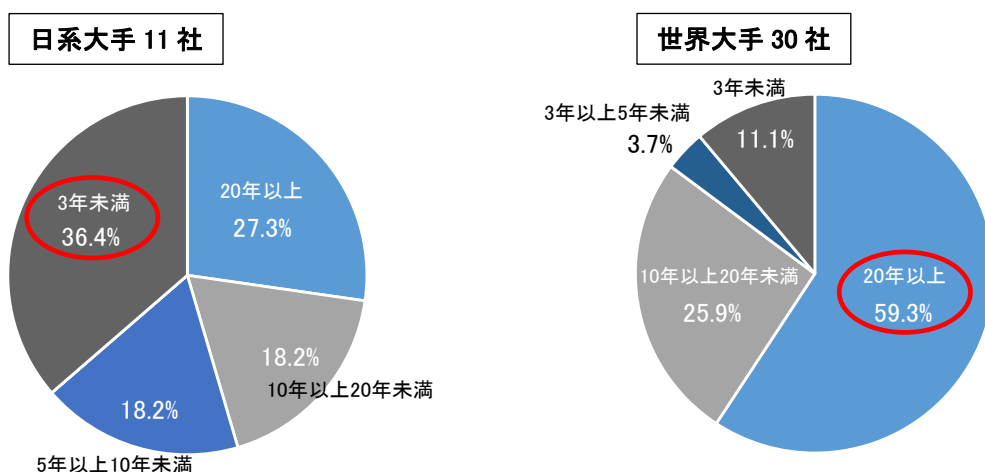
【図1-2】 大手資産運用会社の経営トップ在任期間



<sup>6</sup> 日系大手資産運用会社については、各社提供データ。世界の大手資産運用会社については、各社ホームページ及び報道情報を参照。

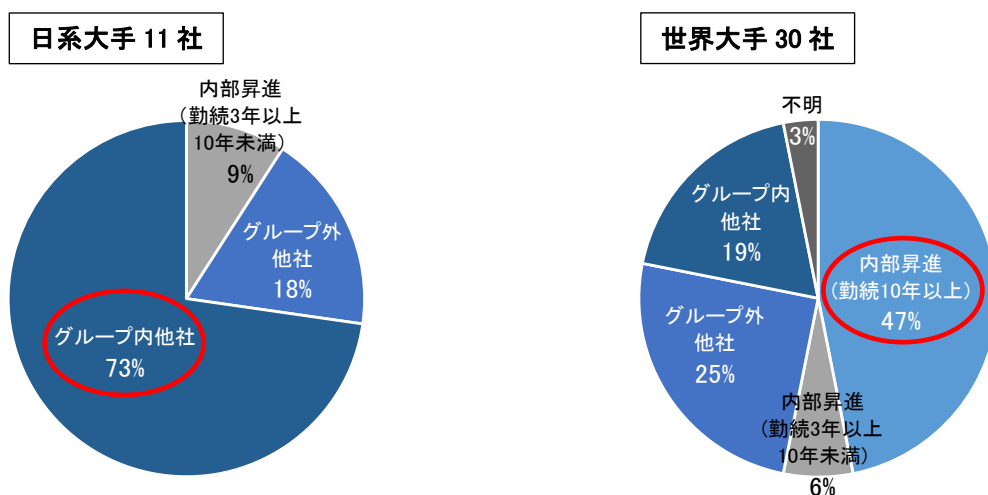
次に、経営トップ就任前の資産運用会社での経験年数を見ると、日系大手資産運用会社の経営トップは「3年未満」が約36%と最も多いのに対し、世界の大手資産運用会社は、「20年以上」が最も多く、6割近くを占めている。

【図1-3】 大手資産運用会社の経営トップ就任前の資産運用会社経験年数<sup>7</sup>



加えて、経営トップの出身会社を見ると、日系大手資産運用会社では、その7割以上が「グループ内他社」出身である<sup>8</sup>。これに対し、世界の大手資産運用会社の経営トップは、その半数近くが「勤続10年以上」の内部昇進である。

【図1-4】 大手資産運用会社の経営トップの出身会社



更に、世界の大手資産運用会社のホームページ等から、経営トップの紹介欄を見ると、以下のような記載があり、経営トップの選任理由について、顧客に対する明確な説明がなされている。

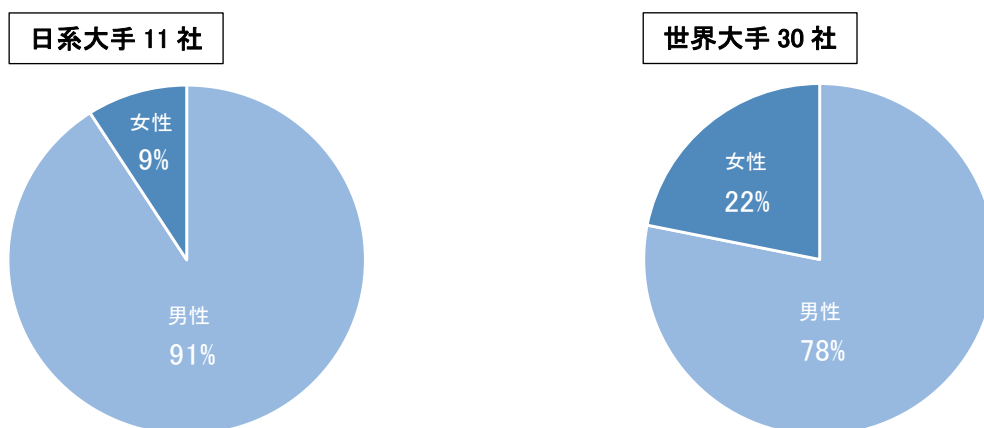
<sup>7</sup> 資産運用会社での業務経験年数及び受託資産運用部門の業務経験年数を「経験年数」としてカウントしたもの。

<sup>8</sup> 資産運用会社に勤続3年以上で経営トップに昇格した場合を「内部昇進」、3年未満で経営トップに昇格した場合は出身会社を「他社」と定義。

- 「39年の投資運用経験、全て当社」
- 「サクセッションプランにより、CEO（最高経営責任者）に就任」
- 「共に働いた前社長が述べる所によると、彼は当社の顧客向けサービスに強い情熱を持っており、グローバルな視野と業務のあらゆる局面で強いリーダーシップを持っている理想的な経営トップである」
- 「アジア太平洋、米州、欧州の当社ミューチュアル・ファンド部門を率いてきた」
- 「金融セクターのアナリスト、ポートフォリオ・マネージャー、ファンドの運用・調査部門の最高責任者（CIO）としての30年にわたる経験」

最後に、世界の大手資産運用会社30社の経営トップには、女性が一定割合いるが、わが国の大手資産運用会社は、女性の割合が少ない等、経営トップの多様化が遅れており、イノベーションの創出が期待しにくい状況にある。

【図1-5】 大手資産運用会社の経営トップの性別



ESG投資やオルタナティブ投資の拡大、AIやオルタナティブデータの活用等、世界的に資産運用業の高度化が進んでいる。海外の資産運用会社の中には、データ分析会社やシステム会社を子会社化しているところもある。こうした中、わが国の資産運用会社の経営トップには、国際的な動向も踏まえ、付加価値の低下した業務を合理化し、付加価値の高い業務にリソースを配賦するための業務知見と決断力、リーダーシップの発揮が期待されている。こうした期待にどのように応えていくのか、経営トップの選任の在り方も含めて検討し、顧客資産を預かる資産運用会社としての成長に向けた道筋を具体的に示していく必要がある。

その上で、経営トップの任期は、一定程度、長期であることが望ましい。経営トップの任期が短い場合には、大規模投資による生産性向上やコスト削減策の実行、人事・報酬政策の抜本の見直し、将来に向けた商品開発等、成果が現れるまでに時間を要する施策、また、グループ内でのリーダーシップ発揮が求められる難易度の高い施策を企画・実行することが難しくなる。

資産運用会社各社には、利益相反懸念を払拭し、業務を継続的に高度化するためのサクセッションプランの策定と経営トップの選任理由の開示など、具体的な行動を期待している。

## （参考）世界の大手資産運用会社の経営トップについての説明

受託資産額で世界上位の資産運用会社は、経営トップの経歴や実績について、各社のホームページ等で、例えば以下のように説明しており、経営トップの選任理由が一般投資家にとっても、分かり易い内容になっている。

### 【米国の独立系資産運用会社の経営トップ選任時のプレスリリース概要】

- X社の取締役会は本日、X社の最高投資責任者（CIO）であるA氏を最高経営責任者（CEO）に選出し、2018年1月1日に現CEOのB氏の後任とする計画を発表しました。CEOを退任する決定について、B氏は次のように述べています。「当社が成長し、進化し、グローバルに拡大し続ける中で、新しいリーダーを必要とするタイミングであり、取締役会は満場一致で、A氏が当社の次のCEOとして理想的であると判断しました。私はA氏と長年一緒に仕事をしてきましたが、彼は当社の顧客にサービスを提供する強い情熱、グローバルな考え方、そして私たちの業務のあらゆる側面における重要なリーダーシップの経験を持っています。
- B氏は2001年から当社のシニア・リーダーシップ・チームのメンバーであり、2013年からは当社CIOを務めています。1991年に当時の会長のアシスタントとして当社に入社しました。1998年に同社のプリンシパルに選出され、2001年から2006年まで当社情報技術部門の最高情報責任者兼ヘッド、2006年から2012年まで当社の個人投資家グループのヘッドなど、2つの部門で上級管理職を歴任しました。
- また、当社のグローバル投資委員会の長期メンバーでもあり、当社内の株式・債券運用部門、及び当社が採用している27の外部投資顧問会社の監督責任を担っています。

### 【米国の独立系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- W氏は、当社のCEO兼株式ポートフォリオ・マネージャーでもあります。当社において、39年の投資経験を有しています。当社の株式投資アナリストとして、国際的な電気通信企業及び米国のサービス企業を担当しました。当社のアソシエイト・プログラムに参加し、キャリアをスタートさせました。

### 【米国の独立系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- CEOのC氏は、資産運用分野で30年以上の経験があります。2016年に当社に入社する以前は、米国資産運用会社P社のリテールマネージド・アカウント及び生命保険・年金事業を率いていました。米国資産運用会社Q社からP社に入社し、北米ディストリビューション部門の責任者を務めていました。それ以前は、…（略）。

#### 【米国の銀行系資産運用会社の経営トップ選任時のプレスリリース概要】

- 当社で 33 年間勤務したベテランの G 氏が、当社資産運用部門のリーダーシップを取るようになりました。1986 年に当社に入社した G 氏は、当社のアセット&ウェルス・マネジメント事業部門の運営委員会のメンバーでもあります。それ以前は、グローバル・ファンドマネジメントの CEO として、アジア太平洋、米州、欧州の当社ミューチュアル・ファンド部門を率いていました。2005 年に立ち上げた当社米国のミューチュアル・ファンド・プラットフォームを 10 年間率いてきました。

#### 【スイスの銀行系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- X 氏は、当社のサステナビリティ・アジェンダとネットゼロ・コミットメントを実現するための取組みを推進する責任者です。2019 年に当社社長に任命されました。
- X 氏は、2017 年に当社の投資部門長として入社し、伝統的な資産クラス、パッシブ及びアクティブ、そしてマルチ戦略ヘッジファンドの投資チームを統括しました。
- 当社入社以前、X 氏は約 25 年間 Y グループに勤務し、直近では北米の市場責任者を務めていました。また、Y 社の年金投資委員会メンバーや、Y グループ・カナダの取締役も務めました。
- それ以前のキャリアでは、Y 社の債券リサーチ部門のグローバルヘッド (2004 年～2008 年)、債券資本市場部門の共同ヘッドを務め、Y グループの完全子会社でデータ分析会社である Z 社の CEO を務めました。ウォール街でのキャリアは、W 社の投資銀行業務でスタートしました。

#### 【ブラジルの銀行系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- B 社はブラジルの資産運用会社で、国内最大です。2020 年 12 月から CEO を務める M 氏のもと、B 社を最先端とされる他の大手資産運用会社と同レベルにすることを目指し、近代化という意味での一連の施策が行われてきました。
- 「個人投資家が銀行預金やパッシブ債券ファンドを好んだ時代は終わりました。個人投資家は日々情報を集め、さまざまな商品を求めており、私たちもこの動きに合わせて、新しい商品の開発とアクティブ運用を行っています」と、M 氏は語りました。
- M 氏は、財務・年金担当の元取締役で、当社の受託サービス部門、債券ファンドマネジメント部門、投資信託バックオフィス部門、リテール投資信託運用部門のエグゼクティブマネージャーを歴任。

#### 【英国の独立系資産運用会社の経営トップについての説明概要】

- A 氏は 2018 年 12 月に CEO として当社に入社しました。A 氏は、J 社、M マネジャーズ社、A アセットマネジメント社、G & H インベストメント社などのグローバル企業で、金融セクターのアナリスト、ポートフォリオ・マネージャー、CIO として 30 年にわたる経験を積んでいます。

## 1-1-2 運用体制の透明性確保

海外では、ビジネス慣行として運用担当者に自ら運用するファンドに投資することを義務付けるケースがあるという。これは、顧客資産の運用は自己資金の運用と比べて、運用担当者のパフォーマンス向上の動機が下がり、顧客の最善の利益が図られないのではないかと顧客の懸念を払拭し、信頼を得るための一つの方策と考えられる。

また、法令上の定めにより、米国の資産運用会社の目論見書や追加情報書には、運用チームの主要メンバーの氏名や経歴、担当するファンドの株式保有状況など、詳細な情報が記載されている。このため、米国の運用担当者は顧客に対して明示的な運用責任を負っていると言える。

【図 1-6】 米国資産運用会社のファンド目論見書における運用担当者の開示例<sup>9</sup>

### (運用担当者の開示)

- ポール氏、タケオ氏、トム氏がファンドの日々の運用の主な責任を担っています。
- ポートフォリオ・マネージャーは、ポートフォリオ管理に関する様々な機能を担い、これには、例えば、特定の資産クラスへの集中、投資戦略の実行、投資戦略の調査と見直しのための各ポートフォリオ管理チームメンバーとの調整、より責任が限定されたポートフォリオ管理チームのメンバーの監督等が含まれます。
- ポールは 2007 年からシニア・ポートフォリオ・マネージャーとして当社に勤務しています。それ以前は、2006 年から 2007 年まで C 社でポートフォリオ・マネージャーを務め、2012 年より当ファンドのポートフォリオ・マネージャーを務めています。
- タケオは、2006 年からシニア・ポートフォリオ・マネージャーとして当社に勤務しています。2001 年から 2006 年まで D 社でポートフォリオ・マネージャーを務め、2008 年から当ファンドのポートフォリオ・マネージャーを務めています。
- トムは、… (略)。
- ファンドの追加情報書類は、ポートフォリオ・マネージャーの報酬、ポートフォリオ・マネージャーが管理する他の口座、及びポートフォリオ・マネージャーのファンドの株式所有 (ある場合) に関する追加情報を提供しています。

米国 Morningstar の調査によると、多くの国・地域で、ファンド単位の運用担当者の氏名開示が進んでいるようである<sup>10</sup>。これには、現地法令の要請による開示の他、資産運用会社による自主的な開示も含まれる。個人情報保護の要請もある中で、運用担当者に関する情報開示が進んでいる背景としては、海外においては、運用責任の所在を明確化することで、運用担当者のモラルハザードを防ぐことができるとの考えが普及していることによるものと考えられる。

過去の金融審議会の議論を受けて、わが国においても、資産運用会社各社が、ホームページ上に運用責任者等の運用経験年数の一覧表を開示しているが、必ずしも個々の投資信託に紐付いた形に

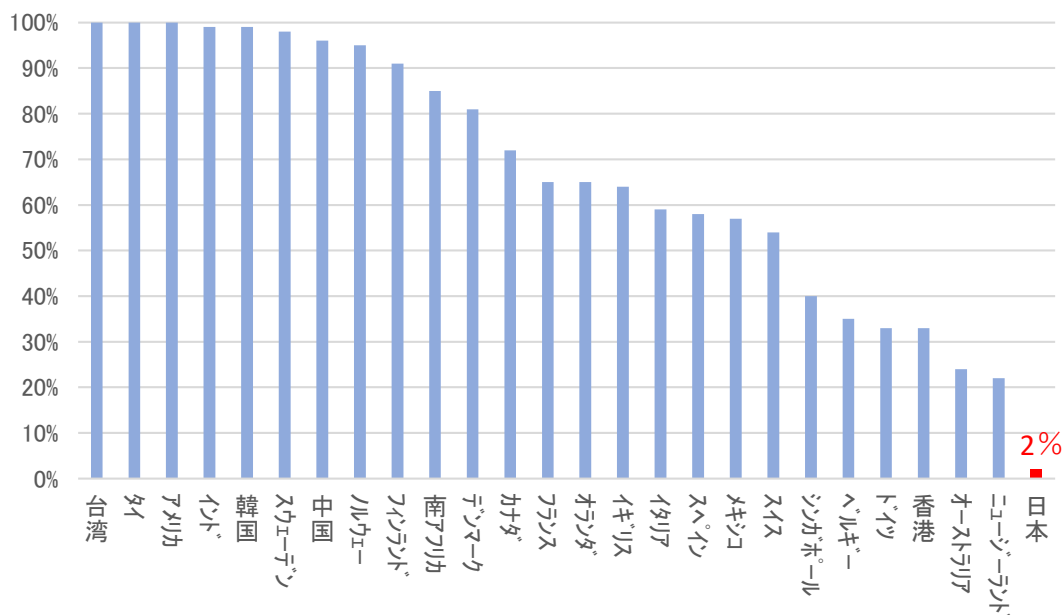
<sup>9</sup> 米国資産運用会社の実際目論見書を基に金融庁でイメージ図を作成。

<sup>10</sup> Morningstar, “Global Investor Experience Study: Disclosure” (2020 年 12 月 14 日)。

はなっておらず、氏名も開示されていない等、開示の事実も含めて運用体制の実態が顧客に分かりにくいものとなっている。

イボットソン・アソシエイツ・ジャパンの調査によると、わが国において、運用担当者の氏名をホームページ上やデータプロバイダーに開示している公募投資信託は、全体の本数の2%程度と主要26カ国・地域中、最低水準にある。

【図1-7】 世界各国のファンドの運用担当者氏名開示状況（本数割合）<sup>11</sup>



しかしながら、わが国においては、運用担当者の詳細情報の開示には、以下のような意見がある。

- ・ 人事異動があっても、組織として同水準の運用の質を維持できるよう、適切な態勢が確保されており、開示は不要である。
- ・ 運用成績が悪化した際に運用担当者のレピュテーションが下がることになる。
- ・ わが国には多数の投資信託があり、開示書類の管理が煩雑になっている中、運用担当者の氏名を開示すると、更に作業負担が増えることになる。
- ・ 実績がある運用担当者を社内に引き留めることが難しくなる。

他方、以下のような意見もある。

- ・ 主力の運用担当者が交代すると、実際には、運用パフォーマンスに影響が出ている。
- ・ 運用体制の実態が分からない状況では、安心して投資できない。
- ・ 投資一任契約では、法人顧客に対し運用担当者の情報を開示しているが、投資信託でそうした情報を開示しないことは、リテール顧客軽視のおそれがある。

こうした中、わが国においても代表的なファンドについて、ファンドマネジャーの情報をホーム

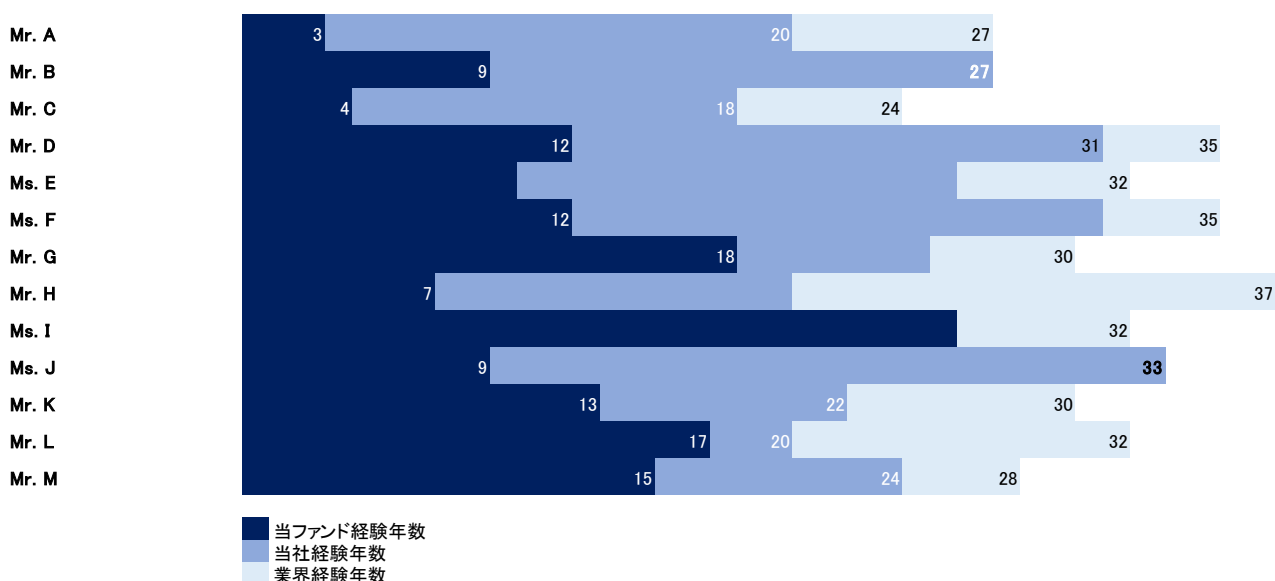
<sup>11</sup> Morningstar, “Global Investor Experience Study: Disclosure” (2020年12月14日) のデータを基に金融庁作成。

ページ上で公開している資産運用会社や、運用報告説明会を定期的を開催し、投資家の質問に直接答える等、投資家との接点を持つように努めている資産運用会社もある。今後こうした取組みが拡大し、より多くの投資信託について、販売用資料やホームページ等での運用体制の開示が進めば、顧客に加え、フィナンシャル・アドバイザーや評価会社等による運用体制の評価が充実し、顧客の資産形成に資する良質な投資信託を選定するための重要な参考情報となり得る。

資産運用会社各社においては、海外の資産運用会社の開示事例も参考に、投資信託の運用体制の実態が顧客に理解されるよう、例えば、旗艦ファンドから情報開示の充実を図るなど、自主的な取組みを進めることが望ましい。

【図 1-8】 米国資産運用会社のファンドの運用体制開示例<sup>12</sup>

ポートフォリオ管理担当



※ 太字の数字は当社経験年数と業界経験年数が等しいケースを表しています。

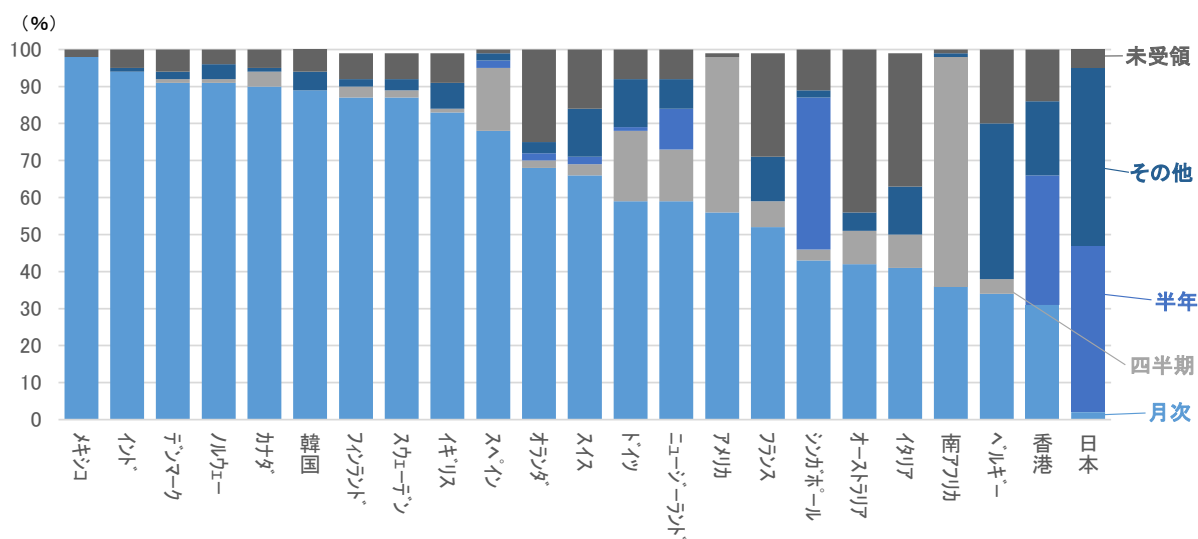
### 1-1-3 保有銘柄の透明性確保

イボットソン・アソシエイツ・ジャパンの調査によると、多くの国・地域では、資産運用会社が、リテール向けファンドの全保有銘柄を月次又は四半期の頻度で開示している。わが国では決算の頻度に応じて、年に1回又は半期に1回の頻度で全保有銘柄を開示しているが、顧客向けの月次レポートでは、残高上位10銘柄の開示に留まっている。

<sup>12</sup> 米国資産運用会社のホームページを参考に、金融庁でイメージ図を作成。

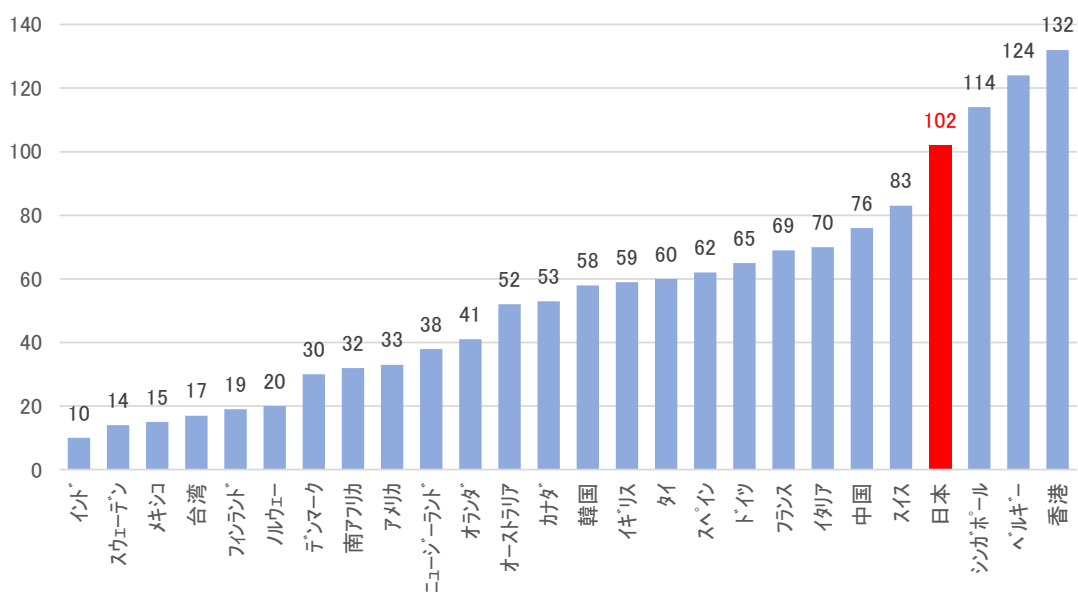


【図 1-9】 世界各国のリテール向けファンドの保有銘柄開示頻度<sup>13</sup>



また、開示までの時間差についても、多くの国・地域で、規制当局が求める要件よりも早いタイミングで全保有銘柄の開示が行われている一方、わが国では、3カ月程度の時間差があり、時間差を縮める自主的な取組みは少ない<sup>14</sup>。

【図 1-10】 世界各国のリテール向けファンドの保有銘柄開示までのラグ（日数）<sup>15</sup>



保有銘柄開示までの時間差が長い国・地域においては、共通して、開示データのデジタル化が進んでいないとの指摘がある。わが国では、運用報告書を通じて全保有銘柄を開示しているが、その多くは PDF であり、データの二次利用が困難な状況にある。

<sup>13</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。

<sup>14</sup> ただし、海外の資産運用会社の中には、運用戦略を模倣されないよう、3カ月程度のラグを設定して開示しているところもある。

<sup>15</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。

また、特に近年では、世界的に ESG を考慮するファンドの組成が増え、運用実態が伴っていないのではないかとグリーンウォッシュの懸念も広がっている。保有銘柄のデータ開示が進めば、投資家や評価会社が各投資信託の保有銘柄を比較し、分析することが可能となり、資産運用会社に対する牽制にもなる。

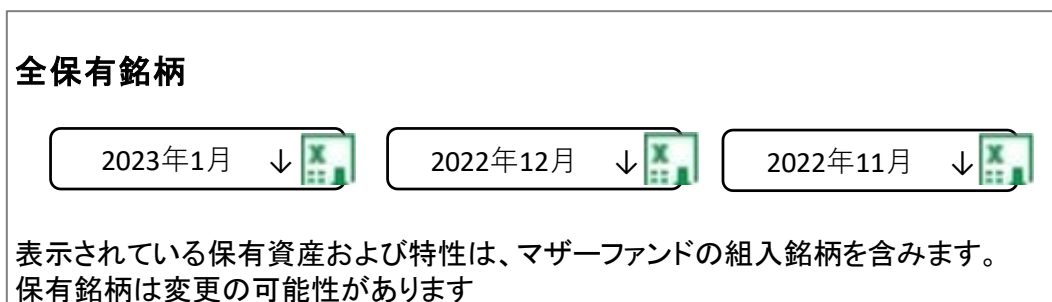
なお、投資信託に関する情報開示については、「情報が多すぎると顧客にとって分かり難く、かえって顧客を混乱させることになる」との主張もある。しかし、データ活用が進展した昨今において、資産運用会社各社には、「分かり難くなるから情報を削る」のではなく、「顧客に必要なかつ十分な情報を提供できるよう、デジタル技術も活用し、開示を分かり易く工夫すること」が一層期待されている。例えば、海外の資産運用会社のミューチュアル・ファンドの全保有銘柄は、ホームページ上で HTML 形式や Excel ファイルでの開示がなされており、個人投資家がデータを扱い易い。

【図 1-11】 全保有銘柄開示例①（米国の資産運用会社ホームページ）<sup>16</sup>

全保有銘柄					
370全銘柄: すべて   株式   債券   現金相当   投資ファンド					
2022/12/31時点					
370全銘柄中、1-15				>	>>
有価証券名	資産クラス	株数	時価	ウェイト(%)	
T社	株式	170,302,358.00	\$17,028,532,818.00	8.75%	
A社	株式	44,491,127.00	\$10,669,862,077.00	5.48%	
M社	株式	12,485,588.00	\$6,619,609,046.00	3.40%	
C社	株式	9,298,197.00	\$5,198,900,889.00	2.67%	
D社	株式	54,890,751.00	\$4,610,823,084.00	2.37%	
P社	株式	32,924,024.00	\$3,962,077,048.00	2.04%	
B社	株式	12,615,067.00	\$3,719,930,957.00	1.91%	
K社	株式	41,041,551.00	\$3,641,616,820.00	1.87%	
Q社	株式	9,023,428.00	\$3,137,716,618.00	1.61%	
W社	株式	24,020,059.00	\$2,958,790,868.00	1.52%	
X社	株式	31,433,063.00	\$2,633,776,349.00	1.35%	
Z社	株式	4,468,413.00	\$2,460,710,355.00	1.26%	
I社	株式	27,076,457.00	\$2,388,955,801.00	1.23%	
N社	株式	6,124,828.00	\$2,240,707,076.00	1.15%	
O社	株式	4,064,213.00	\$2,199,971,468.00	1.13%	
370全銘柄中、1-15				>	>>

<sup>16</sup> 米国の資産運用会社のホームページを参考に金融庁作成。

【図 1-12】 全保有銘柄の開示例②（米国の資産運用会社ホームページ）<sup>17</sup>



なお、米国に本部がある資産運用会社の中には、本国では Excel ファイルで毎月全保有銘柄を開示しているが、日本拠点では PDF で開示している、というところもある。**わが国固有の開示方式が、運用ポートフォリオの全体像の把握や比較を困難にしている面があり、運用の透明性向上に向けて、自主規制団体によるデータ開示の促進など、業界全体での開示方式の見直しが期待される。**

#### 1-1-4 プロダクトガバナンスの強化

わが国における「プロダクトガバナンス」は、主に、資産運用会社が、自身の設定・運用する商品について、①組成段階から、期待リターンが投資家の負担するコストに見合ったものとなっているか等を検証し、②組成後も想定した運用が行われ、コストに見合うリターンを提供できているか、③商品性に合致した運用が継続可能か等を定期的に検証する等、個別商品ごとに品質管理を行うことを求めるものである。

本年においても、国内の資産運用会社及びその親会社との間で、業務の高度化に関する取組みの進捗状況等について対話を行い、プロダクトガバナンスに関する体制整備の状況等を確認したところ、多くの社において以下の取組みが確認された。

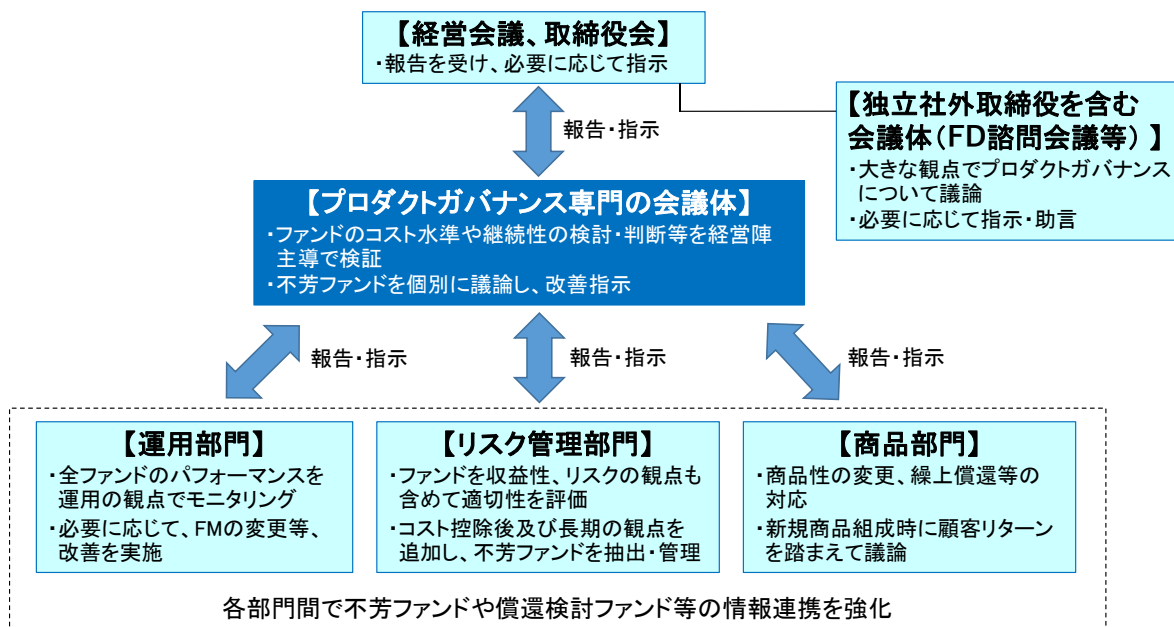
- 運用部門、リスク管理部門、商品部門等が相互に不芳ファンド等の情報を連携する組織体制を構築するとともに、個別ファンドのパフォーマンス等を検証するため、経営陣をメンバーに含むプロダクトガバナンス専門の会議体を設置するなど、プロダクトガバナンスの実効性を高めるための検証プロセスを構築し、経営陣が責任を持って対応するための体制を整備。
- 経営陣をメンバーに含むプロダクトガバナンス専門の会議体に加え、外部の目線を取り入れるために独立社外取締役を構成員とする会議体を、取締役会とは別に設置<sup>18</sup>。
- 経営陣の関与の下で検証を行う不芳ファンドの抽出基準として、より顧客本位の目線から、信託報酬等のコスト控除後のリターンとして、基準価額の騰落率を採用したほか、短期的なパフォーマンスの改善によって重点的なモニタリングの対象から除かれることのないよう、これまで中心としていた1年～3年等の短期の検証期間に、設定来又は10年以上といった長期の検証も採用。

<sup>17</sup> 米国の資産運用会社のホームページを参考に金融庁作成。

<sup>18</sup> フィデューシャリー・デューティ（FD）に関する諮問会議等を活用する例が多い。

- 商品組成段階から、顧客本位の目線を強化するため、期待される超過リターンと信託報酬等のコスト控除後のリターンを踏まえた信託報酬水準の検討を実施（信託報酬水準における具体的な数値基準を設け、事後のモニタリングに活用している例も存在）。

【図 1-13】 プロダクトガバナンス体制の例



一方、一部の社においては、以下のとおり取組みが不十分と考えられる状況や実効性を確保するための課題が確認された。

- プロダクトガバナンスのための組織体制を整備したものの、不芳ファンドの抽出基準を未だに検討中であるなど、形式的な対応に留まっている。
- リソースの限界もあり、抽出した不芳ファンドについて、優先順位を付けて対応しているが、運用ファンド数が多いことへの対応について、十分な検討がなされていない。
- 四半期に1回の頻度で開催する会議体で抽出した不芳ファンドのパフォーマンス改善の検討を行うとしているが、外部委託運用ファンドについての検証は年1回の頻度に留まっている。
- 低パフォーマンスを理由とするファンドの信託報酬の引下げや繰上償還について、社内の方針を決議し、販売会社と交渉を開始している社も見られるが、多くの社において具体的な基準を検討できておらず、実現に至っていない。
- 運用目標が不明確なファンドが多いことに加え、商品組成段階での運用目標、想定顧客、期待リターン等を、経営陣を含む会議体で議論した証跡が確認できない社もあった。その一方で、既存ファンドについて、運用目標やベンチマークを改めて設定する動きもある。
- 運用評価における配当込み指数の活用は概ね進んだが、運用成果の開示において、ベンチマーク、参考指数を配当込み指数に変更することについては、未対応の社が多いが、経営陣主導で対応した社もある。

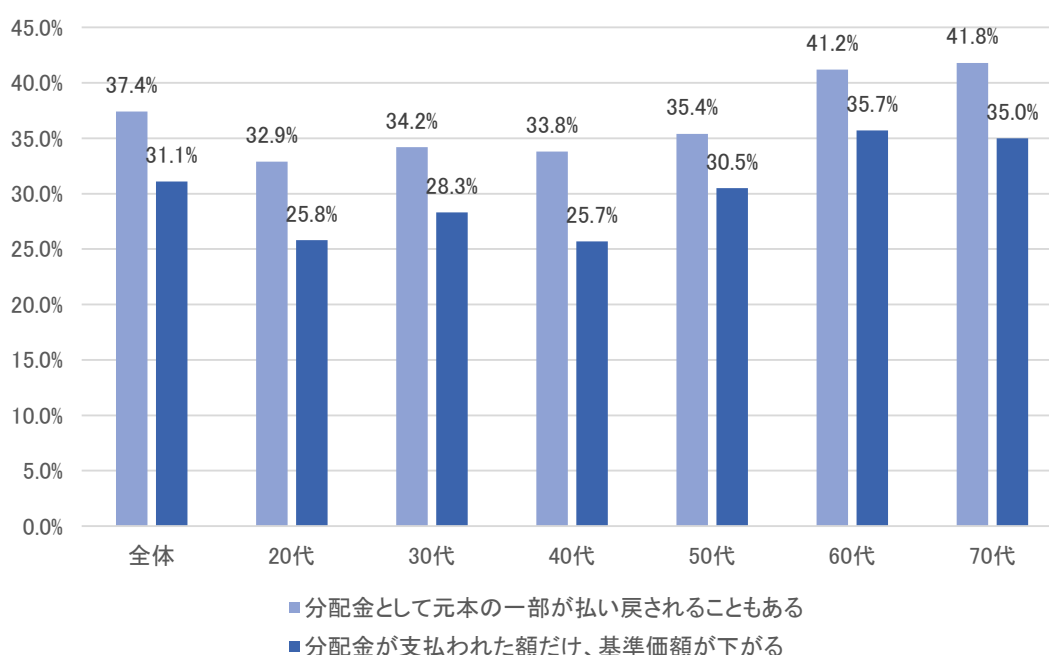
以上のとおり、各社におけるプロダクトガバナンス強化に係る取組みの進捗には差が開きつつあ

る。ファンドの実際のパフォーマンス等にその効果が現れるまでには時間がかかると考えられるが、プロダクトガバナンス体制の実効性を維持・向上していくために、継続的な取組みが期待される。

また、プロダクトガバナンスの観点では、商品がその特性に見合った投資家に提供されることも重要である。例えば、分配金を支払うことで元本が目減りする可能性がある毎月分配型の投資信託については、提供する大手資産運用会社の全てが、組成前に想定顧客を確認し、販売会社に伝達することとしており、中には販売会社から顧客属性（年齢階層別の契約件数、金額等）の情報を得る試みも行われている。

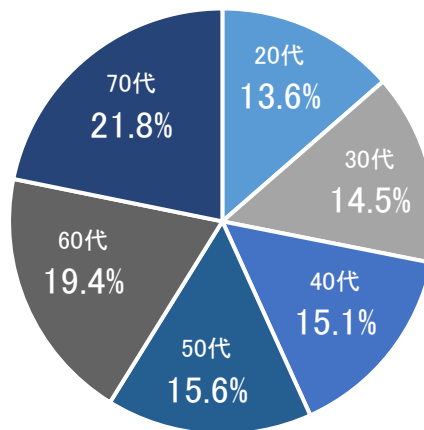
しかしながら、2022年の投資信託協会のアンケート調査によると、投資信託の現在保有層・保有経験層のうち、「分配金として元本の一部が払い戻されることもある」、「分配金が支払われた分だけ基準価額が下がる」ことの認知率は、それぞれ、全体の37.4%、31.1%と低く、特に若い世代になるほど低かった。また、分配型投資信託の保有者のうち、20代、30代、40代といった資産形成層の割合は、全体の43.2%と高い。分配型投資信託は、資産形成層には不向きな面もあるが、組成時に想定したとおりの商品提供が行われていない可能性がある。

【図1-14】 分配金の特徴認知状況（現在保有者・保有経験者）<sup>19</sup>



<sup>19</sup> 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書」（2023年1月）のデータを基に金融庁作成。

【図 1-15】 分配型投資信託保有者の年代構成比<sup>20</sup>



資産運用会社においては、商品性に応じた顧客属性を適切に想定した上で販売会社に伝達し、販売会社においては、当該顧客属性を踏まえた販売を行う等、業界全体でプロダクトガバナンスの取組みの強化が求められる。また、取組みの結果、最終的に商品性の変更や繰上償還等、顧客対応が必要となるケースが想定されることから、販売会社が資産運用会社の方針に迅速に対応することが求められる。

## 1-2 販売会社の信頼向上のために

### 1-2-1 顧客資産の持続的拡大

わが国の投資信託は、欧米と比べて、運用資産規模に対する本数が多く、資産運用会社の管理が煩雑になり、開示負担も大きい。販売会社及び資産運用会社は、投資信託の本数を最適化し、コスト削減の成果を投資家に還元する努力が求められる。

【図 1-16】 日米欧のファンド本数と運用資産残高の比較<sup>21</sup>

	日本	米国	ルクセンブルグ
【A】運用資産(百万ドル)	2,040,234	28,586,853	5,363,351
【B】ファンド数(本)	14,297	10,237	14,322
【A】/【B】 1ファンドあたりの運用資産(百万ドル)	143	2,793	374

わが国に投資信託が多数存在している要因として、わが国の運用商品の販売現場が、販売手数料獲得型の営業を主流としており、その時々で話題性があり、顧客に販売し易い新規商品の提供を優先してきたことがある。販売現場のこうした行動は、顧客に訴求しやすい新商品の開発と「販売ストーリー」資料の作成、研修提供等、販売会社の営業支援を重視した資産運用会社の行動とリソー

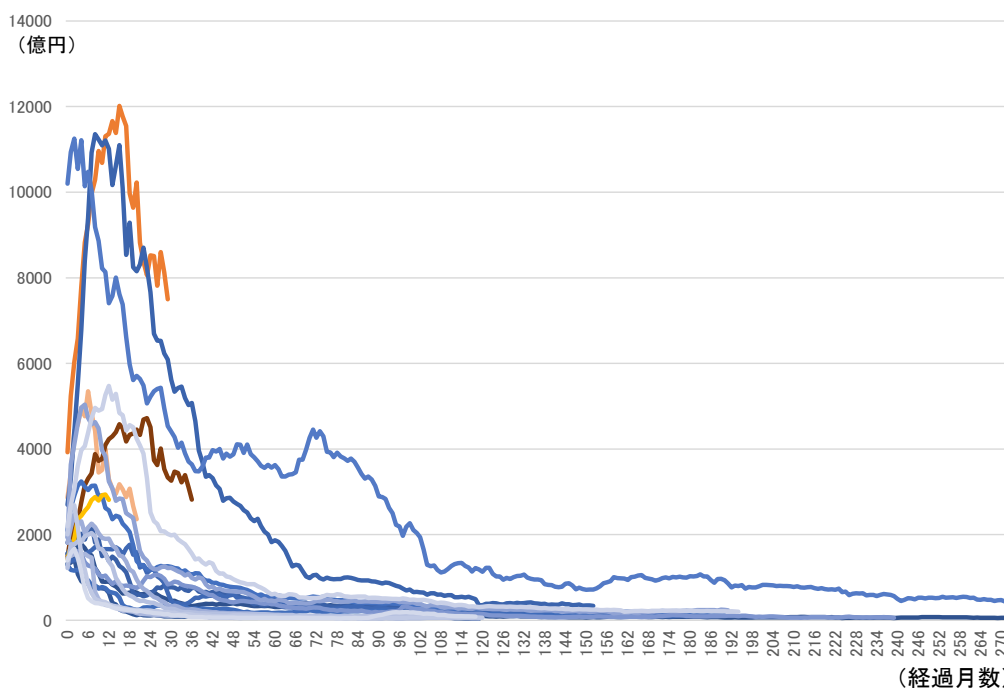
<sup>20</sup> 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書」（2023年1月）のデータを基に金融庁作成。

<sup>21</sup> IIFA, “Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows Fourth Quarter 2022”のデータを基に金融庁作成。FoFを除き、公募、私募、ETFを含む。

スの配賦に繋がってきた。

当初設定額が歴代上位 20 位の公募投資信託の純資産額の推移を見ると、その多くは設定以降、数カ月から 1 年半以内に純資産額のピークを迎え、その後急速に減少しており、顧客の最善の利益に適う販売方法や運用商品の選定が行われていなかったことが伺える。

【図 1-17】 歴代当初設定額上位 20 ファンドの純資産額推移<sup>22</sup>



尤も、近年では、このような販売方法や分散効果が十分ではない運用商品の選定は減少し、高いパフォーマンス実績がある投資信託を販売するようになってきている。しかし、過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを保証するものではない。**販売会社は、過去の実績のみならず、運用商品の投資哲学、運用体制、顧客対応を併せて評価した上で、顧客にとって最善の投資信託を選定し、顧客資産の持続的拡大が販売現場の評価に繋がるような人事・評価制度を構築する必要がある。**また、そうした販売会社の姿勢により、資産運用会社における調査方法の高度化や運用力強化に向けたリソースの見直しやモチベーション向上が期待できる。

また、販売会社による過去の販売方法の影響により、わが国には純資産額が小さくなり、パフォーマンスも低迷している投資信託が、償還されないまま残っていることがある。こうした投資信託については、運用戦略に沿った運用ができていない可能性があり、早期に償還することが望ましいが、繰上償還には、販売会社の対応が必要となる。**販売会社においては、資産運用会社が抽出した不芳ファンドの繰上償還に向けて、迅速に対応することが期待される。**

<sup>22</sup> QUICK のデータを基に金融庁作成。国内公募の追加型株式投信（ETF を除く）のうち、2022 年 12 月末時点で当初設定額上位 20 位内のものが対象。償還済みのものも含む。設定月の月末を始点（= 0）とする月次ベースの残高推移を表示。青色以外は直近 5 年以内に新規設定されたもの。

## 1-2-2 アドバイスの付加価値の提供

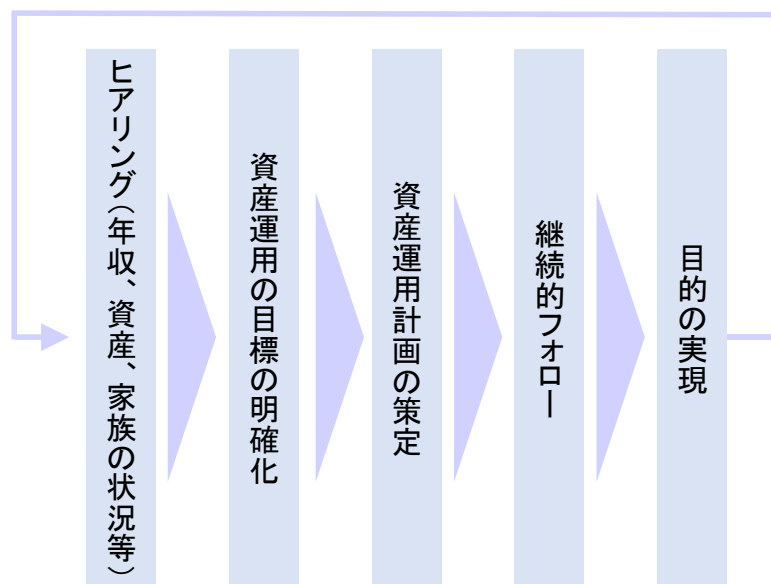
2022年の投資信託協会のアンケート調査によると、投資信託の購入目的は、「老後の生活資金」(54.6%)が最も多く、次いで「資産のリスク分散」(29.8%)が多いが、「目的はないが資金を増やしたい」(17.1%)との回答も一定割合存在する。

家計・個人が、①資産運用の目的や目標を明確化し、②年齢、年収、支出、資産の状況、家族構成等に合わせた資産運用計画を策定し、③目標の実現に向けた進捗を継続的にフォローアップし、④必要に応じて、資産運用計画を見直すことは、目的の実現と効率的な資産形成に繋がる。

米国では、販売会社等のフィナンシャル・アドバイザーが、継続的に顧客の資産形成を支援し、アドバイスと資産管理に対して残高連動で手数料を取るビジネスモデルが主流となっている。また、資産運用会社はモデル・ポートフォリオの質で競争しており、フィナンシャル・アドバイザーは顧客の資産運用計画と投資意向に合わせて、モデル・ポートフォリオをカスタマイズしている。

フィナンシャル・アドバイザーが顧客と伴走し、資産運用の目的の実現に向けた資産運用計画の策定と実行の継続的な支援を行うことにアドバイスの付加価値がある。フィナンシャル・アドバイザーにとっても、そのようなアドバイスに対して顧客から継続的な報酬を得ることで、販売手数料獲得を目的とした商品提供のインセンティブを抑制し、顧客の最善の利益を図ることができる。

【図1-18】 アドバイスの流れ



しかしながら、わが国の販売会社の営業現場では、顧客の資産運用計画に対する継続的なアドバイスの提供を手助けするツールも十分に普及していないことがある。また、米国や英国のフィナンシャル・アドバイザーは地域に密着した活動をしていることも多く、長期間にわたる継続的なアドバイスにより、顧客の最善の利益を図ることが期待できるが、わが国の販売会社では、定期的な異動や転勤があり、長期間、同じ顧客に寄り添うことが難しい状況にある。

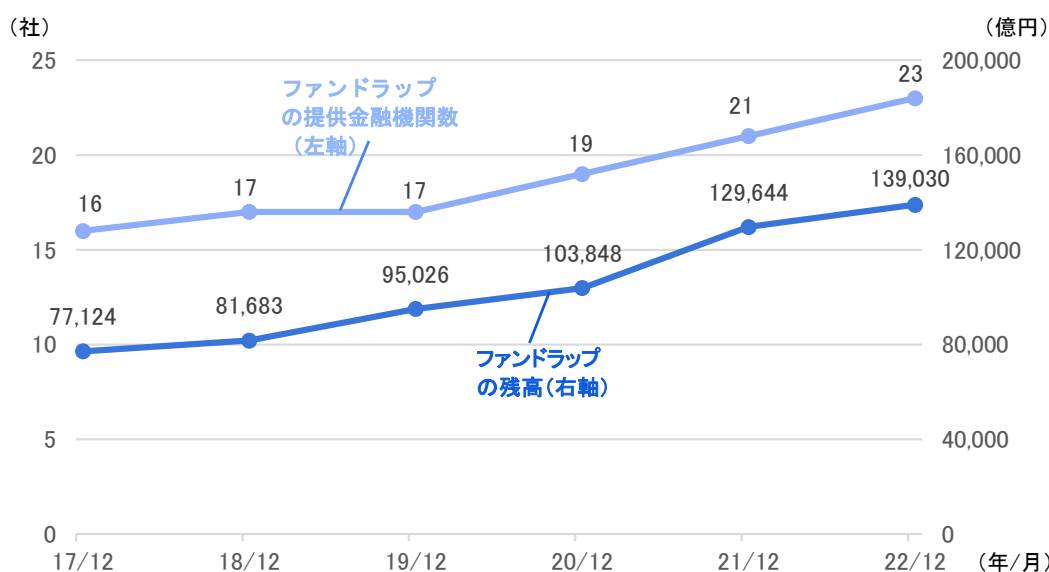


わが国の販売会社が、アドバイスに対して対価を得るビジネスモデルへの転換を目指すのであれば、顧客の資産運用の目的の実現を支援するアドバイス提供のための人材育成やツール開発に取り組むとともに、営業現場が長期的な視点で顧客へのアドバイスを提供できる人事・評価制度となっているか検証する必要がある。

### 1-2-3 ファンドラップの付加価値の明確化

貯蓄から資産形成への移行をサステナブルな形で進めるには、金融機関が顧客の資産形成に資するアドバイスを適切に提供し、顧客資産の持続的な成長によって金融機関の収入も増える、という仕組みを構築する必要がある。ファンドラップの提供は、金融機関各社がそうした方向性を目指すための取組みであると考えられる。近年、ファンドラップの提供金融機関数、残高はともに増加しており、2022年12月末の提供金融機関数は23社、残高合計は13兆9,030億円（前年同期比7%増、日本投資顧問業協会調べ）となっている。一部の提供金融機関は、最低利用金額を100万円に設定するなど、マス向けにサービスの提供範囲を拡大している。

【図1-19】 国内のファンドラップ提供金融機関数と残高推移<sup>23</sup>



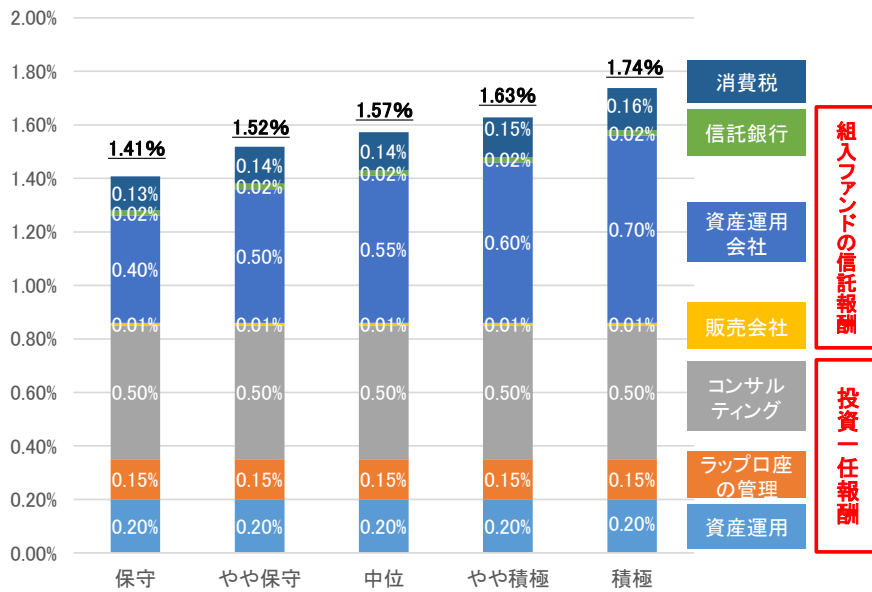
しかしながら、幅広い投資家に対して提供されることを目指すサービスとしては、ファンドラップには、現状、以下のような課題もある。

- ① 複数の投資信託を組み合わせた商品なのか、アドバイスも含むサービスなのかが明らかではないものも少なくない。
- ② 顧客が負担する手数料が、運用ポートフォリオの提供以外にどのような付加価値に対する対価なのかの説明が十分でなければ、投資家はコスト負担に見合った便益を得られていないと感じ、顧客満足度の低下に繋がる可能性がある。一部で提供付加価値の説明や手数料構造の定義と明確化に向けた取組みが進んでいるものの、業界全体では、説明が十分ではない例

<sup>23</sup> 日本投資顧問業協会のデータ（QUICKが調査・集計）を基に金融庁作成。各時点において金額がゼロの販売会社は、ファンドラップ提供会社数にカウントしていない。

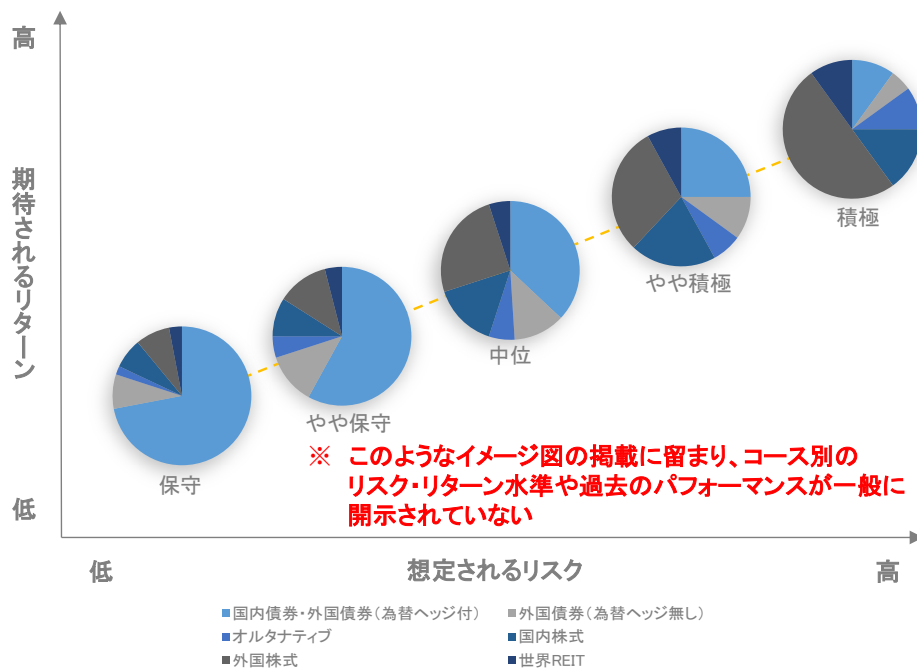
も見受けられる。

【図 1-20】 ファンドラップの手数料開示の好事例



- ③ 運用体制やリスク許容度に応じた運用コース別のコスト控除後のパフォーマンス、手数料の定義・構成等の重要情報が、各社ホームページで公開されていないため、投資家の裾野が広がっているにも関わらず、投資家は、金融機関のサービスの内容を比較することが出来ない。一方、一部の金融機関では、複数金融機関で連携して、コスト控除後のパフォーマンスや推定リスクを開示する等、サービスの透明性を確保しているところもある。

【図 1-21】 ファンドラップのリスク・リターン水準の開示の望ましくない事例



金融機関が、今後、ファンドラップの普及・拡大を目指すにあたっては、バランス型の投資信託との付加価値の相違を含むサービスの具体的内容を明確化するとともに、運用体制やコース別のコスト控除後のパフォーマンス、顧客が負担するコストの定義・構成等に関する情報開示の充実に取り組むことが期待される。

#### 1-2-4 投資信託の手数料の明確化

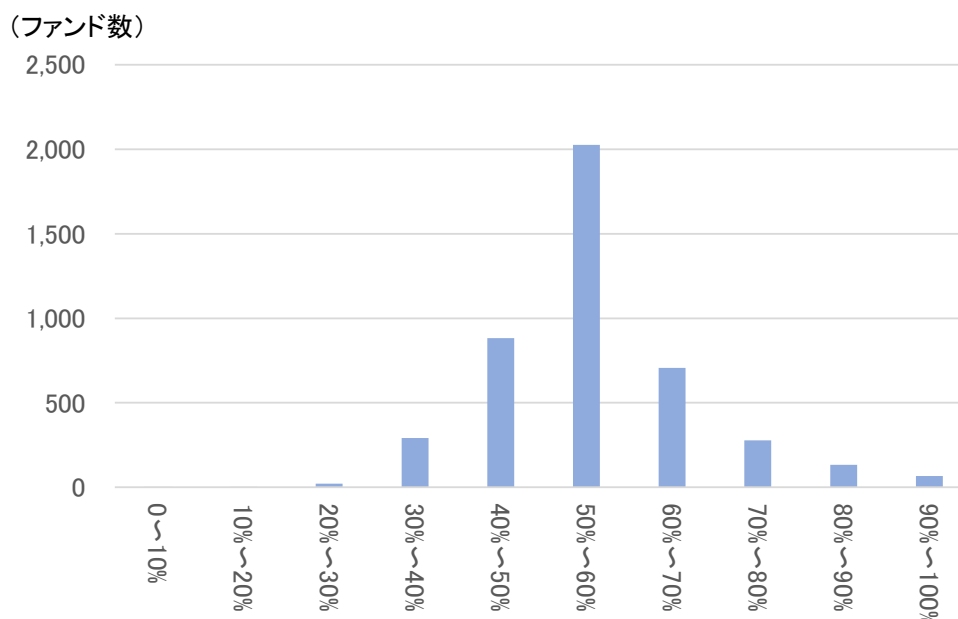
わが国で投資信託を購入する顧客が負担する主なコストには、購入時に販売会社に支払う「購入時手数料」に加え、運用期間中、信託財産の中から残高に応じて間接的に支払う「信託報酬」がある。後者は運用管理にかかる費用等をまかなうもので、資産運用会社、販売会社、信託銀行の3者に分配されている。

【図1-22】 信託報酬の分配構造のイメージ



信託報酬のうち、投資信託の財産の保管・管理、指図の実行等を行う信託銀行の取り分は、通常、信託財産の残高の0.1%未満であり、残りの信託報酬のうち、資産運用会社取り分である運用会社報酬と販売会社取り分である代行手数料は、おおよそ半分ずつとなっていることが多い<sup>24</sup>。また、マザーファンドが同じで、販売チャネルが異なる場合であっても、ETFやDC専用商品、ラップ専用商品を除き、信託報酬の水準は変わらない。

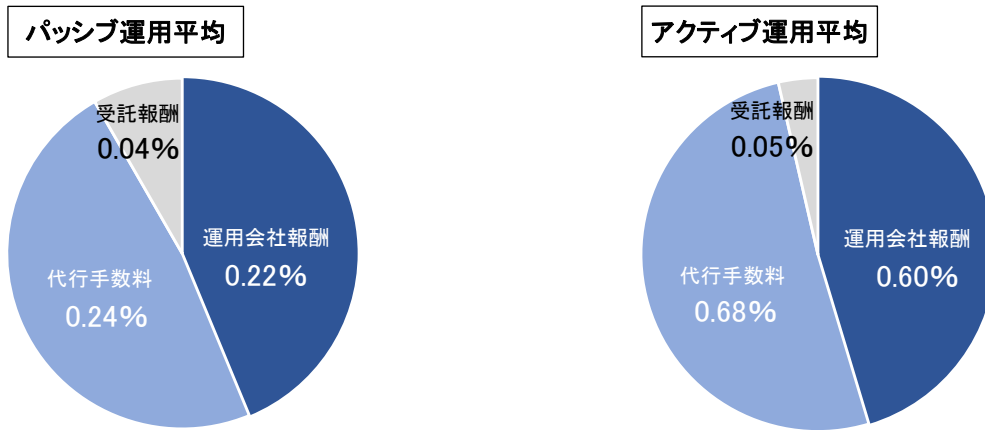
【図1-23】 代行手数料 / (代行手数料 + 運用会社報酬) の度数分布<sup>25</sup>



<sup>24</sup> 外部ファンド報酬を除く。

<sup>25</sup> QUICKのデータを基に金融庁作成。2022年12月末時点。ETF、ラップ・DC専用ファンドを除く。

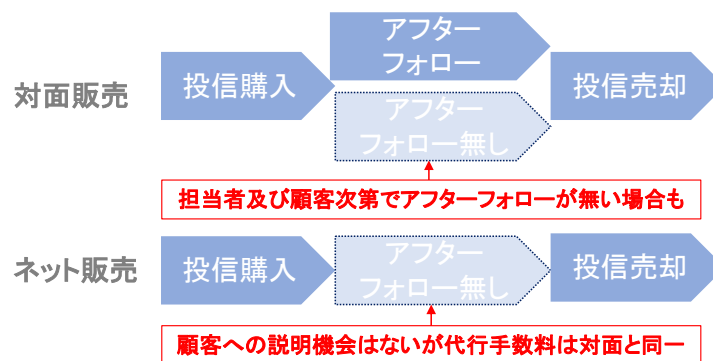
【図 1-24】 公募投資信託の信託報酬の内訳<sup>26</sup>



投資信託の交付目論見書によると、代行手数料は、「購入後の運用報告書等各種書類の送付や口座内でのファンドの管理、購入後の情報提供等」の対価と位置づけられ、パッシブ運用であってもアクティブ運用であっても説明は同じであることが多い。しかしながら、通常、アクティブ運用の投資信託はパッシブ運用の投資信託と比べ、信託報酬が高く設定されており、代行手数料も比例的に高くなる。この点については、「アクティブ運用の方が、基準価額の変動が大きく、顧客へのアフターフォローに労力を要するため」との説明もあるが、全ての販売会社で、アクティブ運用の投資信託を購入した顧客へのアフターフォローに同程度のリソースを割いているわけではなく、販売会社のアフターフォローの頻度等に応じた代行手数料の設定とはなっていないようである。

例えば、対面や電話での顧客対応が原則ないインターネット専業証券で販売されている投資信託についても、同じ投資信託であれば代行手数料は対面販売の場合と信託財産残高に対して同率となっている。

【図 1-25】 投資信託の代行手数料とアフターフォローの関係（例）

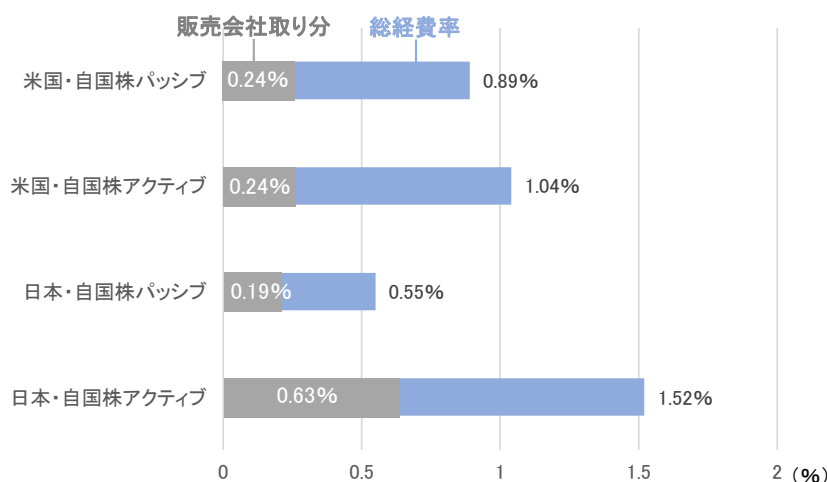


なお、米国籍の米国株式に投資を行うミューチュアル・ファンドについて、残高に対するファンドからの販売会社取り分 (12b-1 手数料)<sup>27</sup>の平均値を調査したところ、アクティブ運用もパッシブ運用も同一であった。

<sup>26</sup> 2022年12月末時点のQUICKの公募投資信託 (ETF、DC・SMA専用ファンドを除く) のデータを基に金融庁作成。データは単純平均。外部ファンド報酬を除く。

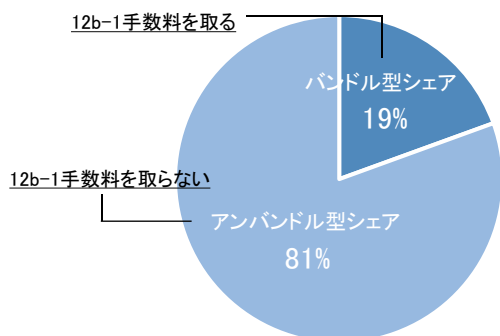
<sup>27</sup> 投資家が購入時に支払う販売手数料については、米国においても、アクティブ運用のミューチュアル・ファンドの方がパッシブ運用の場合よりも高いが、アクティブ運用の場合には、平均5%であり、2~3%が一般的なわが国よりも高い水準である。

【図1-26】 日米のファンドの総経費率と販売会社取り分（平均値）<sup>28</sup>



更に、米国では、販売会社に対する報酬をファンドの運営管理費用から支払うのではなく、販売会社がアドバイスに対して残高連動手数料を取る方式が主流となっている。このため、ファンドの運営管理費用から販売会社に支払う 12b-1 手数料が含まれる「バンドル型」のミューチュアル・ファンドは減少している。代わりに、12b-1 手数料をゼロにした「アンバンドル型」のミューチュアル・ファンドが主流となり、残高連動手数料の設定は、販売会社やフィナンシャル・アドバイザーによって異なり、差別化されている。

【図1-27】 米国のミューチュアル・ファンドの形態<sup>29</sup>  
(残高ベース)



【図1-28】 米国のファンド費用体系<sup>30</sup>

ファンド国籍 & 形態	総経費率 単純平均	12b-1手数料 単純平均	最大販売手数料 単純平均
米国・アンバンドル型シェア	0.71%	0.00%	0.00%
米国・バンドル型シェア	1.04%	0.24%	5.34%

「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則4において、「金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。」との記載がある。**販売会社及び資産運用会社は、当該原則に沿って、代行手数料の位置づけを明確化することが望ましい。**

<sup>28</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。データは単純平均。米国はファンドから継続的に販売残高に対する一定率の報酬「12b-1 手数料」を徴収する A シェアの数値を使用。「販売会社取り分」は、米国籍ファンドについては「12b-1 手数料」、日本籍ファンドについては「代行手数料」を指す。日本は、ETF、DC・SMA 専用ファンドを除く。米国は Retirement シェアクラスを除く、オープンエンド型ミューチュアル・ファンド（ETF を除く）が対象。

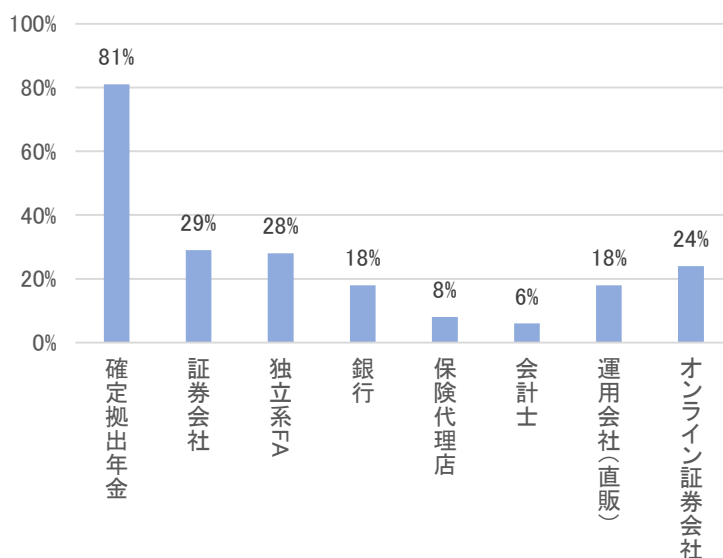
<sup>29</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。

<sup>30</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。アンバンドル型シェアの提供においては、フィナンシャル・アドバイザーがアドバイスに対し、別途、顧客から残高連動手数料を徴収している。

### 1-2-5 販売チャネルの多様化

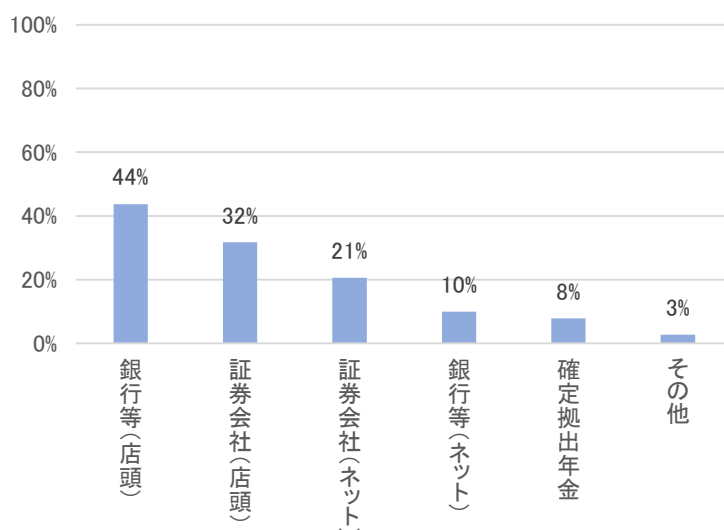
2021年のInvestment Company Institute (ICI) のアンケート調査<sup>31</sup>によると、米国においては、ミューチュアル・ファンドの販売チャネルが多様であり、フィナンシャル・アドバイザー (FA) や資産運用会社の直接販売 (直販) 経由の購入者も一定の存在感がある。また、米国では、401(k)等の確定拠出年金を通じた長期保有の購入者が全保有者の8割超を占めている点で特徴がある。

【図1-29】 米国のミューチュアル・ファンドの販売チャネル (複数回答有) <sup>32</sup>



他方で、日本証券業協会の調査によると、わが国の投資信託の販売チャネルは、銀行や証券会社を中心であり、確定拠出年金や金融商品仲介業者、直販を通じた購入者は少ないようである。

【図1-30】 日本の投資信託の販売チャネル (複数回答有) <sup>33</sup>



<sup>31</sup> ICI Research Report, "Profile of Mutual Fund Shareholders, 2021" (2021年12月)。

<sup>32</sup> ICI, "Investment Company FACT BOOK 2022"のデータを基に金融庁作成。確定拠出年金には、401(k)プランや雇用者拠出のIRAが含まれる。

<sup>33</sup> 日本証券業協会「2021年度(令和3年)証券投資に関する全国調査(個人調査)」のデータを基に金融庁作成。

貯蓄から資産形成の流れを促すには、投資信託等の販売チャネルが多様化し、国民が金融サービスをより身近に感じられるようになること、また、様々な販売チャネルでアドバイス等のサービスの質を競い合うことが重要である。こうした観点から、他業態からの販売チャネルへの参入も期待される。その場合、新規参入業者は、銀行や証券会社などの販売会社を設立する以外の方法として、販売会社と業務提携し、金融商品仲介業や金融サービス仲介業の登録を行うことが考えられる。

しかしながら、金融商品仲介業者等のサービスは、販売会社の金融商品の品揃えや方針に左右され、自社の意向に沿ったサービスを自由に提供できるとは限らない。**今後の販売チャネルの多様化に向けて、金融商品仲介業者等と提携する販売会社の選択肢が増えることやアクティブ ETF の解禁等、運用報酬以外のコストが低い ETF の商品種類の増加が期待される。**この点、わが国でも、足元では、ホワイトレーベルで金融商品販売のプラットフォームの提供（Brokerage as a Service ; BaaS）を行う販売会社や金融商品仲介業者と提携する直販の資産運用会社が登場する等、前向きな動きも見られる。

---

## 1-3 運用の付加価値の向上のために

### 1-3-1 アクティブ運用の付加価値の向上

わが国の資本市場では、機関投資家の投資に占めるパッシブ運用の比重が高く、中長期的な視点を持って企業を選別する投資家層が薄いことが指摘されている<sup>34</sup>。この要因については、以下のよう  
な指摘がある。

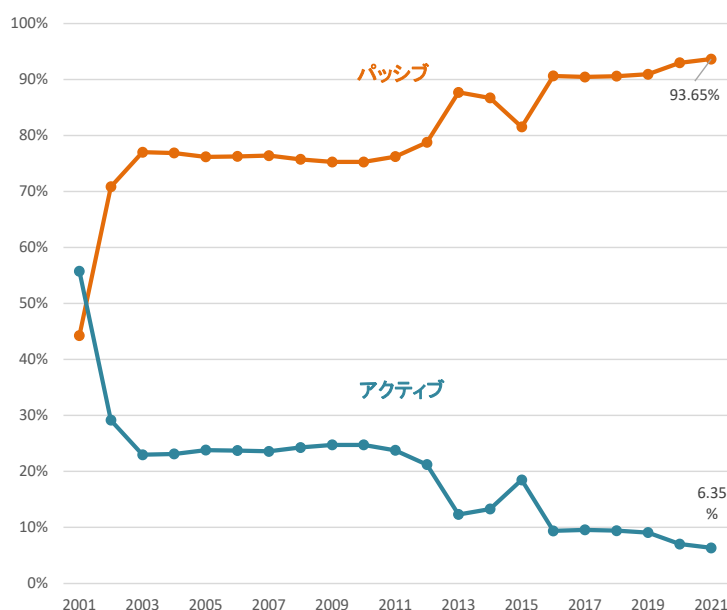
- わが国のアセットオーナー等の機関投資家は、運用で成果を上げても正当な評価を受けることが少なく、逆に損失を出した際には報道等で厳しく批判されることが多いため、アクティブ運用を積極的に採用するインセンティブに乏しい。
- 小規模で専門人材に乏しいアセットオーナーが多く、運用については、コストが安ければ安いほうが良い、との認識が広がり、パッシブ運用を選好するようになっている。
- GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の国内株式運用<sup>35</sup>においては、運用規模が巨額であることから、パッシブの比率が高い状況にある。基金の性格や運用目的等は異なるものの、他の公的なアセットオーナーもこれに追随している可能性がある。

---

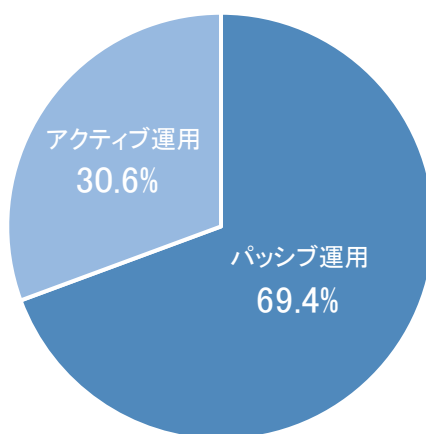
<sup>34</sup> プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」（平成 26 年 8 月）。

<sup>35</sup> 2022 年 12 月末現在、48 兆 46 億円の残高がある。

【図 1-31】 GPIF の日本株アクティブ・パッシブ比率<sup>36</sup>



【図 1-32】 投資一任業者等の日本株アクティブ・パッシブ比率<sup>37</sup>



一方で、アクティブ運用は、調査活動により中長期的な視点で成長性の高い企業を発掘し、選別するという重要な価格発見機能を担っている。また、米国株の高リターン継続の背景には、アセットオーナーや資産運用会社等の機関投資家による企業の選別の他、議決権行使による上場企業の価値向上に向けた努力もあったと考えられる。サステナビリティへの国内外の投資家期待が高まる中、企業が解決すべき課題は多様化しており、日本市場の活性化と信頼の向上に向けて、機関投資家による企業の選別とスチュワードシップ活動の強化が期待されている。

他方で、「アクティブ運用はパッシブ運用に勝つことができない上、信託報酬も高いため、投資家はパッシブ運用を選択した方が良い」との指摘もある。そこで、2022年12月末時点の米国・欧州・

<sup>36</sup> GPIF 公表データを基に金融庁作成。

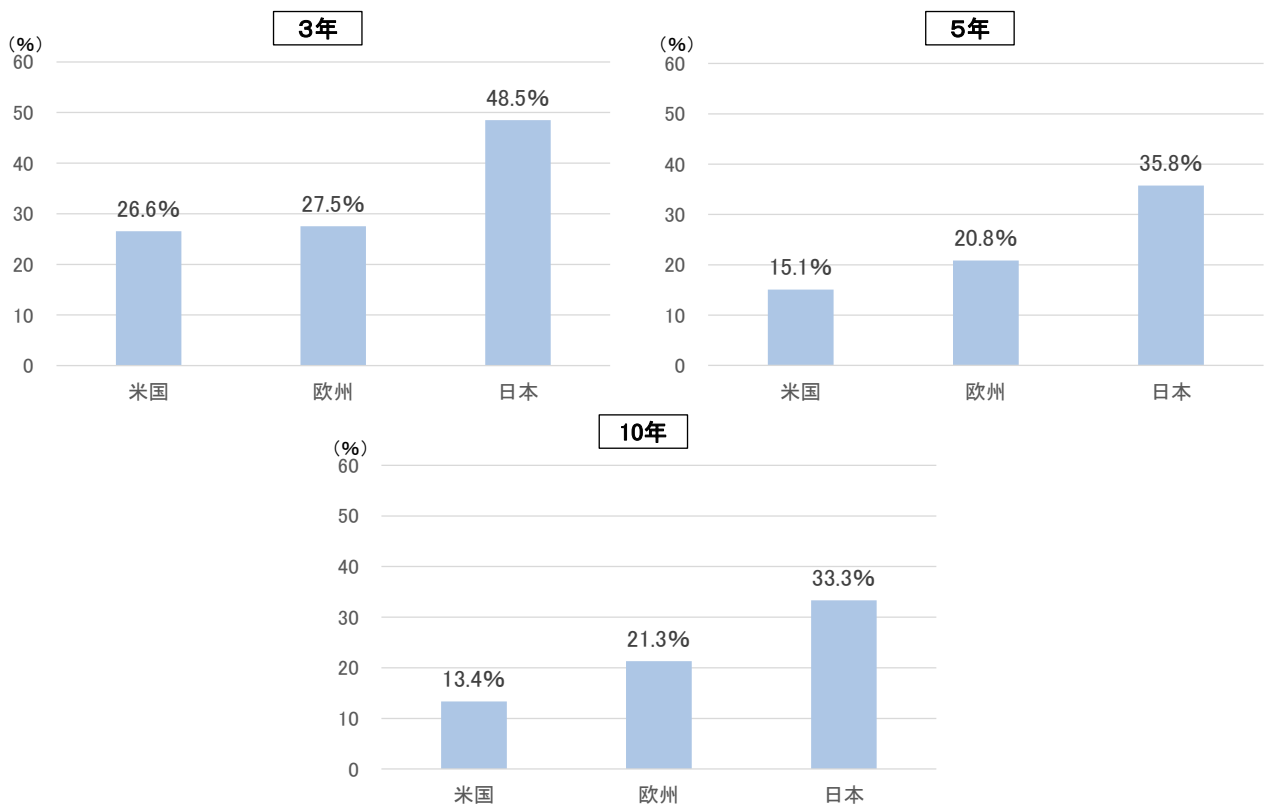
<sup>37</sup> 投資顧問業協会による「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第9回）」（2022年10月実施分）に回答した投資一任業務又はファンド運用業務を行う当協会会員 245社の2022年6月末時点の日本株投資残高のデータを基に金融庁作成。



日本の各地域の大型株に投資するアクティブ運用のリテール向けファンドについて、コスト控除後リターンを各地域のベンチマークと比較した。結果、3年、5年、10年のどの時間軸においても、ベンチマークを上回るファンドの割合は、わが国が最も多いことが分かった<sup>38</sup>。10年間のリターンについては、約3分の1の公募投資信託がTOPIXを上回っており、米国の13.4%を大きく上回る。これは、ベンチマーク構成銘柄の集中度やリターンの差によるところもあるが、米国と比べた、わが国のアクティブ運用の公募投資信託の総経費率<sup>39</sup>を踏まえれば、わが国の資本市場は欧米と比べて非効率であり、アクティブ運用の拡大による企業の選別を一層進めることで、ベンチマーク自体のパフォーマンスを高める余地が大きいと捉えることもできる。

加えて、資産運用会社による今後のアクティブ運用の拡大に向けた努力は、わが国資本市場の活性化に繋がるのみならず、運用報酬の増加を通じた資産運用会社の収益向上も期待できる。

【図1-33】 日米欧の自国大型株式アクティブファンドの超過リターン勝率<sup>40</sup>



資産運用会社は、アクティブ運用の拡大に向けて、人事・報酬制度を柔軟化して、国内外の有能な運用人材を集めるとともに、運用事務及び運用以外の事務の効率化・合理化を追求し、運用力強化に注力して頂きたい。

<sup>38</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンにより、日本株式のうち、時価総額の上位70%を「大型株式」に分類。米国、欧州についても同様。

<sup>39</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンの調査によると、2023年1月時点の日本籍の大型株式に投資するアクティブファンドの総経費率(残高加重平均)は1.47%であるのに対し、米国籍の大型株式のアクティブファンドの総経費率(残高加重平均)は0.75%であった。

<sup>40</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。各ベンチマークは、日本がTOPIX(配当込み)、米国がS&P500(配当込み)、欧州がMSCI Europe(ネット、ドルベース)であり、分析は全て運用費用(信託報酬)控除後の2022年12月末時点のデータを用いて実施。

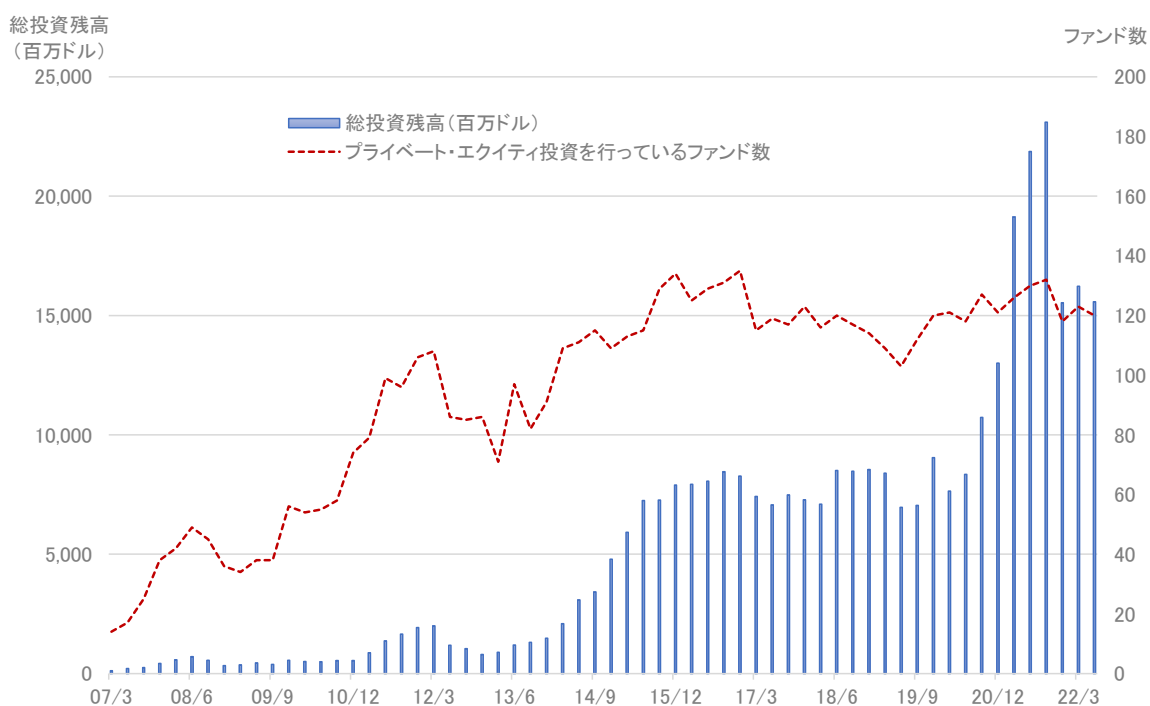
### 1-3-2 運用商品のイノベーション創出

資産運用会社は、プロダクトガバナンスの強化により、運用戦略に沿った運用が困難になった小規模不芳ファンドを速やかに繰上償還するとともに、デジタル技術も活用して商品管理等の事務をできる限り効率化・合理化し、運用の付加価値向上に注力することが期待されている。

しかしながら、わが国においては、投資信託の組入資産の多様化が進んでいない等、運用商品の付加価値向上に向けた業界の取組みが十分とは言えない。例えば、上場・非上場の垣根を超えたクロスオーバー投資が存在せず、資産運用会社による小規模企業の調査は、中小型ファンドの知見に留まり、早期に魅力ある投資機会を提供できる体制が構築されていない。

米国においては、非上場企業の資金調達、特にレイターステージでのミューチュアル・ファンドの存在感は小さくなく、2007年以降、プライベート・エクイティ（PE）への投資額が拡大している。2022年6月末現在、27の資産運用会社が運用する113本のファンドが、少なくとも1社のPEを保有し、全部で約150億ドルを供給している<sup>41</sup>。また、海外のミューチュアル・ファンドの中には、わが国の非上場企業に投資しているものもある。

【図 1-34】 米国のミューチュアル・ファンドを通じた PE 投資の推移<sup>42</sup>



他方で、米国における非上場株式の投資信託の組入にあたっては、一貫性のない企業価値評価の慣行や変動の激しい相場局面での再評価の遅れも課題として指摘されている。また、投資先のデュー

<sup>41</sup> ただし、米国においても、ファンドによる PE 投資は一般的と言えるレベルではなく、米国 Morningstar のデータベースにある 1,961 本の米国株式ファンドのわずか 5.8%を占めるに過ぎない。ほとんどのファンドの PE 投資比率は控えめで中央値で見るとポートフォリオの 0.5%と低い。米国証券取引委員会（SEC）は、ミューチュアル・ファンドによる PE のような「低流動性証券」の各ポートフォリオにおける構成比率の上限を 15%（購入価格ベース）に制限しており、実際、ファンドが 10%を超える PE を保有することはまれである。

<sup>42</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのデータを基に金融庁作成。

デリジェンスを行い、リスクを適正に管理する責任を資産運用会社が負っており、利益相反の懸念もある。多くの課題があり、自主規制団体の支援の下、資産運用会社は適切な評価・リスク管理体制を整備する必要がある。

投資信託への非上場株式の組入は、上場・非上場で分断された投資機会を繋ぎ合わせ、顧客に魅力あるリターンを提供する可能性がある。加えて、資産運用会社がわが国の様々な産業分野において、新しい技術に対する知見を習得し、運用力を強化する契機にもなる。更に、国内籍の投資信託を使ったクロスオーバーファンドを普及させることで、スタートアップへの資金支援を銀行や事業会社だけではなく、家計・個人を含めた幅広い投資家が参加可能な市場に発展させることができる。

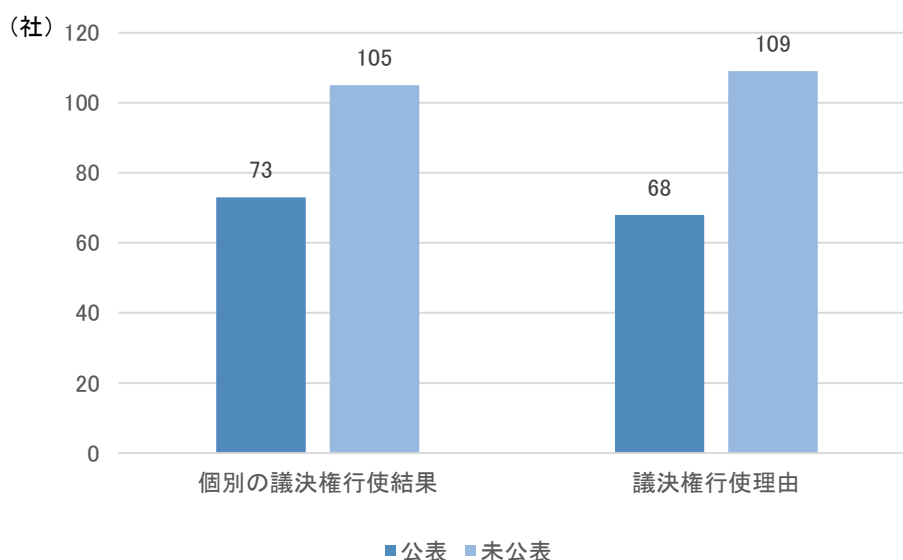
本年3月31日に、投資信託協会が、「投資信託への非上場株式の組入れに関する検討の方向性について」を公表し、“規則改正に向けた検討を進め、遅くとも本年7月の意見募集実施を目指す”こととしており、取組みの進捗が期待される。

### 1-3-3 スチュワードシップ活動の実効性評価のための議決権行使結果の活用

日本企業のガバナンス改革に関しては、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目的として、2014年にスチュワードシップ・コードが、2015年にコーポレートガバナンス・コードが導入された。導入から時間が経過し、機関投資家と企業双方について、その実効性を評価する必要がある。

スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家は、指針5-3に基づき、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権行使結果を公表することが求められており、この公表情報は、資産運用会社のスチュワードシップ活動の実効性を評価・分析するための有益な情報となり得る。

【図1-35】 資産運用会社の議決権行使結果及び行使理由の開示状況<sup>43</sup>



<sup>43</sup> 投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第9回）」（2022年10月実施分）のデータを基に金融庁作成。なお、ここでは、「投資一任業者」を「資産運用会社」と呼んでいる。

しかしながら、個別の議決権行使結果は、多くの場合、資産運用会社のホームページ上でPDFで開示されており、更に、一部の資産運用会社は、複写が不可能なPDFを利用している。

【図1-36】個別議案ごとの議決権行使結果の公表イメージ（PDF）

個別議案ごとの議決権行使結果(2022年4月1日～6月30日)

企業コード	企業名	総会分類	総会日	提案者	議案番号	議案分類	賛否	理由
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	1	剰余金の処分	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	2	定款に関する議案	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	3.1	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	3.2	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	3.3	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	3.4	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	3.5	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	3.6	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	3.7	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	3.8	取締役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	4.1	監査役の選解任	反対	独立性に関する当社基準を満たさないため
××××	〇〇商事	定時	2022/6/24	会社	4.1	監査役の選解任	賛成	当社基準に則り賛成
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	会社	1	剰余金の処分	反対	株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	会社	2	定款に関する議案	賛成	株主価値向上又はガバナンス強化に資すると考えられるため
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	会社	3.1	会計監査人の選解任	反対	株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	会社	4	退職役員の退職慰労金支給	反対	報酬ガバナンスが整備されていないため
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	株主	6	定款に関する議案	反対	株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	株主	7	定款に関する議案	反対	株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	株主	8.1	監査役を選解任	反対	株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため
◆◆◆◆	△△	定時	2022/6/15	株主	8.2	監査役を選解任	反対	株主価値向上又はガバナンス強化に関する効果が確認されないため
.	.	.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.	.	.

このため、第三者が資産運用会社各社の保有銘柄の状況や投資先企業の議案ごとの議決権行使結果をデータとして活用し、分析することが難しく、アセットオーナーや最終受益者が、他の資産運用会社との比較により、運用を委託している資産運用会社のスチュワードシップ活動を深く理解し、その実効性を評価することは困難である。

【図1-37】議決権行使結果の比較イメージ

(凡例：「賛」は株主提案に賛成、「反」は反対、「-」は議決権行使なし)

企業名	提案内容	賛成率	〇〇AM	××AM	△△AM	□□AM	●●保険	▲▲保険
(株)A産業	定款変更	23.70%	賛	賛	賛	反	反	賛
	取締役選任	28.60%	反	反	賛	賛	反	賛
(株)B工業	株式分割	22.90%	-	反	反	賛	賛	反
(株)C製作所	定款変更	43.60%	賛	-	-	反	-	賛
	自己株取得	31.70%	反	反	賛	-	-	反
D不動産(株)	監査役選任	46.20%	賛	-	賛	賛	賛	賛
(株)Eホールディングス	定款変更	37.20%	-	賛	賛	反	反	賛
	取締役報酬改定	11.50%	反	反	反	反	反	-
(株)F貿易	剰余金処分	19.50%	賛	反	賛	賛	反	反
	自己株取得	35.60%	賛	賛	反	賛	賛	賛

また、データ開示が進んでいないことにより、資産運用会社各社の議決権行使に対する企業側の対応の相違や時系列変化も分かりにくいいため、投資家は特定の企業について、株主の意見に真摯に応え、ガバナンス向上に努めようとする企業か否かの見極めが難しい。

加えて、資産運用会社は、信託銀行等を通じて投資先企業の株式を保有する 경우가多く、そのような場合、資産運用会社の名称が株主名簿には表れない。このため、企業側からは、どの資産運用

会社が反対票を投じているのか、直ちに確認することが難しい状況にある。企業側としては資産運用会社が公表する議決権行使結果を参照することが考えられるが、その際、同種議案についての他企業に対する議決権行使状況との比較や自社に対する議決権行使の推移等の分析も現状、難しく、企業が資産運用会社との対話を試みる材料を揃えるのに大きな手間と時間を要する状況にある。

このような現況に鑑みれば、**資産運用会社各社が、Excel 等のフォーマットで議決権行使結果について、利用者目線でのデータ開示を行い、客観的分析が進むことで、スチュワードシップ活動の実効性評価や企業との対話が一層促進されることが期待される。**

なお、スチュワードシップ活動の実効性を評価する上では、現在、わが国の取引所には、多数の企業が上場しており、機関投資家は全ての投資先企業とエンゲージメントを行うことが難しい状況にある点にも留意する必要がある。資産運用会社側から見て建設的な対話が可能な企業数は数百程度、多く見積もっても 500 程度との声もある<sup>44</sup>。また、投資顧問業協会のアンケート調査<sup>45</sup>によると、2022 年 6 月末時点で、日本株関連のエンゲージメント担当者数は、245 社合計で 897 名であり、TOPIX の構成銘柄である 2,169 社<sup>46</sup>の上場企業数に対して、少ないように見える。結果、時価総額が低い社になるほど資産運用会社のエンゲージメントの優先度が下がるようである。

このような状況に加え、パッシブ運用の信託報酬の低下やアセットオーナーや個人投資家による外国株式投資も進む中、資産運用会社やアセットオーナーが日本企業とのエンゲージメントに割くことができるコストには限界があるとの声もある。**スチュワードシップ活動の実効性を確保するには、活動に対する適切な報酬の支払いや、上場企業による議決権電子行使プラットフォームの導入促進といった業界全体の活動の効率化とコスト削減に向けた検討が求められる。**

#### 1-3-4 インデックスプロバイダー間の競争促進

近年、わが国のパッシブ運用の公募投資信託の信託報酬は低下傾向にあるが、一方で、資産運用会社が海外のインデックスプロバイダーに支払う使用料は、一部で年々上昇しているとの指摘もある。こうした指摘は、インデックスの使用料が開示されておらず、また、わが国に代替するインデックスが少ないことが背景にあると考えるが、インデックス使用料とパッシブ運用のコスト控除前パフォーマンスには直接的な関係がない。資産運用会社が、持続可能な形で顧客資産の拡大を目指すにあたっては、インデックスの選定や現在の信託報酬設定の適切性について、改めて検討する必要がある。

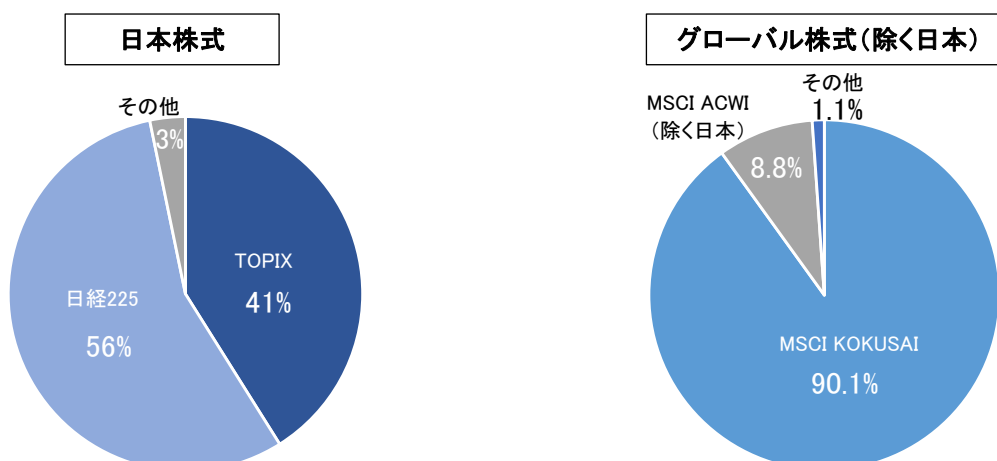
Index Industry Association によると、2018 年時点で、世界で 373 万の指数が開発されており、これは年々増加しているが、わが国で利用されるインデックスの種類は限定的である。代替するインデックスの開発に挑戦することも、使用料の上昇等に対する一つの方策として考えられる。

<sup>44</sup> 公益財団法人 日本証券経済研究所・明田雅昭「議決権行使結果個別開示が示唆する企業の三極化」（平成 30 年 11 月 29 日）。

<sup>45</sup> 投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第 9 回）の結果について」（2022 年 10 月実施分）。

<sup>46</sup> 2022 年 8 月 31 日時点。

【図 1-38】 公募投資信託におけるインデックスのシェア（残高ベース）<sup>47</sup>

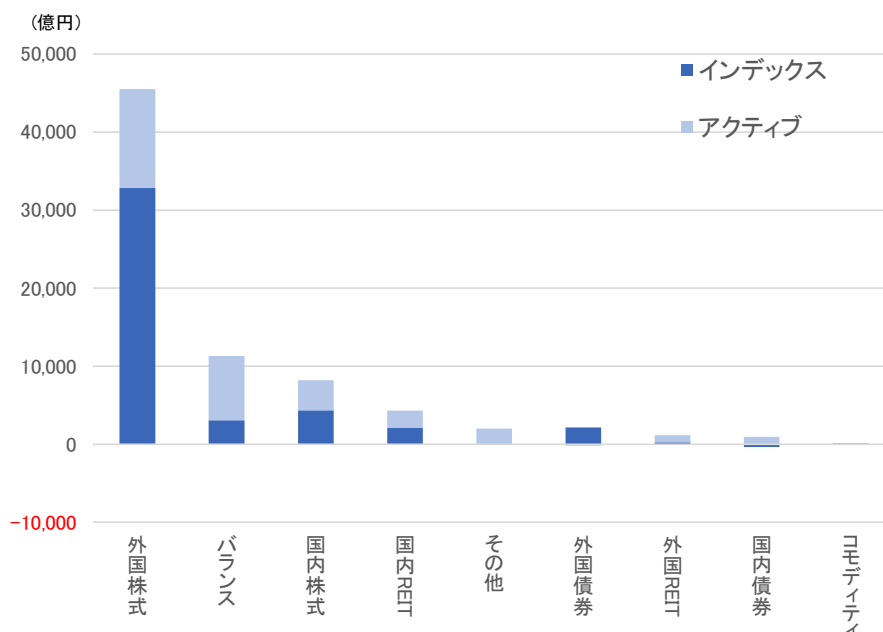


資産運用会社においては、パッシブ運用におけるインデックスの選定理由や信託報酬の設定の在り方を改めて検討し、取引所等、中立的な機関と連携し、国内外の資産の指数開発に挑戦することが期待される。

### 1-3-5 海外資産の運用力強化

2022年の公募投資信託への1年間の資金流入額である約7.5兆円のうち、外国株式の投資信託への流入が全体の約61%を占めている。

【図 1-39】 2022年の公募投資信託資金流入額<sup>48</sup>



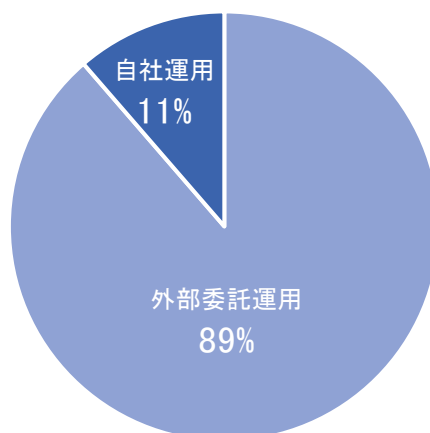
また、外国株式の投資信託への資金流入額のうち、72%がインデックス運用、28%がアクティブ

<sup>47</sup> QUICKのデータを基に金融庁作成。2022年12月末時点、ETFを除く。

<sup>48</sup> QUICKのデータを基に金融庁作成。2022年12月末時点の1年間の資金流入額推計値を基に集計。

運用で、後者は9割近くが外部委託運用である。

【図1-40】 外国株式アクティブファンドの自社運用・外部委託運用比率（残高ベース）<sup>49</sup>



わが国の家計・個人が世界市場の成長を取り込み、資産をグローバルに分散する上で、外国株式で運用する投資信託は重要な役割を果たしており、資産運用会社がより魅力ある運用商品を提供するには、一定程度、外部委託運用を活用する必要がある。また、外部委託運用の活用は、わが国の資産運用会社が海外の高度な運用手法を自社に取り込み、自らの運用を高度化する契機となる。

しかしながら、資産運用会社が海外資産の運用力強化に十分に取り組まないまま、外部委託運用を拡大し続ける場合には、長期的に以下のような懸念がある。

- ① 国内の資産運用会社が自社内で運用する顧客資産は減少し、わが国国内の運用人材の流出・減少や運用機能が低下するおそれがある。結果、海外の運用委託先と対等な立場に立つことができなくなり、委託先管理が困難になるおそれもある。
- ② 海外資産運用会社のわが国への参入意欲低下により、投信計理やレポート等々の運用機能以外の顧客対応機能がガラパゴス化するおそれがある。更に、資産運用会社の収益の源泉である運用機能に関する世界最先端の情報が集まらなくなり、国際金融センターとしてのわが国の魅力は低下する。

こうした危機感から、資産運用会社の中には原則、インハウス運用を目標として掲げているところもあるが、こうした先は未だ限定的である。リモートワークやオルタナティブデータの活用が進んだ今日において、グローバルに活動する資産運用会社は必ずしも海外拠点を従前と同程度に有する必要はない。**資産運用会社各社が、海外の運用人材の確保等により、中長期的にインハウス運用を強化していくことが望ましい。**

<sup>49</sup> QUICKのデータを基に金融庁作成。ETF、DC・SMA専用ファンドを除く。2022年12月末時点の日系資産運用会社が運用する海外株式（内外株式を含む）アクティブファンドのうち、残高上位100ファンドを当庁の判断で、自社運用/外部委託運用に区分し、集計したもの。

### 1-3-6 リテール向け運用サービスの定性評価

わが国の投資信託やファンドラップといったリテール向けの運用商品やサービスについては、年金基金等の機関投資家向けとは異なり、投資哲学や運用体制（氏名、経歴、担当等）、サービスの付加価値についての情報開示が十分に進んでおらず、定性面での評価が難しい状況にある。わが国においては、投資信託のパフォーマンスに関する定量評価が一般的に利用されているが、過去の実績は必ずしも将来のパフォーマンスを保証するものではない。米国においては、ファンドの投資哲学、運用体制、人材、運用プロセスなど、資産運用会社の定性面を分析することにより、今後のパフォーマンス創出能力を評価することが一般的になっている。

わが国では、中立的な第三者による運用商品の評価が充実していないことや、そうした評価が販売現場で利用されることが少ないこと等により、多くの顧客は、金融機関が推奨する運用商品やサービスを十分に理解しないまま契約するか、又は、投資自体を避ける傾向にある。結果、投資家の裾野が広がり難く、限られたパイの中で、金融機関が営業力による顧客獲得競争に注力し、運用商品やサービスの質的競争が十分に進まない状況にある。このため、大手金融機関グループ系列の資産運用会社が、顧客資産残高で高いシェアを占め、新興の資産運用会社は規模を拡大できていない。

**運用商品やサービスの質的競争の促進に向けて、金融機関が、投資信託やファンドラップの投資哲学や運用体制、サービスの付加価値についての情報開示を進めるとともに、評価会社が、利益相反を適切に管理した上で、運用商品やサービスの定性面での評価を充実させることが望ましい。**

---

## 1-4 資産運用業界の効率性を改善するために

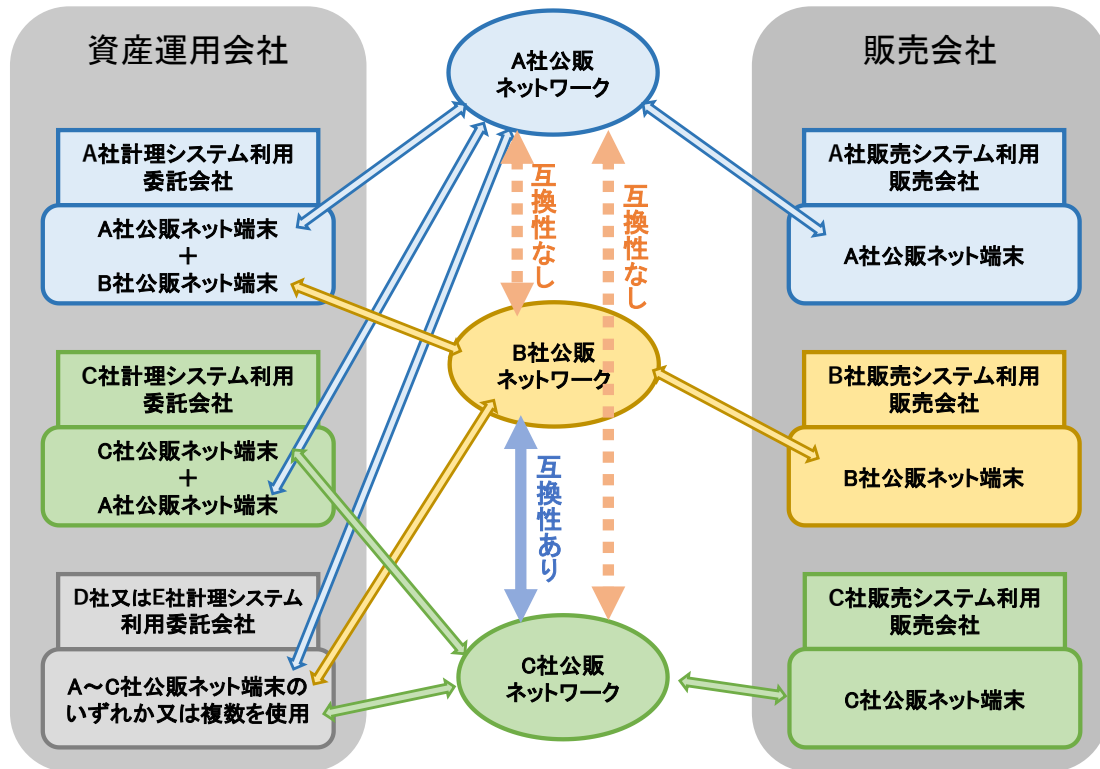
### 1-4-1 公販ネットワークの互換性確保への対応

販売会社と資産運用会社の間では、投資信託の日々の基準価額や設定・解約、決算時の分配金、手数料等の情報交換を、公開販売ネットワーク（以下、「公販ネットワーク」という。）というネットワークインフラを通じて行っている。公販ネットワークは、資産運用業界の共通インフラとして、非常に重要な役割を果たしているが、数少ないシステムベンダーによって、各々の仕様により運営されている。

過去、投資信託の販売は、グループ内での専売慣行を前提としていたため、公販ネットワークを民間のシステムベンダーがそれぞれ運営することに大きな支障はなかった。しかしながら、その後、投資信託のグループ系列を超えた相互乗り入れと本数の大幅な増加が進み、公販ネットワークが業界の共通インフラとなったことから、データ連携の欠如による業務上の非効率性が課題となっている。具体的には、資産運用会社と販売会社が、システムベンダー各社が提供する公販ネットワークを跨いで情報連携を行う場合、特定の公販ネットワーク間では一部データの相互接続（互換性）が確保されていない。



【図 1-41】 公販ネットワークの接続状況と課題<sup>50</sup>



このため、資産運用会社と販売会社が利用する公販ネットワーク端末が異なる場合で、相互接続が確保されていない情報の連携を行うときには、メールやファックスによる方法を採用する必要があり、資産運用会社は人為的ミスが発生防止に一定の人員を割く必要がある。コミュニケーションのミスによる基準価額配信エラーに繋がる場合等もあるため、資産運用会社や販売会社によっては、複数のシステムベンダーの公販ネットワーク端末を導入し、追加的なコストも発生している。

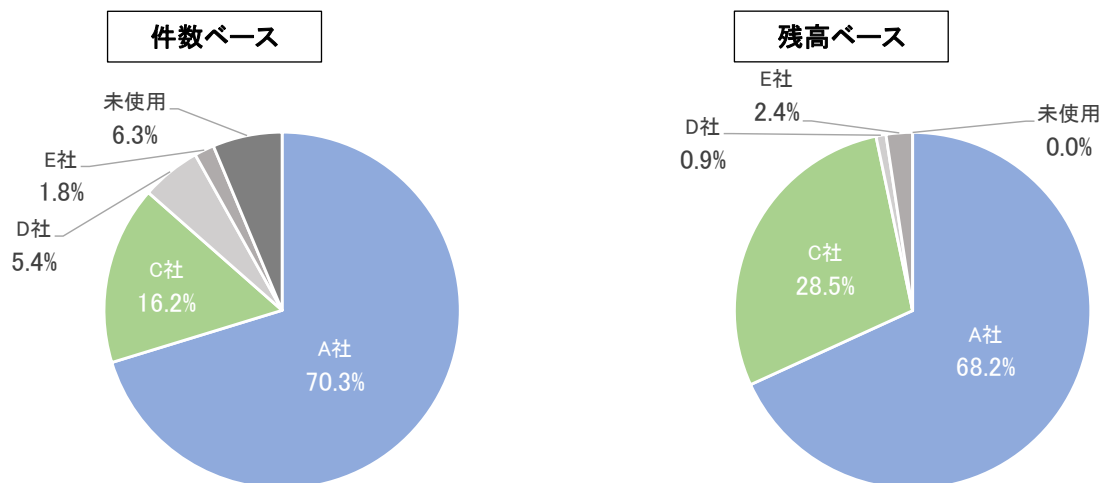
公販ネットワークの端末と投資信託の基準価額を計算する投信計理システムについては、同一のシステムベンダーが一つのパッケージとして提供する場合があり、その場合には、自動接続・STP (Straight-Through Processing) 化により、人手を介さずに一連の作業をシームレスに行うことが可能である。一方で、投信計理システムを提供するシステムベンダーと公販ネットワークを提供するシステムベンダーが異なる場合には、資産運用会社は、追加的に公販ネットワーク接続料を支払う必要がある上、投信計理システムとの自動接続が確保されていない。このため、資産運用会社においては、公販ネットワークと投信計理システムへの必要な情報のデータアップロードやダウンロードを手作業などにより対応しているが、特に投資信託の取扱い本数の多い資産運用会社の業務の効率性及び安全性の観点、また、資産運用業界への新規参入促進の観点から、何らかの改善が必要である。

こうした非効率な状況が長年放置されてきたことで、多くの資産運用会社は、多くの販売会社が利用する公販ネットワークの端末やそれと同一のシステムベンダーが提供する投信計理システムを

<sup>50</sup> 投資信託協会、投資信託に係る業務運営の合理化・効率化ワーキング・グループ「公販ネットワークの接続等の改善に関する要望」（平成 31 年 2 月 7 日）の別紙を基に金融庁作成。

導入しており、投信計理システムの提供においても寡占化が進んでいる。この結果、システムベンダー間の不十分な競争による資産運用業のコスト高となっている可能性が指摘されている。

【図1-42】 投信計理システムにおけるシェア<sup>51</sup>



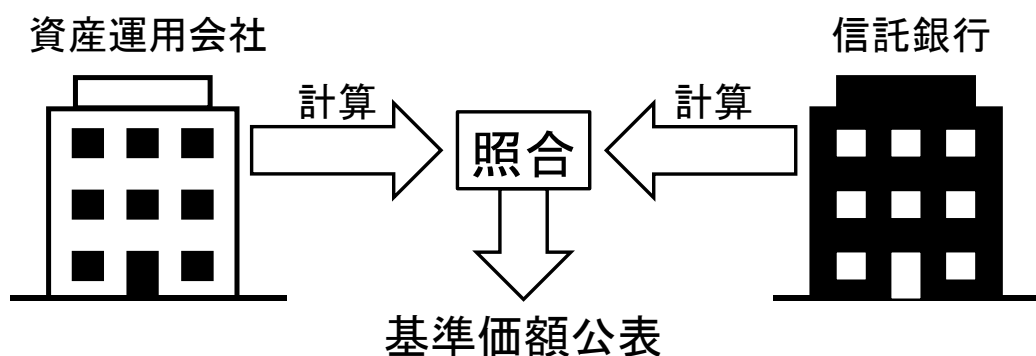
公販ネットワークの互換性の問題については、2018年に投資信託協会が間に入り、データ連携が可能となるよう、システムベンダー間の話し合いが行われたが、現在のところ、具体的な進展はない。その後、2020年にも、日本取引所グループや証券保管振替機構等を中心に、一部の銀行、証券会社、信託銀行及びシステムベンダーが参加して、公販ネットワークの一部を分散技術を使った共通基盤に置き換える実証実験を実施しているが、実用化には至っていない。

公販ネットワークの仕様の標準化等による、資産運用業界全体の効率性改善に向けて、自主規制団体が、当局や関係機関とも連携し、必要な調整を行うことが期待される。また、販売会社の販売システムにおいても同様に寡占化が進んでいる点にも、留意が必要である。

### 1-4-2 投資信託の計理事務（基準価額計算）と運用の分離

わが国には、資産運用会社と信託銀行がそれぞれ投資信託の基準価額を計算（二重計算）し、毎日照合するという、独自の慣行がある。

【図1-43】 二重計算



<sup>51</sup> 各社提供データを基に金融庁作成。2022年7月末時点。

二重計算の実務は、①投資信託及び投資法人に関する法律（以下、「投信法」という。）<sup>52</sup>及び信託法<sup>53</sup>にそれぞれ帳簿書類の作成義務の定めがあること、②投信法に資産運用会社の任務懈怠時の損害賠償規定があり、資産運用会社に基準価額算出の最終的責任があり、一円の相違も許容できないと考えられていること等を背景としているようだが、照合事務は法令で求められているものではない。

二重計算の実務は、わが国の投資信託市場の発展段階においては、投資家に基準価額算出の信頼を持たせ、また、手入力によるデータの入れ間違いなどの人的要因による潜在的な基準価額算出の過誤を検出し、解決するためのセーフティネットとして機能してきた。

しかしながら、資産運用会社及び信託銀行のそれぞれがシステムの導入による基準価額計算の事務の効率化を進めた結果、近年では、照合作業の大半を資産運用会社や利用する投信計理システムの計算ロジック等を要因とする、1ベースポイント未満の相違の確認に費やすようになった。また、二重計算を実施していても、約定・決済情報や実物資産などの元データの相違により基準価額の大きな間違いが生じる事例も発生している。

欧米においては、顧客と資産運用会社との間の利益相反や不正防止の観点から、ファンドの計理をカストディアンやアドミニストレーターといった計算の作業責任者に一元化し、資産運用会社が基準価額変動の妥当性を検証する方法（一者計算）が採用され、運用と計算が分離している。このため、欧米の資産運用会社は、運用機能に特化することができる。

他方、わが国独自の二重計算の実務では、資産運用会社が自ら投信計理システムや計理人材を調達し、システムのメンテナンスのためにも人員を配置しなければならない、外資系の資産運用会社等からは、わが国における資産運用業のコスト高や参入障壁の要因として指摘されることが多い<sup>54</sup>。

国際金融センターの推進に取り組む中、金融庁は、業界に対し、わが国における一者計算の実現に向けた検討を求めてきた。平成30年以降、投資信託協会において各種報告書<sup>55</sup>が取りまとめられ、基準価額の計算責任が資産運用会社にあることの確認や海外の事例調査等が行われ、一部の大手資産運用会社において一者計算のパイロットプロジェクトが実施されたが、未だ、本格的に導入した事例はない。

一者計算の実現に向けては、以下の課題が指摘されている。

<sup>52</sup> 投資信託及び投資法人に関する法律第十五条（投資信託財産等に関する帳簿書類）に「投資信託委託業者は、内閣府令で定めるところにより、投資信託財産の状況その他業務に関する帳簿書類を作成し、これを保存しなければならない。」との定めがある。

<sup>53</sup> 信託法第三十七条（帳簿等の作成等、報告及び保存の義務）に「受託者は、信託事務に関する計算並びに信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の状況を明らかにするため、法務省令で定めるところにより、信託財産に係る帳簿その他の書類又は電磁的記録を作成しなければならない。」との定めがある。

<sup>54</sup> 「外資の参入障壁としては、計理部門が必要なこと、システムコストが高い」、「アセットマネージャーがアカウントティングシステムに高額なコストを払っている」との声が挙がっている。

<sup>55</sup> 投資信託協会の報告書として、「基準価額の算定についての考え方について」（平成30年9月18日）、「基準価額算出に係る実務者検討委員会報告書」（令和元年9月19日）、「『基準価額算出に係る実務者検討報告書』に係る一者計算の実施報告書」（令和2年）がある。

- ① わが国の資産運用業界において、欧米のようなマテリアリティポリシー（閾値以上の基準価額の計算過誤に対する方針）の存在に対する認識が普及・浸透していない<sup>56</sup>。
- ② 既存の資産運用会社は、一者計算移行時の基準価額の正確性を確保するための新たな措置の導入や業務フロー、システムの変更等の検討が必要になる。
- ③ 資産運用会社が導入する投信計理システムが、販売会社との間で基準価額や設定・解約等の情報を交換する公販ネットワークを提供するシステムベンダーのものではない場合、当該公販ネットワークへの接続料金が高額なものになる可能性がある。このため、既存の投信計理システムを廃棄し、信託銀行による一者計算に移行した場合、公販ネットワークへの接続の確保や接続料への影響を懸念する声がある。
- ④ 一者計算の推進について、販売会社の理解を得られない可能性がある。

一方、一部の資産運用会社及び信託銀行が連携し、私募投資信託を提供する資産運用会社向けに一者計算の導入を支援する具体的な動きもある。また、資産運用会社の中には、本格的な一者計算への移行を検討しているところも出てきている。牽制機能や基準価額の正確性の確保、資産の実在性確保、将来的なファンド運営コストの低減等の観点から、信託銀行による一者計算が望ましいと考えられ、今後、そうした一者計算の取組みが公募投資信託にも拡大することで、わが国の資産運用業においても、運用と計算が分離し、資産運用会社は、より多くのリソースを運用機能の強化に割くことができるようになる。これにより、信託銀行の計算結果を採用する投資一任業から、投資信託委託業への移行が容易になる等、資産運用業への新規参入障壁が低下し、資産運用会社間の競争による運用サービスの質の向上とコスト低減がともに実現する可能性がある。わが国の資産運用業界が活性化すれば、資産管理業も充実かつ高度化し、受託資産の増加などを通じて、信託銀行の収益拡大にも繋がる。**このため、信託銀行各社が連携して、一者計算の実現と普及に向けた一層の取組みを進めることが期待される。また、公販ネットワークを提供するシステムベンダーにおいても、信託銀行を主体とする一者計算の取組みに協力し、わが国の資産運用業の発展に引き続き貢献することが望まれる。**

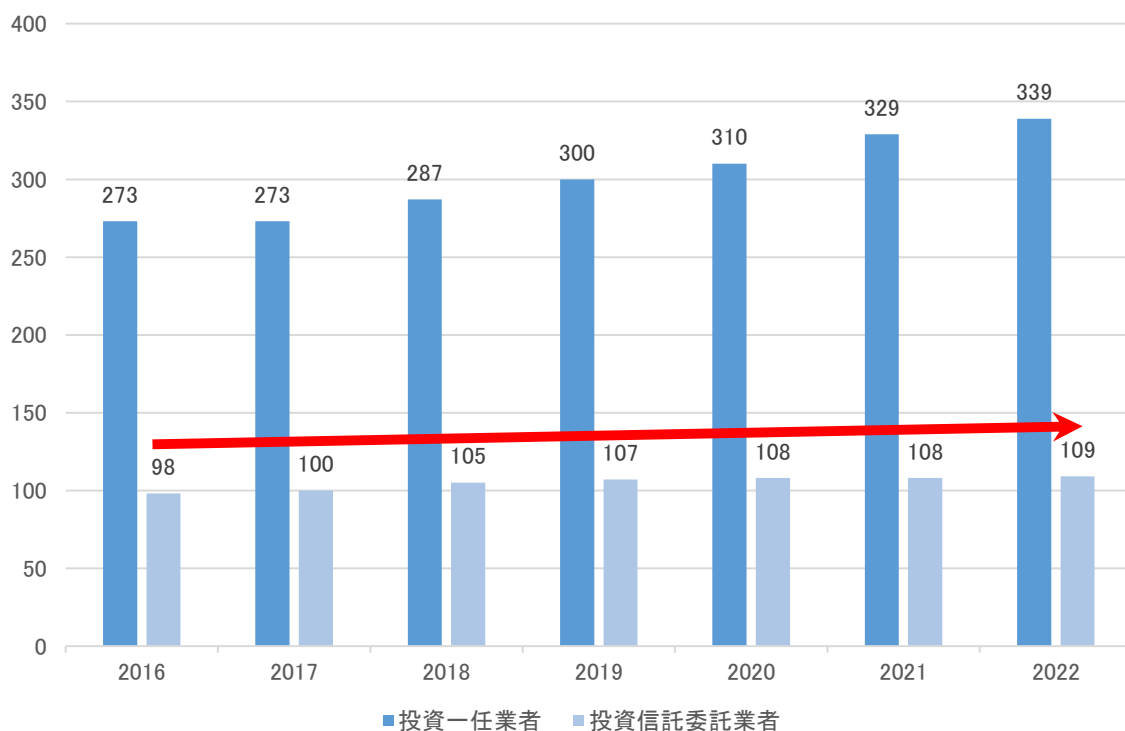
---

<sup>56</sup> 投資信託協会「基準価額算出に係る実務者検討報告書」（令和元年9月19日）において、「現行の投資信託法第21条に照らせば、任務懈怠の範囲等は、個々の状況及び事象に応じて判断されるものであることに鑑み、個別の検討によってマテリアリティポリシーを利用する運営は、一概に否定されるものではないと考えられる。」との記載があり、わが国においても、マテリアリティポリシーの存在は認識されている。

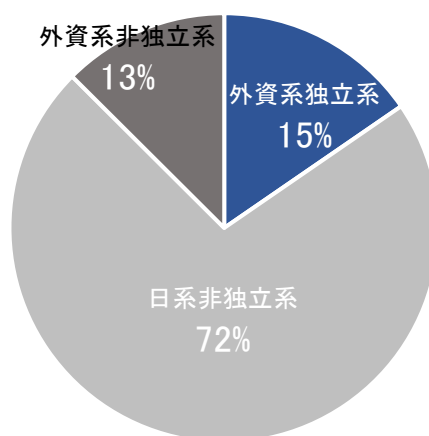
### 1-4-3 資産運用会社の新規参入促進

わが国の資産運用会社数の近年の推移を見ると、その数は殆ど変わっておらず、投資信託委託業への新規参入も限定的である。また、わが国における公募、私募、投資一任契約の運用資産残高合計で上位 20 社のうち、金融機関グループに属する非独立系の資産運用会社のシェアは 85% となっており、日系の独立系資産運用会社は含まれていない。

【図 1-44】 国内の資産運用会社数の推移<sup>57</sup>



【図 1-45】 日本国内の運用資産残高上位 20 社の独立系・非独立系比率<sup>58</sup>

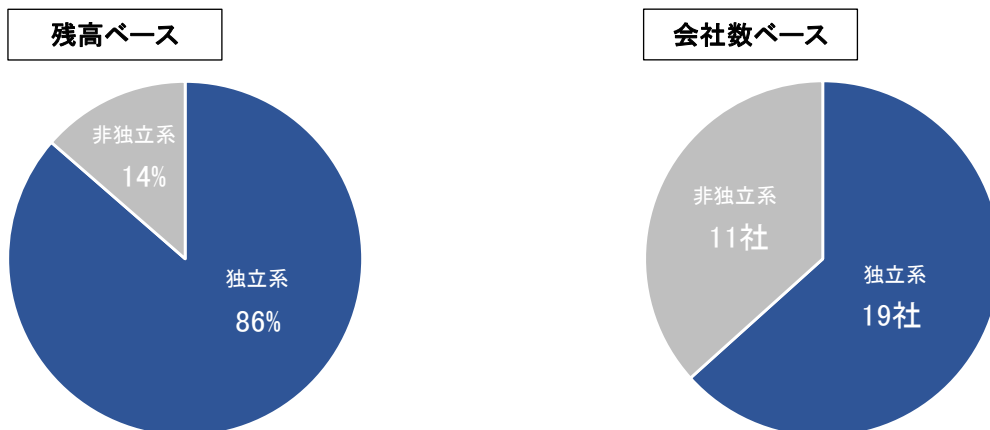


<sup>57</sup> 「金融庁の 1 年」より金融庁作成。

<sup>58</sup> 2022 年 3 月末時点の各社提供データを基に金融庁作成。公募、私募、投資一任契約による運用資産残高合計で上位 20 社を対象。

他方、ミューチュアル・ファンドとETFの運用資産残高合計で世界上位30位内の資産運用会社を見ると、その大半が、大手金融機関グループに属さない独立系の資産運用会社である。

【図1-46】 世界の運用資産残高上位30社の独立系・非独立系比率<sup>59</sup>



米国のAffiliated Managers Groupのレポート<sup>60</sup>によると、独立系資産運用会社の株式のアクティブマネージャーは過去20年(1998年～2018年)で非独立系資産運用会社の競合を年率で0.62%、トータルリターンで16%上回っている。また、ベンチマーク指数との対比では、同期間に年率で1.35%上回っている。

これは、系列の資産運用会社は、グループ全体の経営方針や人事・報酬制度の適用等、運用戦略や体制が親会社の意向に左右されることがあり、グループ全体と顧客との間で利益相反が生じ易いが、独立系の資産運用会社は、そうした影響を受け難く、自由なカルチャーの下、運用力の強化に注力でき、結果、顧客の最善の利益を図ることができるからではないかと考えられる。

このような独立系の資産運用会社と非独立系の資産運用会社のパフォーマンスの相違は、海外の大学基金等、アセットオーナーの間では認識されており、組織における運用担当者の割合や親会社の経営への関与の度合いが、運用委託先の選定基準に含まれる場合があるという。こうしたことから、海外においては、大手金融機関が経営には深く関与しない形で、独立系の資産運用会社を子会社化する例もある。**系列の資産運用会社においても、運用担当者の人事・報酬制度を柔軟化し、事務を別会社に切り離すこと等により、可能な限り効率化・合理化し、運用機能を拡充することで、海外のアセットオーナーの資金をより多く取り込むことができるようになる可能性がある。系列の資産運用会社がグループ内での独立性を確保するための一層の取組みが期待される。**

併せて、わが国の資産運用業の活性化に向けて、資産運用会社の新規参入の増加による業界の新陳代謝を促していかなければならない。そのためには、官民が連携して、公販ネットワークの互換性確保や一者計算の推進等、**事務の国際標準化や効率化・安定化を図り、わが国の資産運用業の運営に係るコスト低減を図ることが必要である。**

<sup>59</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパンの残高データを基に金融庁作成。独立系・非独立系の区分は金融庁の判断によるもの。

<sup>60</sup> Affiliated Managers Group, "The Boutique Premium -The Boutique Advantage in Generating Alpha".

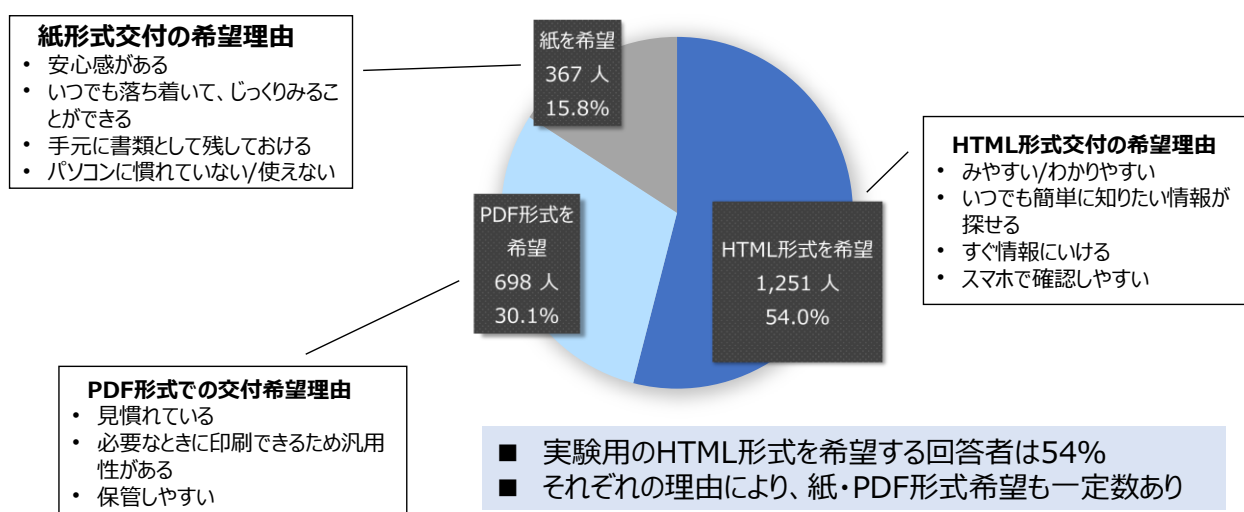
#### 1-4-4 デジタル技術を活用した顧客に対する情報提供の拡大

2022年12月9日、金融審議会市場制度ワーキング・グループ「顧客本位タスクフォース」の中間報告において、「契約締結前や契約締結時などの情報提供については、金融事業者において書面とデジタル手段を顧客本位の観点から自由に選択できるようにすることが考えられる。」「デジタル手段による提供に際しては、金融事業者のコスト削減を目的として単に現行の書面を電子化したものを交付するのではなく、閲覧する機器に最適化し、容易にアクセス可能な方法、かつ、顧客等による比較分析などの外部データを含む多様な活用・連携が可能な方法で行われるようにすべきである。」との方向性が示されている。

スマートフォンやタブレット端末が普及した現代において、上記中間報告で示された方向性を実現する方法の一つとして、HTML形式の採用が考えられる。

投資信託に係る目論見書の電子交付にHTML形式を採用することについては、金融庁の「FinTech実証実験ハブ」の支援案件として、販売会社1社及び資産運用会社4社による実験が行われ、2022年6月28日に結果が公表された。この案件の中で、2020年10月～11月にアンケート調査を行ったところ、約84%の利用者が電子ファイルでの交付目論見書を希望しており、また、54%がHTML形式の電子ファイルを希望するという結果となった。HTML形式の採用は、スマートフォン等の画面上で閲覧する場合の視認性の向上、月次報告書や運用報告書等の他の開示資料への遷移による最新データへのアクセス向上等、他の形式と比べて、顧客にとっての利便性が高く評価されているようである。

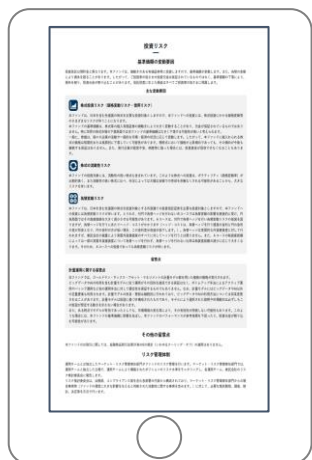
【図1-47】 今後希望する目論見書の形式とその理由について<sup>61</sup>



<sup>61</sup> FinTech 実証実験ハブ第7号案件「目論見書の高度化（HTML化）に関する実証実験」結果報告書より抜粋。

【図 1-48】 交付目論見書の HTML 化<sup>62</sup>

(A) PDF版の交付目論見書



(B) HTML版の交付目論見書



また、資産運用会社にとっては、HTML 形式の採用を進めることで、交付目論見書や販売用資料、月次レポートなどの各種資料を横断してデータを流用することによる生産性向上、印刷会社との調整コストの低減等が期待できる。また、販売会社にとってもデータ利活用による重要情報シートの利便性向上などに繋がるのが期待できる。

一方で、HTML 形式の採用を希望する資産運用会社の顧客利便性向上に向けたモチベーションを阻害することがないよう、業界全体で効率性を重視した取組みの推進方法を検討する必要がある。具体的には、例えば、以下の事項について、投資信託に関わる自主規制団体やその販売に関わる業界団体による検討が期待される。

- 資産運用業界共通の情報掲載ポータルの利用や運営ガイドラインの策定
- 顧客への目論見書交付の確認方法
- 交付目論見書の 5 年間の保管方法につき、実態及び実務に即した柔軟な対応を可能とするための環境整備
- 目論見書に関する協会規則の見直し等、紙媒体の利用を希望する顧客に対するウェブページ印刷の柔軟な利用の促進

これらの課題は、資産運用会社、販売会社単位で解決を図れるものではなく、話し合いの場が必要である。資産運用会社には交付目論見書の作成義務があり、販売会社においては交付義務があることから、それぞれの立場を明確にした上で、投資信託に関わる自主規制団体やその販売に関わる業界団体等が連携・協力して検討を行い、HTML 形式の採用を希望する社が、安心して取組みを進められる環境を整備することが期待される。

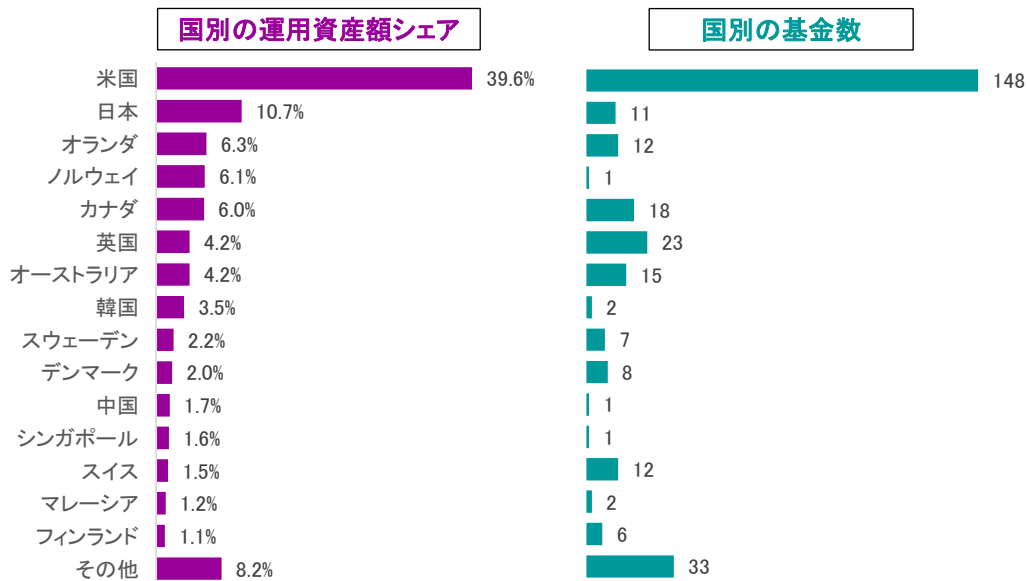
<sup>62</sup> 実験結果報告書より抜粋。



## 2 アセットオーナーの運用高度化に向けた課題

年金基金等、アセットオーナーの行動は、資産運用業界の商品組成やスチュワードシップ活動に大きな影響を与えている。Thinking Ahead Institute によると、2021 年 12 月末時点の運用資産額で世界上位 300 位内の年金基金のうち、わが国の年金基金のシェアは、米国の次に大きく、その動向は世界的にも注目されている。ただし、世界上位 300 位内に入るわが国の年金基金 11 基金のうち、10 基金は公的年金基金である。

【図 2-1】 世界の運用資産額上位 300 位内の年金基金<sup>63</sup>



一方、企業年金については、規模が小さい先も多く、運用に携わる職員の専門性や人員が不足し、運用商品の選別や必要なリスク管理が適切に行われていないところもあるのではないかと指摘する声がある。今般、国会に提出された金融商品取引法等改正案において、金融事業者のみならず、企業年金等関係者に対しても、顧客等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ことを求めることとしている。

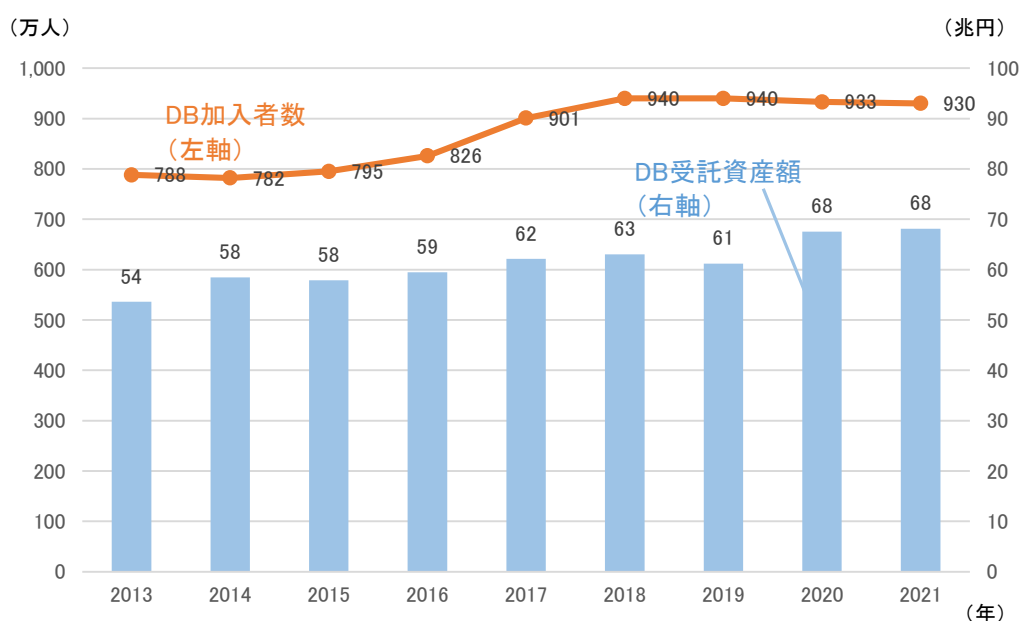
確定給付企業年金（DB）は、将来の給付が確定しているという点で、企業の従業員にとって、老後の生活設計上のメリットがある制度であり、従業員の企業へのエンゲージメントを高め、生産性を向上する上でも、重要な役割を果たしてきた。一部で、労働市場の流動化や制度維持負担から DC へ移行する企業もあるが、2022 年 3 月末現在、DB の加入者は 930 万人、残高は 68.1 兆円となっており<sup>64</sup>、加入者 782 万人、残高 17.8 兆円の企業型 DC と比べると、引き続き規模は大きい。また、わが国においては、労働市場が欧米ほどには流動的ではなく、金融リテラシーにもバラツキがある中で、運用の責任を従業員が負担する DC への移行を躊躇する企業もあるという。こうした中、DB はわが国の企業従業員の老後の生活財源として今後も重要な役割を果たしていくと考えられ、その

<sup>63</sup> Thinking Ahead Institute, "Global top 300 pension funds September 2022"のデータを基に金融庁作成。

<sup>64</sup> 信託協会・生命保険協会・全共連「企業年金（確定給付型）の受託概況（令和 4 年 3 月末現在）」。

運用について、改めて足元の状況や課題を整理した<sup>65</sup>。

【図 2-2】 DB 加入者と受託資産残高推移<sup>66</sup>



## 2-1 わが国の確定給付企業年金の運用の特徴

わが国の DB の運用については、以下のような特徴がある。

- ① 国内の低金利環境の長期継続や生命保険会社の一般勘定の保証利率低下等に対応して、予定利率（財政計算上の予定利回り）を低下させていること
- ② 加入者・受給者の人員構成の変化により成熟度が高まり、掛金収入よりも給付が増え、流動性を確保した運用が求められるようになってきていること
- ③ 過去の掛金引上げや運用益<sup>67</sup>の確保等により、多くの企業年金では、積立が超過した健全な状態（責任準備金<sup>68</sup>に対する総資産の比率が 100%超）にあること
- ④ 運用人材の供給が少ないこともあり、インハウス運用が限定的で、運用を信託銀行や生命保険会社、投資顧問業者等に委託することが一般的であること

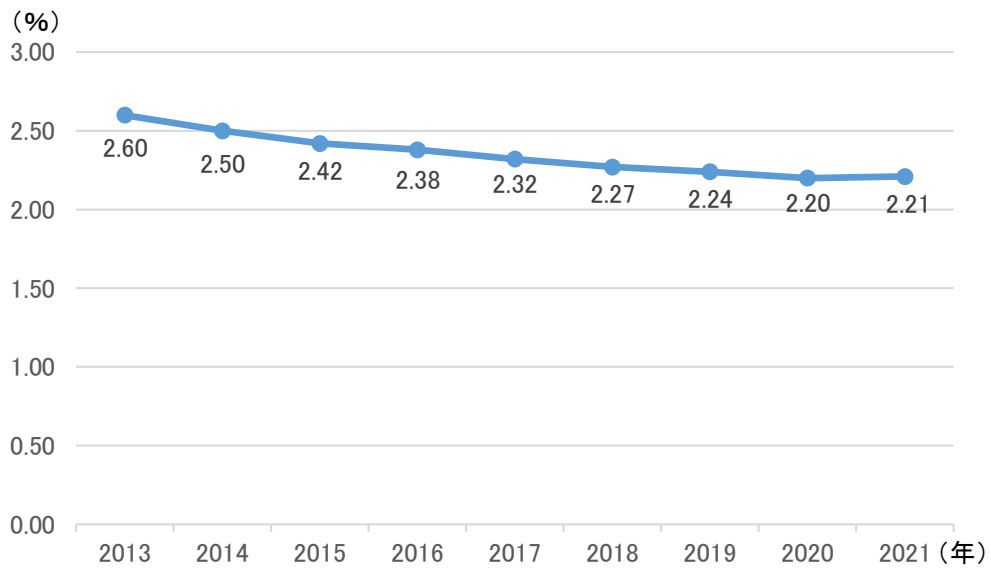
<sup>65</sup> ここでは、原則、確定給付企業年金を指して「DB」という。DBには、企業等が厚生労働大臣の認可を受けて法人（企業年金基金）を設立する「基金型」と、労使合意の年金規約を企業等が作成し、厚生労働大臣の承認を受けて実施する「規約型」がある。基金型は企業年金基金が、規約型は企業等が、年金資産を管理・運用して年金給付を行う。

<sup>66</sup> 企業年金連合会「企業年金に関する基本統計」「企業年金に関する基礎資料 令和4年度版」のデータを基に金融庁作成。

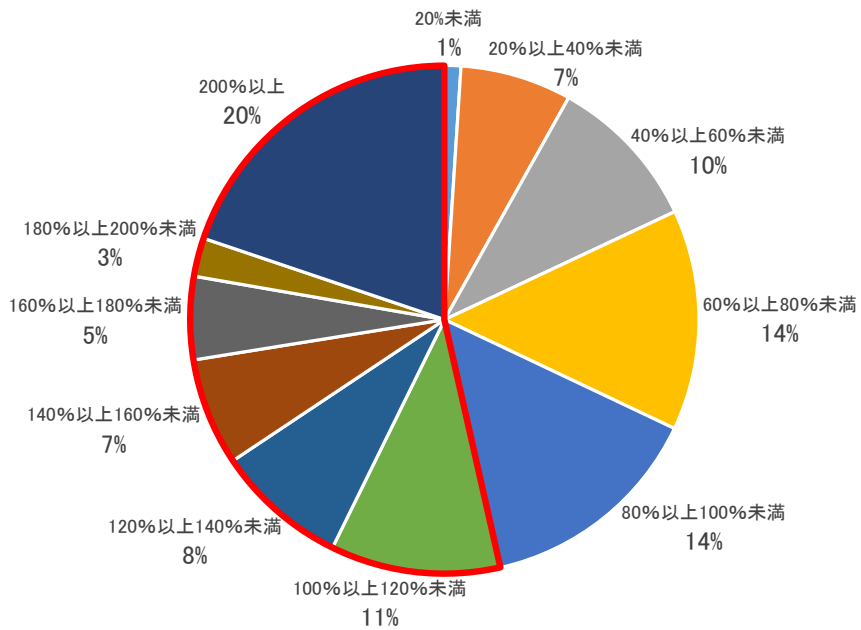
<sup>67</sup> 企業年金連合会「企業年金実態調査」（2021年度版）によると、確定給付企業年金の修正総合利回りの幾何平均は過去5年で3.89%、過去10年で5.01%。

<sup>68</sup> 責任準備金とは、将来の掛金収入として、標準掛金だけでなく特別掛金も含めて考えた場合に、将来給付のために現時点で保有しておかなければならない積立金。

【図 2 -3】 DB の予定利率の推移<sup>69</sup>



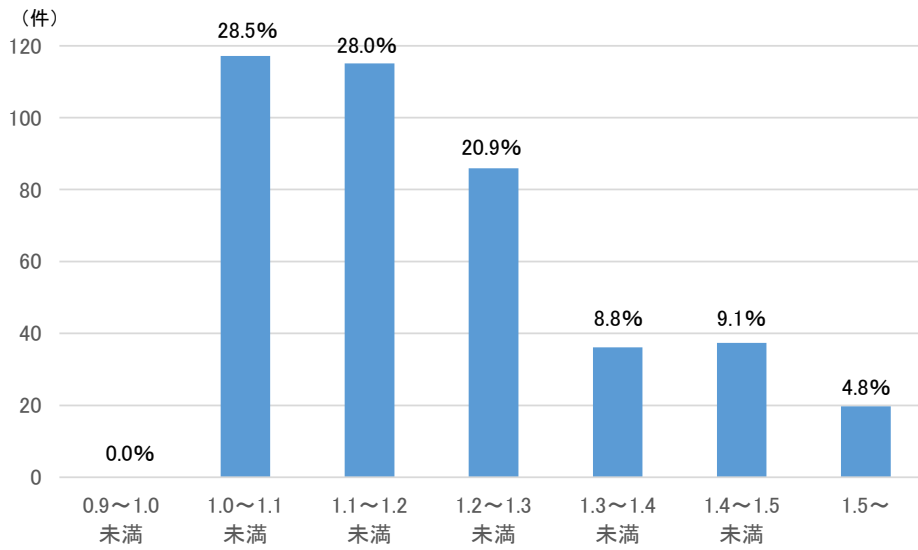
【図 2 -4】 DB の成熟度（給付費/掛金収入）<sup>70</sup>



<sup>69</sup> 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」（令和4年度版）のデータを基に金融庁作成。

<sup>70</sup> 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」（令和4年度版）のデータを基に金融庁作成。赤い囲みは給付金/掛金収入が100%以上。

【図 2-5】 DB の責任準備金に対する総資産の水準<sup>71</sup>



## 2-2 母体企業の意識

企業年金は、加入者の退職後の生活資金であり、定期的に ALM (Asset Liability Management) を実施し、制度の成熟度、掛金負担能力等に基づく最適な資産配分を決定し、長期目線の運用を行うことが望ましい。長期目線での運用は、資金効率が高く、掛金負担の最小化に繋がるといふ、企業にとってのメリットがある。

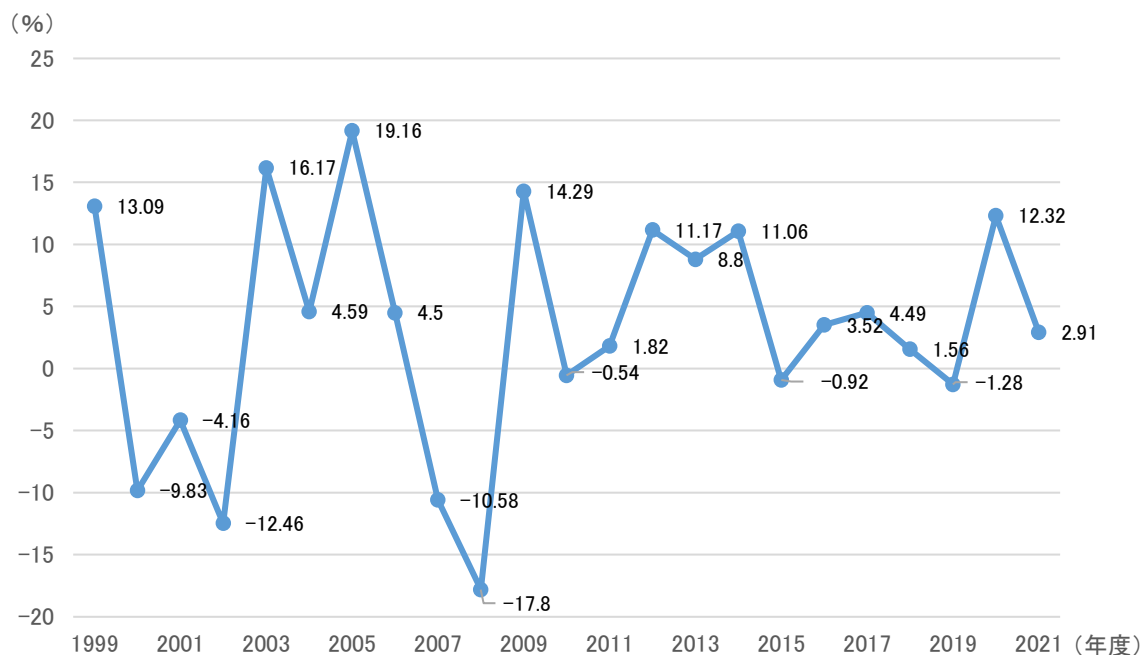
しかしながら、DB の運用では、長期目線で安定的に運用することよりも、掛金を固定的なコストと見做し、毎年の年金資産の時価変動の抑制を重視する傾向があるとされている。これには、以下のような要因が指摘されている。

- 2000 年の退職給付会計導入で将来給付の現在価値が退職給付債務として企業の財務諸表に計上されるようになったこと、また、国際会計基準の導入で、未認識数理差異の即時償却が求められるようになったことから、年金運用が母体企業の会計上のリスクと認識されている。
- バブル経済崩壊後の株式市場の低迷により、退職給付会計の導入以降、3年連続で利回りがマイナスとなった厚生年金基金が多く、代行部分の負担が顕在化して、代行返上・解散が進んだことや、2008 年の世界金融危機による運用損失の経験、2012 年の AIJ 投資顧問年金事件の影響等の悪材料が重なり、その間、掛金引上げや給付減額等の苦労もあったことから、年金運用に対するネガティブなイメージが拡大した。その後、アベノミクスで株式市場は上昇基調となり、DB は運用益を確保し、積立が超過した健全な状態となったが、当時のイメージを十分に払拭できていない。
- 制度上、財政決算の結果に基づく継続基準、非継続基準等の毎年の財政検証が義務付けられ

<sup>71</sup> 格付投資情報センター「年金情報」(2022.12.5 No.903) のデータを基に金融庁作成。総資産を責任準備金で割った値で、1.0 以上は繰越不足金のない状態。グラフ内の数値 (%) は全件数に対する割合。

ており、積立不足になった場合には追加の掛金拠出が求められ、企業の資金負担となる<sup>72</sup>。

【図 2-6】 DB の修正総合利回り<sup>73</sup>



こうしたことから、DB の運用担当者は、年金運用のパフォーマンスを 3～5 年周期で捉えていても、母体企業の役員である資産運用委員会のメンバーは、単年度のマイナス利回りに敏感であり、毎年度の着地に着目する傾向にあるようである。特に、アクティブ運用については、利回りが良い時期もあれば、悪い時期もあるため、長期目線で評価することが重要だが、1 年単位のパフォーマンスを評価して、委託先との契約を解消するケースもあるようである。

他方で、企業の中には、DB を制度として維持しながら、退職給付債務をオフバランス化し、長期目線で安定的に運用することができるよう、加入者と企業で運用のリスクを分担する、リスク分担型企業年金に移行するところも出てきている<sup>74</sup>。こうした企業年金では、企業は事前に掛金を厚めに積む必要があるが、運用成績が悪化しても、掛金の追加負担や企業財務上のリスクを負わない。また、加入者にとっては、運用のアップサイドの成果が還元されるため、より高い利回りが期待でき、物価上昇への対応等の観点からもメリットがある（ただし、運用悪化時の給付減額のリスクを加入者が分担することとなる）。

**企業財務や資金負担への短期的な影響に過度に捉われずに、長期目線で安定的な運用が可能となるよう、DB の運用についての母体企業の意識向上が必要である。**

<sup>72</sup> 継続基準は、企業年金が今後も継続するという観点から行う財政検証の一つで、責任準備金に見合う純資産額が保有できているかどうかを検証する。非継続基準は、財政検証時点において基金解散または制度終了したと仮定した場合に、加入員や受給者に対し保全すべき給付に必要な年金資産が確保されているかどうかを検証する。

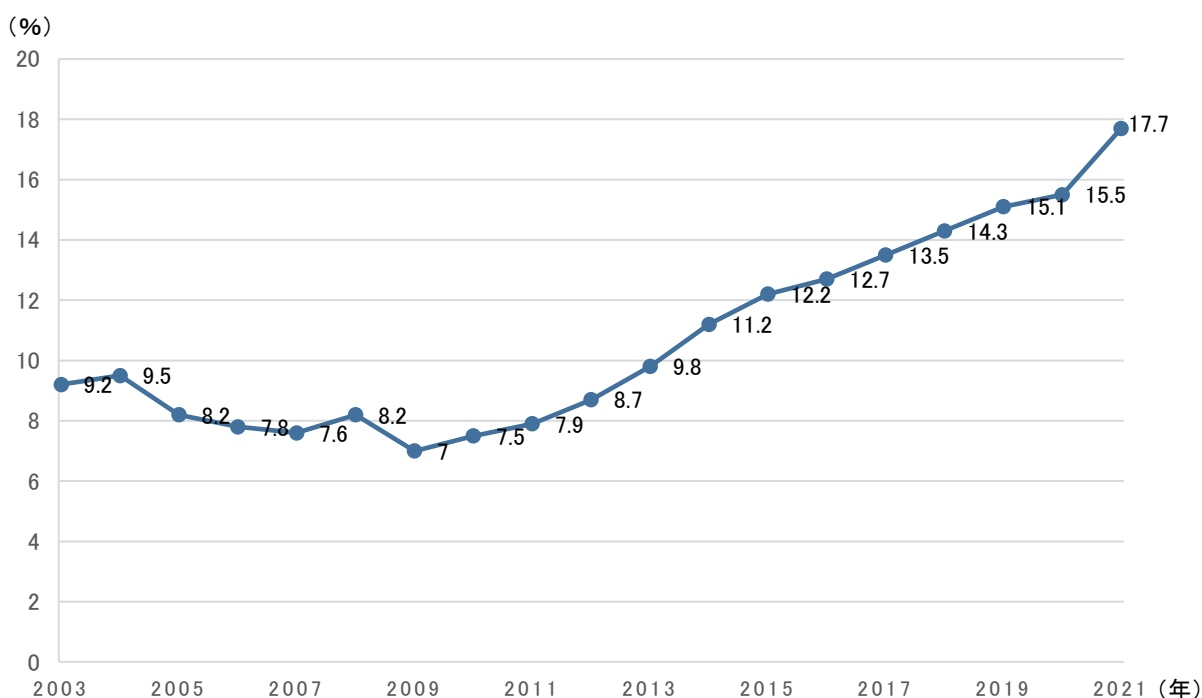
<sup>73</sup> 企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2021 年度概要版）」のデータを基に金融庁作成。厚生年金基金及び確定給付企業年金の集計値。

<sup>74</sup> 令和 4 年 7 月現在、21 の企業年金基金が厚生労働省の移行の承認を受けている。リスク分担型企業年金では、将来の運用リスクに備えて企業があらかじめ多めに掛金を拠出し、運用パフォーマンスが悪化して企業の負担分ではカバーできない場合には給付を減額する一方、運用パフォーマンスが良い場合には給付が増える可能性がある。将来のリスク分担について労使の合意が必要で、企業は運用の基本方針を策定する際に加入者の意見を十分に考慮することが求められる。

## 2-3 オルタナティブ投資拡大の留意点

アベノミクス以降、運用環境が良好だったこともあり、わが国には、積立が超過した健全な DB が多い。一方で、昨今の低金利環境下においては、債券投資のみで予定利回りを上回る運用リターンの達成は困難であり、より高い利回りが見込めるオルタナティブ投資（ヘッジファンド、不動産やインフラ、プライベート・エクイティ等）への投資意向が高くなっている。企業年金連合会の実態調査によると、2021 年度は、69.9%の企業年金がオルタナティブ投資を実施している。

【図 2-7】 DB のオルタナティブ投資の割合<sup>75</sup>



【図 2-8】 今後、DB が採用・増額予定の商品<sup>76</sup>

順位	回答項目	回答割合 (%)	21年調査比 (ポイント)
1	プライベート(不動産、インフラ含む)	26.6	8.7
2	ESG(環境、社会、企業統治)特化型戦略	25.2	▲ 12.1
3	インフラストラクチャー投資	24.5	6.6
4	プライベートエクイティ	18.2	5.5
5	海外不動産私募ファンド	14.0	3.6
6	マルチアセット	13.3	▲ 12.1
7	国内不動産私募ファンド	12.6	5.1
8	国内REIT(私募含む)	11.9	0.0
9	バンクローン、CLO(ローン担保証券)	7.7	4.0
10	マルチストラテジー	5.6	▲ 3.4
10	ファンド・オブ・ヘッジファンズ	5.6	2.6

<sup>75</sup> 企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2021年度概要版）」のデータを基に金融庁作成。

<sup>76</sup> 格付投資情報センター「年金情報」（2022.12.5 No.903）のデータ（集計対象数は143）を基に金融庁作成。

また、オルタナティブ投資には、時価がなく、評価額を採用するため、リアルタイムでの企業財務への影響が少ないことも拡大の背景にあると考えられるが、流動性リスクを取りつつ評価損が突然に顕在化するという点には留意する必要がある。また、プライベート・エクイティ等の流動性の低いオルタナティブ投資については、以下のような課題も指摘されている。

- 欧米と比べて、わが国では、オルタナティブ投資の市場が未成熟であり、投資先の大半は海外資産となることから、委託先管理が難しい。
- クローズドエンド型ファンドの場合、ファンドの募集時期や解約可能時期の分散を図る必要がある。解約可能な場合であっても、四半期に1回、5%ずつしか解約出来ない場合もある等、様々なものがあるため、流動性の課題を理解する必要がある。
- 個別性が高く、情報開示が少ないため、株式、債券と比べると、定量的にリスクを捕捉することが難しい。伝統的資産のファンドと比較して、パフォーマンスの格差が大きい傾向にあり、投資先の選定には様々な角度からの定性面での評価が必要となる。
- 投資開始後、ファンドの要請を受けたタイミングで資金を払い込むことが必要な場合には、要請時の資金準備の対応や待機期間中の運用効率の低下が生じることから、その点も考慮して、期待パフォーマンスを算出する必要がある。

伝統的資産のみではリスク分散を図ることが難しくなっており、オルタナティブ投資の拡大は世界的な流れである。今後も国内債券や一般勘定の利回りが年金基金の予定利率を下回る状況が長期化した場合、わが国のDBはオルタナティブ投資を一層拡大していくことになるが、企業は実質的な期待パフォーマンスやリスクについても理解を深める必要がある。また、大手の企業年金基金においては、運用コンサルティング会社を活用している割合が高い<sup>77</sup>が、オルタナティブ投資の運用委託先、投資商品の選定に運用コンサルティング会社を活用する場合であっても、最終的な判断の責任は、企業や年金基金側にある点を認識することが重要である。加えて、オルタナティブ投資の小口化によるリスク分散や今後の裾野拡大の観点からは、資産運用業界が、適切な評価・リスク管理態勢を整備した上で、国内スタートアップへの投資拡大やオルタナティブ資産を組み入れた投資信託商品の開発に取り組んでいくことも必要になるだろう。

---

## 2-4 職員の専門性・人員不足への対応

金融市場の複雑性が増すとともに、変化のスピードも高まっており、金融資産のリスク・リターンについて、過去の実績から将来の予測を行うことが一層難しくなっている。DBの運用については、目標利回りの高低に関わらず、外部環境の変化に迅速かつ適切に対応することが重要である。

わが国では、多くの企業において、本業と資産運用に親和性がなく、組織内の人事ローテーションで、DBの運用担当に資産運用の経験がある人材を配置することが難しい。結果、人事部や財務部の出身者等で資産運用の経験のない人材がDBの運用担当者になる。企業年金基金においては給

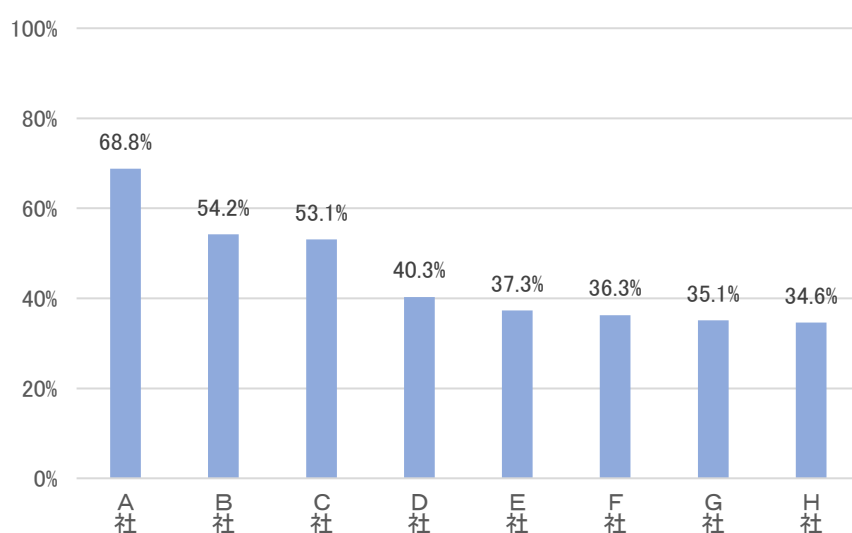
---

<sup>77</sup> 500億円以上の企業年金基金の6割超が運用コンサルティング会社を利用。

付事務も行う必要があり、規約型では他の業務と兼務する場合もある等、DB の運用に十分な時間を割くことができないことが多い。担当する職員は、1～2名程度と、その責任の重要性と比べて少なく、定期的な人事異動があり、ノウハウが蓄積されない。また、常務理事のポストは、人事上の処遇のために使われているとの指摘もある。成果報酬等の個人へのインセンティブ付けもないため、損失を出した際の非難をおそれ、担当者によっては、過度にリスク回避的になるともいう。こうしたことから、資産運用会社の選別やモニタリングにより、運用の高度化を図る余力やモチベーションは低く、総幹事会社頼みとなる傾向がある<sup>78</sup>。

このような状況について、海外の資産運用会社からは、「企業は従業員の最善の利益を図っていないのではないか」、「社内に専門家がいけない状況では、市場環境に合わせた機動的な対応を図ることが難しいのではないか」との指摘もある。

【図 2-9】 DB の運用資産額に占める総幹事会社グループへの委託割合（例）<sup>79</sup>



市場環境が複雑になる中でのリスク管理の高度化や DB の閉鎖に伴う人手不足に対応するため、米国や英国では、年金基金が、ポートフォリオ選定の判断も含めて資産運用を外部機関に委託する、OCIO（アウトソース CIO）の活用が普及・拡大している。OCIO の顧客獲得に向けて、資産運用会社や年金の運用コンサルティングを行う投資顧問会社が、それぞれの強みを活かして顧客獲得にしのぎを削っている<sup>80</sup>。

現状、わが国の DB の約 3 割が運用コンサルティング会社を活用している（資産残高 500 億円以上の DB の場合は 6 割超）<sup>81</sup>が、最終的な判断の責任は企業や基金側にあり、意思決定には時間を要する。ポートフォリオの入れ替え等の判断も含めた運用そのもののアウトソースにより、市場環境

<sup>78</sup> 投資顧問業協会の 2022 年のアンケート調査「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第 9 回）の結果について」によると、「運用機関として、顧客側からモニタリングを受けている」と回答した社は、全体の 51%であった。

<sup>79</sup> 各社提供データを基に金融庁作成。

<sup>80</sup> Mercer, “2021 Outsourced Chief Investment Officer Survey”。

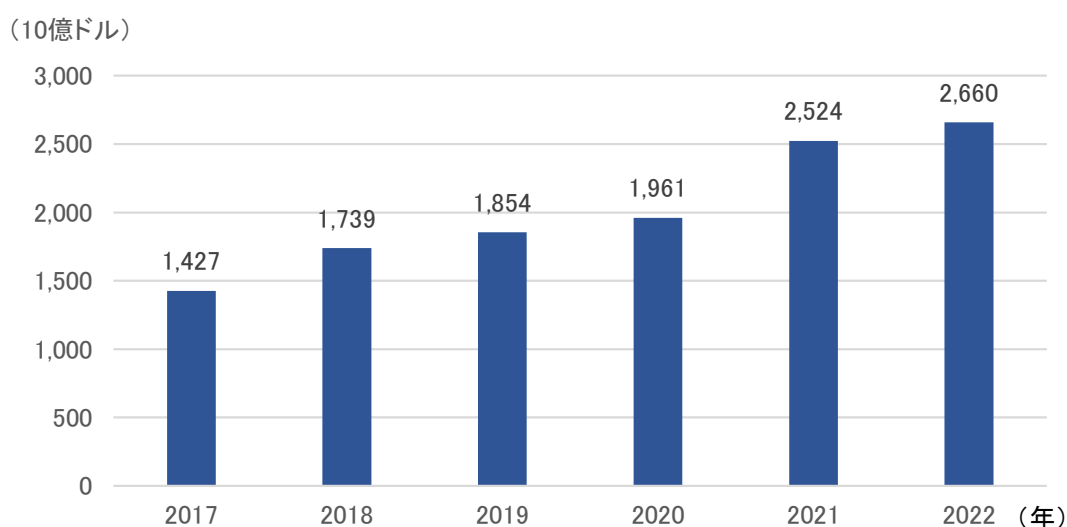
<sup>81</sup> 企業年金連合会「企業年金実態調査（2021 年度概要版）」を基に金融庁作成。



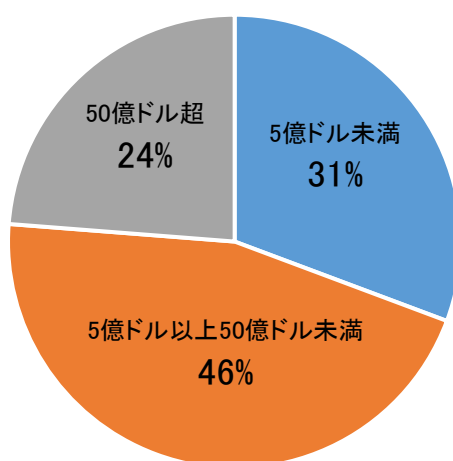
に合わせた、より迅速な意思決定等、機動的な対応が期待できる面はあるが、他方で、利益相反防止措置の確保等、OCIO の監視が必要、との声もある。

金融危機などの有事にあっては、運用内容次第で、DB の責任者が自身の判断で、現場と連携し、早急に対応しなければならないこともある。損切ルールを実施した後、投資再開の意思決定が遅れ、重要な投資機会を失うこともある。**DB 運用の責任の重要性を踏まえれば、規模や運用内容に応じて、有事に機動的な判断と対応ができる体制が必要である。**

【図 2 -10】 世界の年金市場での OCIO 受託資産額の推移<sup>82</sup>



【図 2 -11】 海外の OCIO を利用する年金基金の規模<sup>83</sup>



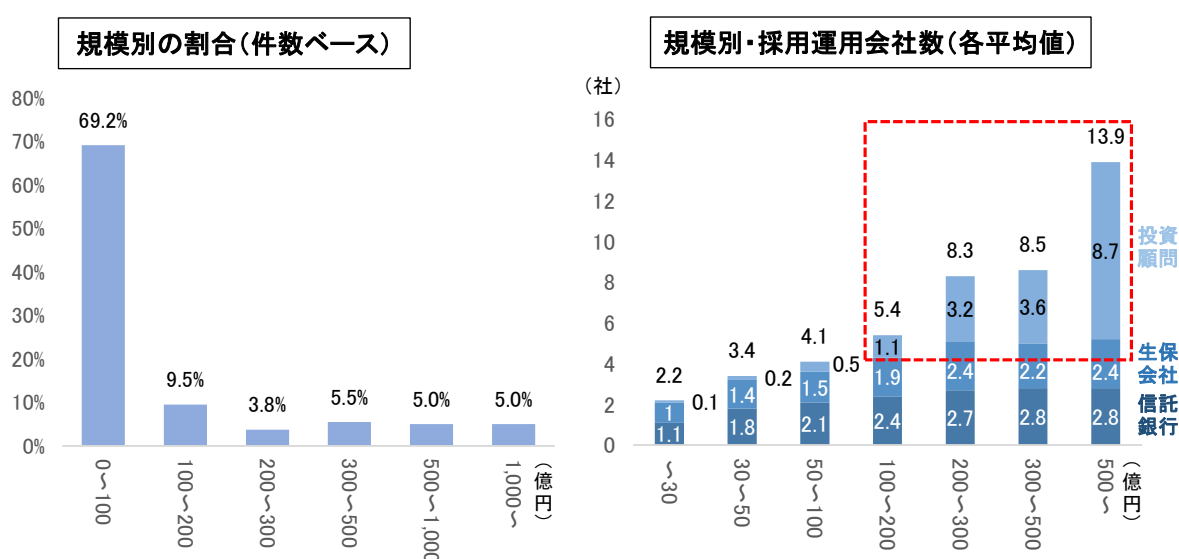
<sup>82</sup> Pension and Investments の各年 3 月末データを基に金融庁作成。

<sup>83</sup> Mercer, “2021 Outsourced Chief Investment Officer Survey”のデータを基に金融庁作成。

## 2-5 小規模企業年金への対応

わが国の年金市場の特徴の一つは、世界で最も規模の大きい公的基金があるのに対して、2022年3月末現在、全部で12,108件ものDBが存在し、その多くは、総資産100億円未満であるというように、規模面で二極化していることである。また、最低投資金額の問題やコスト、効率性の問題もあり、個別資産ごとに複数の資産運用会社を採用するのは、数百億円規模以上のDBが中心である。DB全体の市場規模は大きいですが、中小規模のDBが多いことも、海外からの参入意欲が低い要因として指摘されている。

【図2-12】 わが国のDBの規模別割合、採用運用会社数<sup>84</sup>



規模上位の年金基金は非常に大きいゆえに、ハイリスクなニッチ市場への投資はマーケット・インパクトが大きくなり簡単には行えず、流動性の比較的高い市場においてもパッシブ運用が主流となりがちである。一方、規模の小さいDBにおいては、知識や専門性がなくても特徴を理解できる単純な商品を選択する傾向があり、高度な運用の機会を活用できていない。運用の効率性向上の観点からは、規模の利益を追求することも必要になる。例えば、中小規模のDBにおいては、**複数企業が集まって事務や運用を集約して行う総合型の企業年金基金や、企業年金連合会の共同運用事業等の活用を検討することも選択肢として考えられるだろう。**

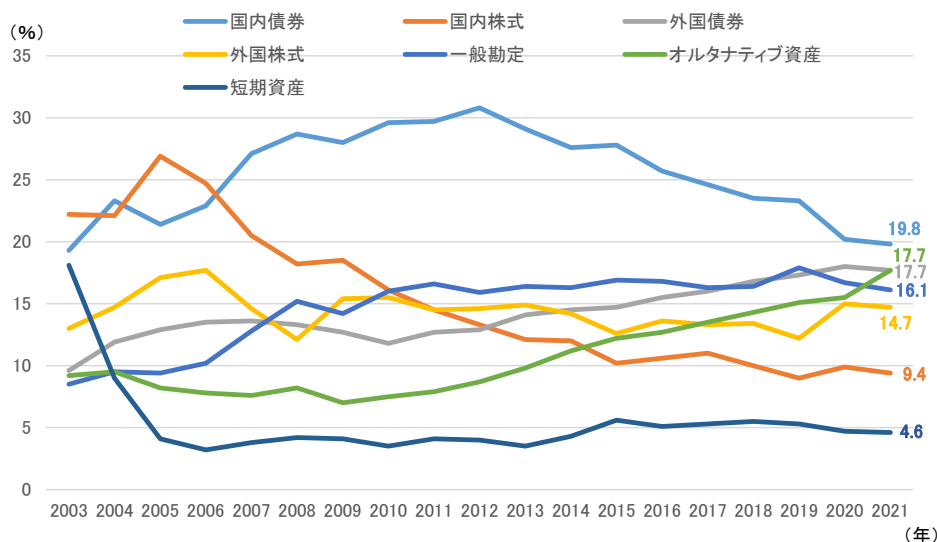
## 2-6 大手年金基金等のリーダーシップ発揮

12,108件のDBのうち、2023年1月末時点で、スチュワードシップ・コードに署名している先は、59基金であり、全体の1%未満(0.49%)に留まっている。

<sup>84</sup> 企業年金連合会「企業年金実態調査結果(2021年度概要版)」の資産運用実態調査の資産規模回答先数(基金型700件、規約型1,027件)のデータを基に金融庁作成。

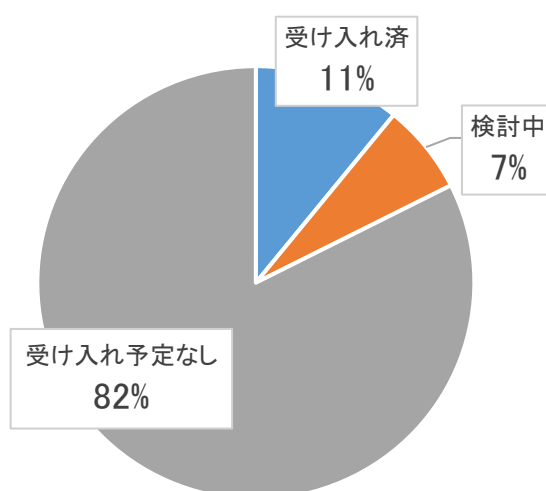
また、過去のパフォーマンス実績の相違等もあり、近年では DB の資産構成に占める国内株式の割合は 9.4% まで低下し、外国株式の割合よりも低い状況が続いている。

【図 2-13】 わが国の DB の資産構成割合の推移<sup>85</sup>



アセットマネジメント One が 2022 年 7 月から 8 月にかけて実施した「ESG 投資に関するアンケート」の集計結果によると、調査対象となった企業年金基金等の 82% が、スチュワードシップ・コードへの対応について「受け入れ予定なし」との回答を選択している。

【図 2-14】 スチュワードシップ・コードの受入れ状況<sup>86</sup>

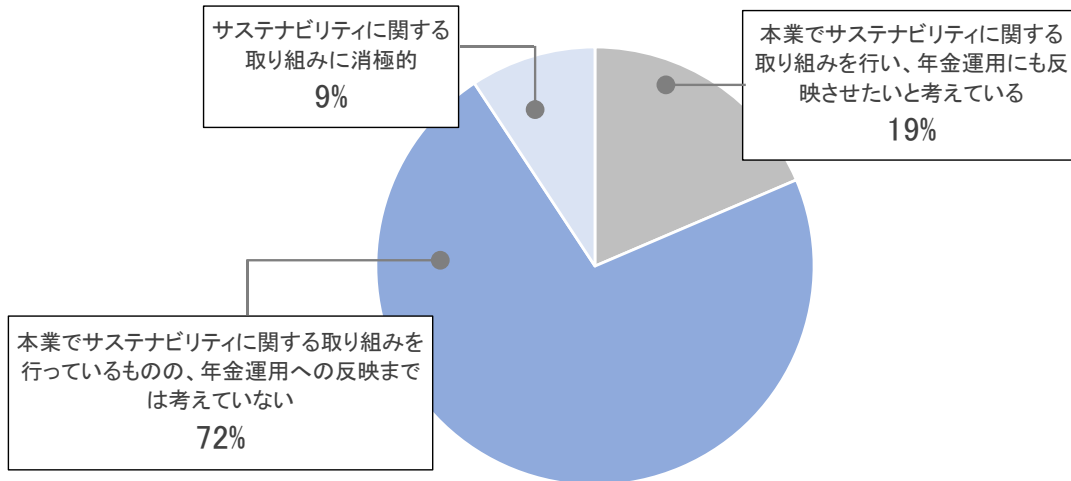


続いて、ESG 投資については、「本業でサステナビリティに関する取り組みを行っているものの、年金運用への反映までは考えていない」との回答を選択した割合が 72% と高い結果となっている。

<sup>85</sup> 企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2021 年度概要版）」のデータを基に金融庁作成。

<sup>86</sup> アセットマネジメント One が 2022 年 7 月～8 月に実施したアンケート調査結果を基に金融庁作成。調査対象は企業年金、事業法人、その他法人（学校法人、社団法人など）で回答数は 239。

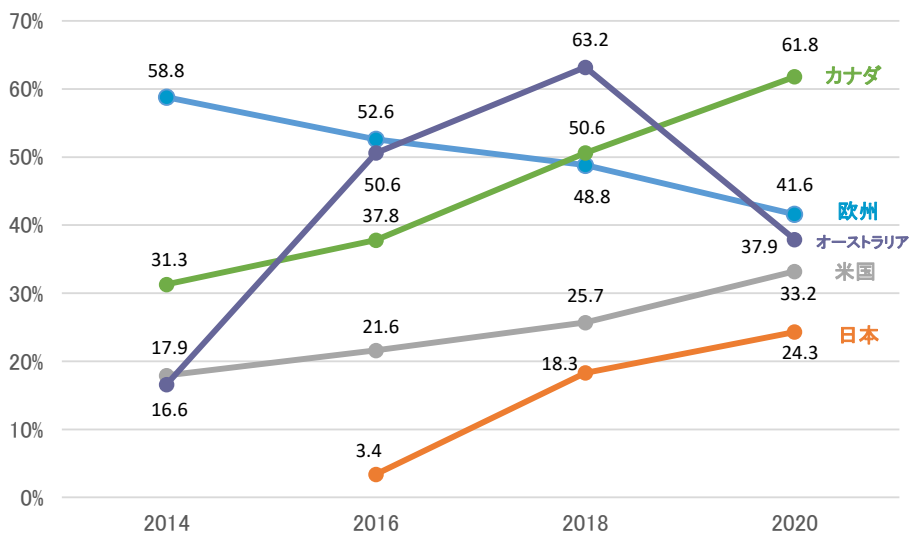
【図 2-15】 ESG 投資の検討状況<sup>87</sup>



DB の運用担当者が、「ESG 投資のパフォーマンスについて確立した評価がなく、受託者責任を全うできないおそれがある」として、ESG 投資を躊躇する場合も多いようである。一方、一部の年金基金や海外の資産運用会社からは、「長期的にリターンを追求しようと思うと、ESG を考慮せざるを得ない」との声もある。運用が短期目線なのか、長期目線なのかといった時間軸の相違も DB の運用担当者の ESG 考慮に対するスタンスの違いに繋がっている可能性がある。

一方、DB の運用を受託している資産運用会社の間では、ESG 投資は拡大している。GSIA の統計によると、わが国の運用受託資産に占めるサステナブル投資の割合は、2016 年以降、急上昇している。これは、2015 年に GPIF が責任投資原則 (PRI) に署名し、2017 年から国内株式運用の一環として ESG 指数に基づくパッシブ運用を開始したことの影響によるものと考えられ、大手年金基金の先進的な取り組みが、資産運用業の高度化に繋がった事例である。

【図 2-16】 世界各地域の運用資産におけるサステナブル投資の割合<sup>88</sup>



<sup>87</sup> 前述のアセットマネジメント One のアンケート調査結果を基に金融庁作成。

<sup>88</sup> Global Sustainable investment Alliance, "Global Sustainable investment review 2020"のデータを基に金融庁作成。欧州及びオーストラリアでは、2018 年にサステナブル投資の定義が変更されており、その影響が出ている点に留意する必要がある。

ESG 投資に限らず、規模の大きいアセットオーナーの動向は資産運用業界に大きな影響を与える。わが国のアセットオーナーが世界各国のアセットオーナーとの対話の機会を持ち、最先端の運用動向について情報収集を怠らないことも年金運用の高度化及びわが国の資産運用業の高度化の観点から重要である。現状、わが国では、年金基金向けの国際的なセミナーに参加する年金基金は限定的であるとの指摘もある。例えば、**公的年金基金や規模の大きい企業年金等がそうした場に積極的に参加し、海外の年金基金や資産運用会社とのネットワーク強化を図り、そこで得た知見をわが国の様々な企業年金と共有するような場があれば、業界全体の底上げが期待できるだろう。**

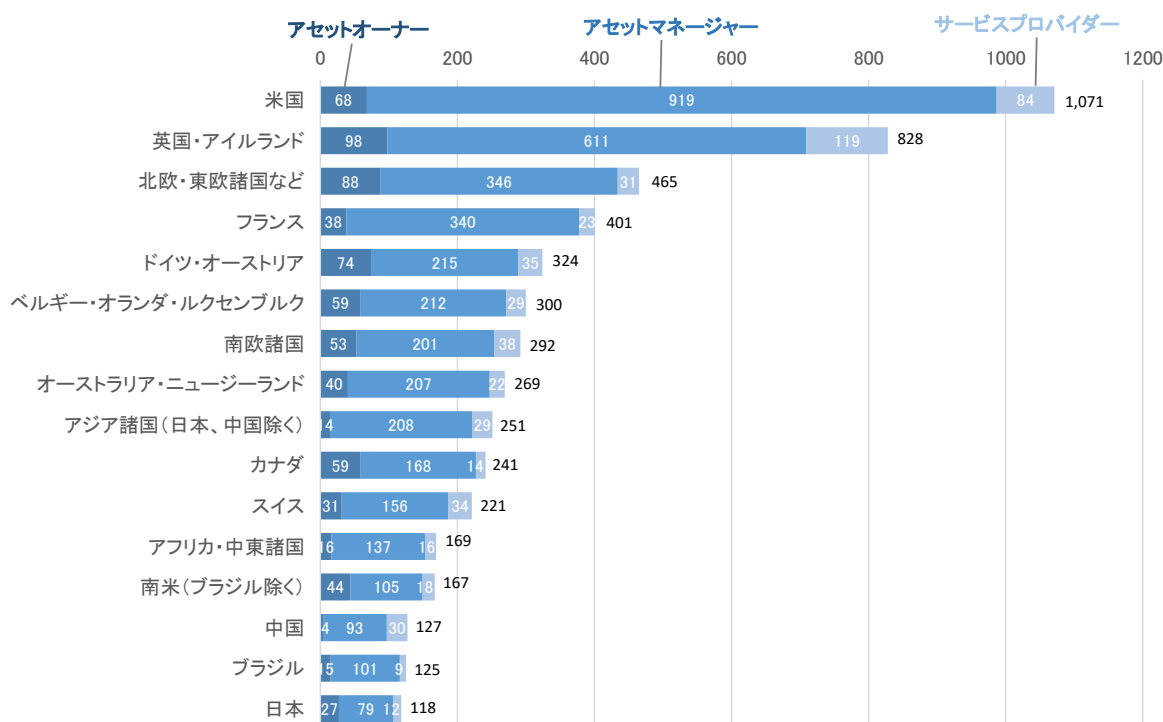
## (参考) PRI 署名について

DB の運用における ESG 考慮を推進する上では、例えば、責任投資原則 (PRI) <sup>89</sup> に署名し、主要なグローバル・ネットワークの一員となって、最新の情報を入手し、PRI から定期的な評価を受けることも有益である。

他方で、PRI 署名については、加入料の高さや英語によるレポート提出負担、評価を受けることのプレッシャーやレピュテーションリスク等から、消極的な基金も多い。

2023 年 1 月時点の PRI の署名リストを見ると、5,369 の署名機関のうち、資産運用会社等のアセットマネージャーの署名が 4,098 機関、生命保険会社や財団、年金基金等のアセットオーナーの署名は 728 機関となっており、アセットオーナーの署名は今後拡大の余地がある。現状、米国や英国で PRI に署名しているアセットオーナーのうち、年金基金については、自治体職員の年金基金等、公的セクターの割合が高いようである。

【図 2-17】 各国の PRI 署名数<sup>90</sup>



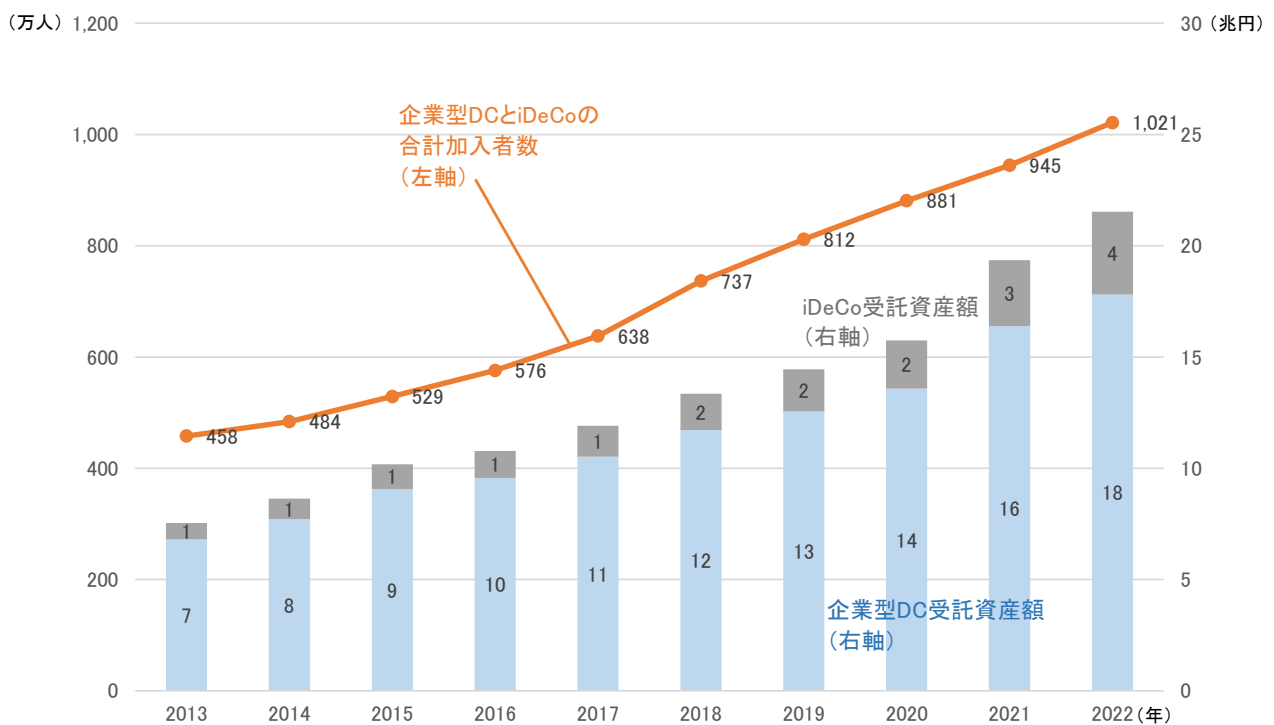
<sup>89</sup> PRI (Principles for Responsible Investment) は、機関投資家が投資の意思決定プロセスや株主行動において、ESG 課題を考慮することを求めた 6 つの投資原則とその前文から成るもので、2006 年に国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) と国連グローバル・コンパクト (UNGC) が策定。署名機関は専用のウェブサイトでは様々な研究やキャンペーン、協働エンゲージメントなどの情報を利用することができ、より効果的、効率的な投資判断や行動ができるが、ESG 課題への取組みについて報告書を原則毎年提出する義務があり、PRI による評価が一定基準を満たさないと除名の対象となる。

<sup>90</sup> PRI 公表データを基に金融庁作成。

### 3 確定拠出年金（DC）を活用した資産形成の課題

確定給付企業年金（DB）の制度維持負担や労働市場の流動化を背景に、確定拠出年金（DC）への移行を検討する企業や DB と企業型 DC を併用する企業が増え、2022 年 3 月末時点の企業型 DC の加入者は 782 万人、残高は 17.8 兆円に達している。また、個人型 DC（iDeCo）の加入者も増加しており、同時点で 239 万人が加入し、3.7 兆円の残高がある。

【図 3-1】 企業型 DC・iDeCo の加入者数と受託資産額推移<sup>91</sup>



米国においては、1978 年の確定拠出型企業年金制度である 401(k)プランの導入を契機に貯蓄から資産形成への流れが急速に進んだと言われている。Investment Company Institute の 2022 年のデータによると、米国においては、個人年金制度である IRA（Individual Retirement Account）と職域型 DC を通じて保有されるミューチュアル・ファンドの残高が、家計が保有するミューチュアル・ファンドの残高の 58%を占めており、全体で 12 兆ドル（約 1600 兆円）にも上る。

わが国では、DC 制度の開始が 2001 年と米国に比べて歴史が浅く、また、企業型 DC の拠出額上限が米国と比べて低いこともあり、企業型 DC を通じた投資信託の保有額は 10.3 兆円と、ETF を除く公募投資信託全体の約 10%程度である<sup>92</sup>。今後、この規模は拡大の余地があるものの、企業型 DC を活用した個人の資産形成を促進する上では、以下のような課題がある。

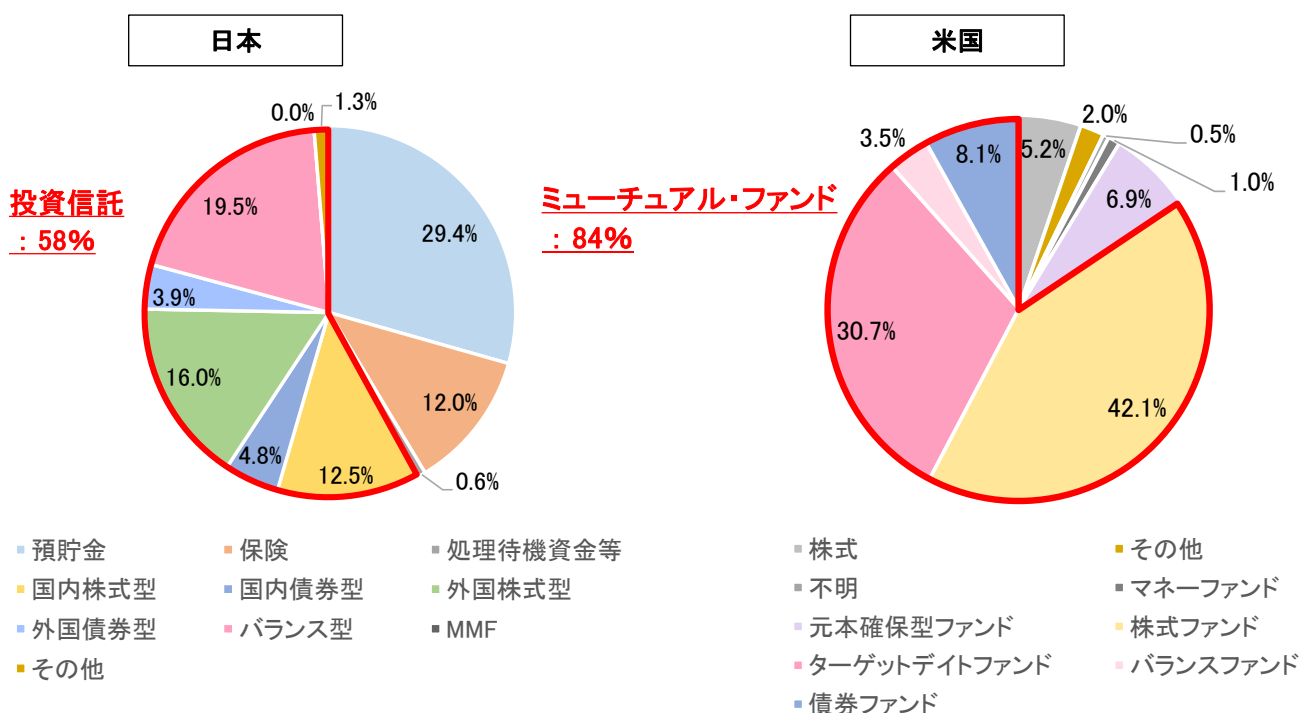
<sup>91</sup> 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2022 年 3 月末）」のデータを基に金融庁作成。

<sup>92</sup> 米国の 401(k)では、2022 年現在、年間で 20,500 ドル（約 270 万円）の拠出上限額が設定されているが、この額は物価に連動して毎年変動する。これに対し、わが国の企業型 DC の年間上限拠出額は 66 万円である。

### 3-1 加入者の投資機会の活用促進

運営管理機関連絡協議会の調査によると、企業型 DC 加入者の運用資産に占める投資信託の割合は、近年大幅に上昇しており、2022 年 3 月末時点の残高ベースで 58%となった。この割合は、2010 年 3 月末時点において 40%弱だったことから、20%近く増加したことになる。一方、米国 401(k) プランの運用資産に占めるミューチュアル・ファンドの割合は 84.4%であり、わが国の企業型 DC では、元本確保型商品の割合が依然高い状況にある。また、株式を含む投資信託の割合は、わが国の企業型 DC では 48%だが、米国の 401(k)プランでは 76%である。

【図 3-2】 日米の企業型確定拠出年金の保有商品構成比較<sup>93</sup>

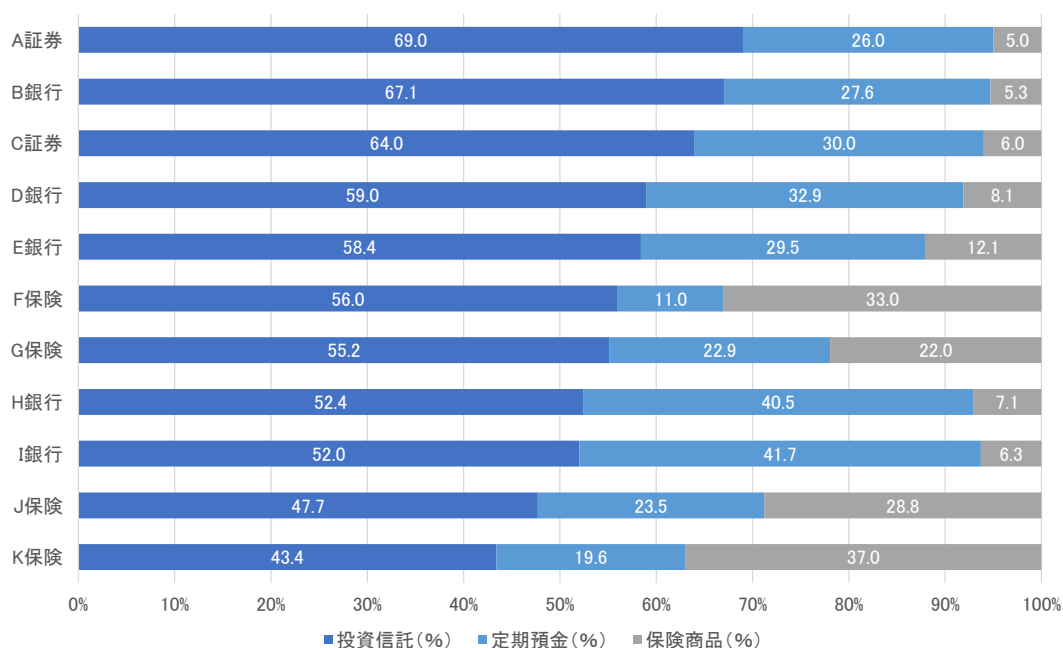


運営管理機関ごとの加入者の運用商品のバラつきも大きい。運営管理機関の取扱残高で上位 11 社（以下、「大手運営管理機関」という。）の加入者の運用商品の実態を調査したところ、一部の運営管理機関を採用する企業では、加入者の運用資産残高に占める定期預金や保険といった元本確保型商品の割合が高くなっている。こうした企業の加入者は、企業型 DC 制度の税優遇のメリットや資産形成の機会を十分に活用することが出来ていない可能性がある。

<sup>93</sup> 日本については、運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2022 年 3 月末）」のデータを基に金融庁作成。米国については、EBRI/ICI, "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2019"のデータを基に金融庁作成。



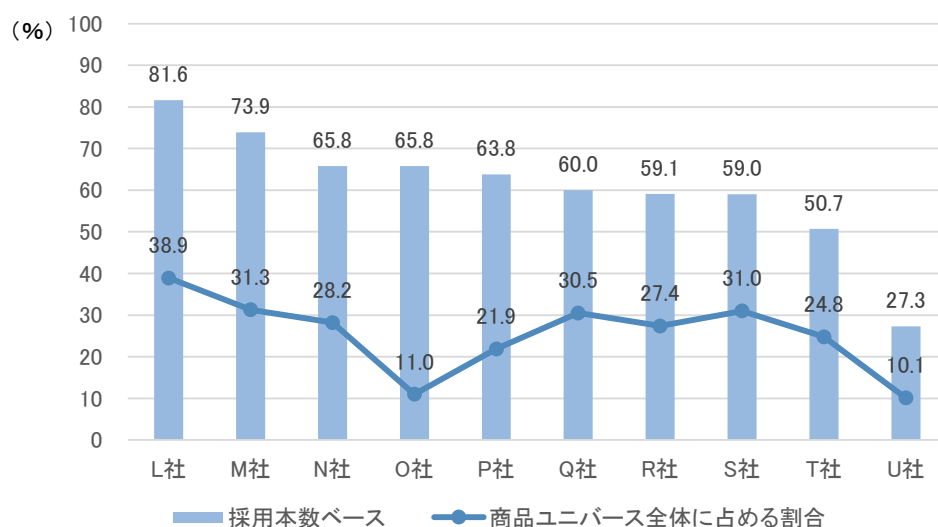
【図3-3】 運営管理機関別の加入者の運用商品の構成（残高ベース）<sup>94</sup>



企業型 DC で企業が実際に採用している投資信託についても実態を調査した。大手運営管理機関 11 社が取り扱っている投資信託（商品ユニバース）に占める系列の資産運用会社が提供する投資信託の割合は、1 割～4 割弱だが、実際に企業に採用され、加入者が選択することのできる投資信託の本数に占める割合を見ると、6 割～7 割の間が多い。

こうした結果については、「企業が運営管理機関に支払う報酬が少ないため、運営管理機関は信託報酬からの取り分でまかなわざるを得ない」との指摘もあるが、企業は、運営管理機関に関係なく、加入者にとって最良の商品を提供できるよう、運営管理機関に働きかけるべきである<sup>95</sup>。

【図3-4】 運営管理機関別の系列資産運用会社の投資信託の割合（本数ベース）<sup>96</sup>



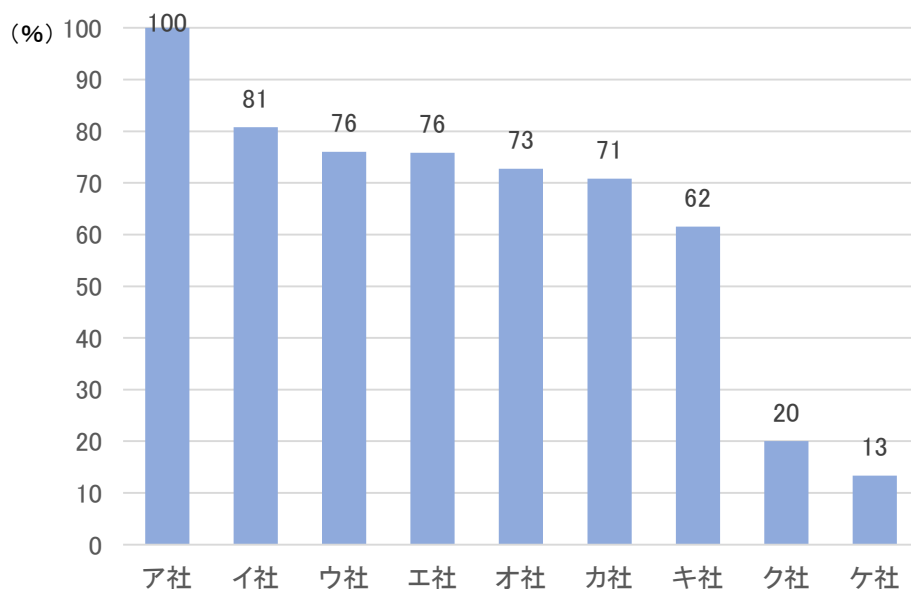
<sup>94</sup> 各社提供データを基に金融庁作成。

<sup>95</sup> 確定拠出年金法第二十三条（運用の方法の選定及び提示）により、運営管理機関には DC の運用商品を選定し、加入者に提示する義務がある。

<sup>96</sup> 各社提供データを基に金融庁作成。

なお、iDeCo で運営管理機関が提示している投資信託を見ると、企業型 DC と同様に、系列の資産運用会社が提供する投資信託の占める割合が高い。ただし、iDeCo については、加入者が自身の判断で運営管理機関を選択することができる点が、企業型 DC とは異なる。

【図 3-5】 iDeCo の運営管理機関別の系列資産運用会社の投資信託の割合（本数ベース）<sup>97</sup>



確定拠出年金法上、運営管理機関が企業に提示することができる商品数については、「選択肢が多すぎると選ぶことができない」との行動経済学的観点から、35 本の上限がある<sup>98</sup>。採用商品数が上限に達している場合、商品追加のために既存商品の除外手続きが必要であり、投資信託商品の最新動向を踏まえた商品の柔軟な入れ替えは迅速に進まないことがある。

資産運用会社間の公平な競争を促す観点からは、金融リテラシーの低い加入者には限られた本数の運用商品を厳選して選定し、金融リテラシーの高い加入者は幅広い選択肢の中から運用商品を選択できるような制度設計が理想的である。

### 3-2 レコードキーパーのデータ連携

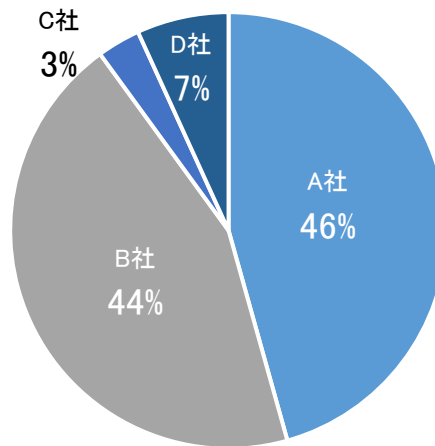
現状、DC については、加入者の記録関連業務を行うレコードキーパー4 社のデータ連携の仕組みが整備されておらず、企業型 DC の加入者は転職時に運用商品等の情報を転職先に移換することができない。このため、企業型 DC の加入者は転職時に運用商品を一旦解約し、現金化しなければならず、評価損を抱えている場合には、損が実現することとなる。また、レコードキーパー同士のデータ連携の仕組みの欠如が、企業による運営管理機関の変更を実質的に困難にしている。**労働市場の更なる流動化と企業型 DC の加入者の増加が見込まれる中、転職時の商品のポータビリティが実現**

<sup>97</sup> 各社 HP 等のデータを基に金融庁作成。

<sup>98</sup> 確定拠出年金法第二十三条（運用の方法の選定及び提示）、施行令第十五条の二（運用の方法の数の上限）参照。

するよう、レコードキーパー同士のデータ連携の仕組みが導入されることが理想的である。

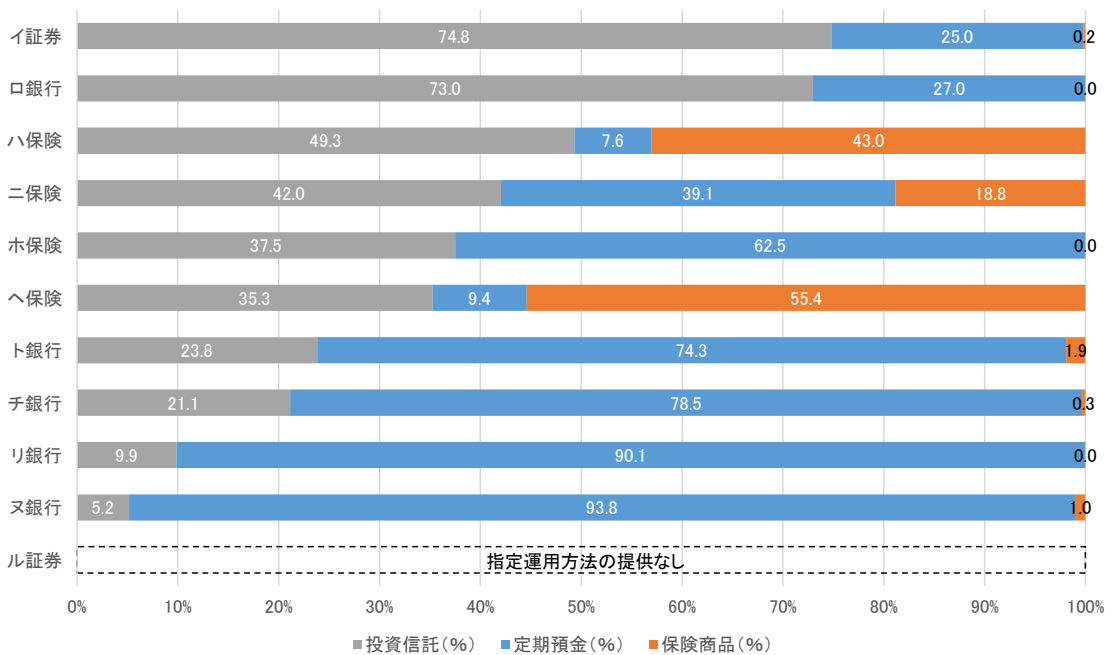
【図3-6】 レコードキーパーのシェア（加入者数ベース）<sup>99</sup>



### 3-3 指定運用方法の導入と加入者の継続教育

加入者があらかじめ運用方法を指定しない場合に自動で選択される「指定運用方法」については、特定の運営管理機関において、企業が元本確保型商品を設定している割合が高い。

【図3-7】 運営管理機関別の企業型 DC 加入者のデフォルト商品設定状況<sup>100</sup>



<sup>99</sup> 格付投資情報センター「年金情報」(2022.10.3 No.899) のデータを基に金融庁作成。

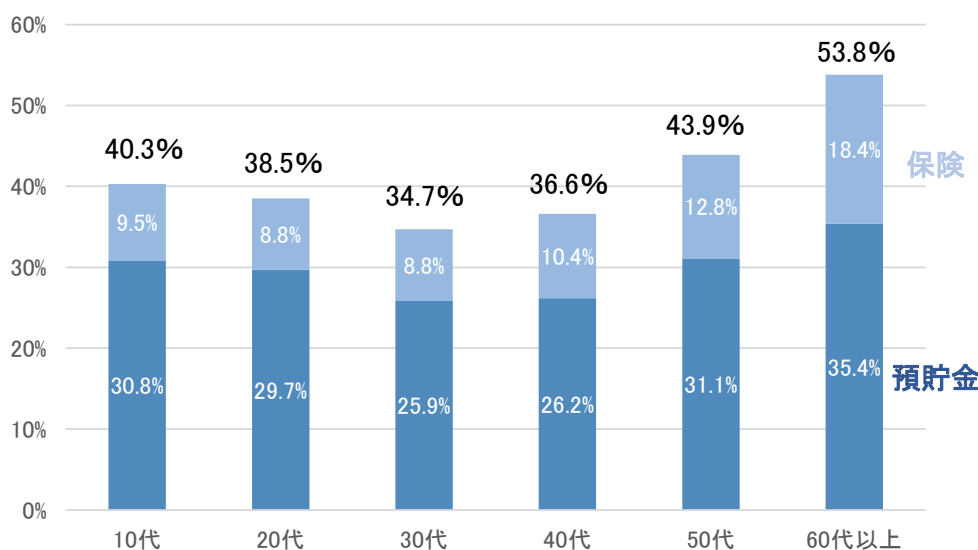
<sup>100</sup> 各社提供データを基に金融庁作成。

一方、米国においては、2007年の労働省規則で、401(k)プラン加入者の運用指図がなかった場合の「デフォルト・オプション」を、ターゲット・デート・ファンド<sup>101</sup>、バランスファンド、投資顧問による運用商品の3種類に限定しており、MMFや保険会社の元本確保型商品については、「加入者が退職時に十分な資産を形成できないおそれがある」として、除外している。

運用商品の選択を、加入者の金融リテラシーや企業の継続教育のみに委ねることには限界があるとの指摘もある。わが国においても、2018年に指定運用方法の制度が任意で導入されたものの、企業による指定運用方法が未設定であることによる運用未指図状態が継続し、2022年3月末時点で加入者全体の0.7%、約179億円のDCの資金が現金保有となっている。今後の物価上昇のリスクも考慮し、**全ての加入者が資産形成に向けて企業型DCの制度を有効活用できるよう、企業による指定運用方法の設定を義務化し、企業が加入者の資産形成に資する指定運用方法の設定を検討することが望ましい。**

また、金融リテラシーの欠如等から、企業型DCでは、20代の加入者であっても、資産残高の38.5%を預貯金・保険の元本確保型商品で保有しており、継続的な投資教育が必要である。

【図3-8】 年齢別元本確保型商品保有割合（残高ベース）<sup>102</sup>



DC加入者の投資信託の保有割合が高い企業の担当者にヒアリングしたところ、企業がDC採用商品の選定基準を設け、加入者の最善の利益のために主体的に商品の入れ替えや絞り込みを行っていることが分かった。また、運営管理機関においても、DC専用サイトへのアクセス状況やコールセンターの利用状況等、加入者全体の行動から投資への関心度合いを分析し、結果とデータの提供

<sup>101</sup> ターゲット・イヤー・ファンドともいう。内外の株式や債券を組み合わせで運用するバランス型投資信託の一種。最初は積極的運用から始めてターゲット・イヤー（運用の最終目標時）に向けてリスク資産比率を引き下げ、ターゲット・イヤーに達したら安定運用となるような資産配分変更を自動的に行う投資信託。確定拠出年金の資産運用は、加齢に伴うリスク許容度の変化に応じて資産配分の見直しをすることが求められるが、退職する年や年金受給を始める年をターゲット・イヤーとする投資信託を購入することで、自らが資産配分変更を行う手間を省くことが可能となる。

<sup>102</sup> 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2022年3月末）」のデータを基に金融庁作成。

等により、企業によるメリハリのある投資教育を支援していることが分かった。企業においては、DC加入者の長期的な資産形成に資するよう、選定基準を設定して採用商品を検討し、運営管理機関においては、企業による加入者への効果的な投資教育の実施に資するよう、企業への情報提供を充実させることが期待される。

---

### 3-4 運営管理機関の評価と比較可能性の向上

平成28年の確定拠出年金法改正により、2018年7月から、企業は少なくとも5年に一度の頻度で、運営管理機関の評価を実施することが求められている。しかしながら、運営管理機関のサービスの横比較ができない状況では、企業が運営管理機関を客観的に評価することは難しい。このため、運営管理機関各社が、加入者の年代別運用商品の構成や加入時以降の運用商品全体の利回り平均とその分布といった客観的なデータや、企業の継続教育を支援する取組みなどについて、自主的な開示を行うことが望ましい。

## 4 今後の対応

本レポートで取り上げた項目について、関係者の取組みを期待するとともに、金融庁としても進捗状況を継続的にフォローアップしていく。

顧客の信頼確保に向けて、資産運用会社は、利益相反を適切に管理し、国際的な動向も踏まえて、経営トップのサクセッションプランの策定や選任理由の明確化を図りつつ、データ開示により、運用体制や運用ポートフォリオ、スチュワードシップ活動の透明性や比較可能性を向上することが期待される。また、プロダクトガバナンスの実効性確保により、運用状況等のモニタリングを強化し、顧客の最善の利益を図る観点から、不芳ファンド等の抽出や繰上償還を行うこと、販売会社が資産運用会社の方針に迅速に対応することが期待される。販売会社は顧客資産の持続的拡大に向けた商品選定やアドバイスの強化を図り、自社の人事・評価体系、業務インフラが、ビジネスとして目指す方向性に沿ったものとなっているか、検証することが期待される。金融機関は、ファンドラップや投資信託の手数料に相当するサービスの具体的内容について、顧客本位の原則も踏まえて、明確化を図る必要がある。

また、運用力強化に向けて、資産運用会社は、海外資産のインハウス運用の強化や非上場株式への投資、組入商品の多様化等、新たな投資機会の発掘とリスク管理の高度化を図り、持続可能なビジネスモデルを構築することが望ましい。

更に、資産運用業界全体の非効率性の解消に向けて、長年解決が図られてこなかった公販ネットワークの課題や二重計算の問題等について、互換性の確保や信託銀行を主体とする一者計算の推進、その他の事務の国際標準化を進め、これにより、資産運用業界への参入障壁の低減を図ることが求められる。

最後に、企業年金は、長期目線の運用や適切な商品選定等、加入者の最善の利益を図るための取組みを進める必要がある。

このような取組みを通じて、わが国の資産運用業が専門性と透明性を向上し、国民の尊敬と信頼を得て、顧客資産の運用を安心して任される存在となり、顧客資産の持続的拡大を図り、重要産業として発展すること、資産運用業界が、わが国の中長期的な企業価値の向上と資本市場の活性化を図り、家計・個人がその果実を享受できるようになることが業界全体で目指すべき方向性と考えられる。

---

## 5 参考

---

- ① 投資信託及び投資一任契約の運用資産残高でわが国の上位 20 位内の資産運用会社のうち、日系の資産運用会社 11 社（2022 年 3 月末時点）<sup>103</sup>

アセットマネジメント One  
大和アセットマネジメント  
東京海上アセットマネジメント  
日興アセットマネジメント  
ニッセイアセットマネジメント  
農林中金全共連アセットマネジメント  
野村アセットマネジメント  
三井住友 DS アセットマネジメント  
三井住友トラスト・アセット・マネジメント  
三菱 UFJ 国際投信  
りそなアセットマネジメント

- ② オープンエンドファンド及び ETF の運用資産残高で世界上位 30 位内の資産運用会社（2022 年 9 月末時点）<sup>104</sup>

Alliance Bernstein  
Amundi  
BB Asset Management  
Black Rock  
Capital Group - American Funds  
Columbia Threadneedle Investments  
Credit Suisse  
Dimensional  
Dodge & Cox  
DWS  
Fidelity  
Fidelity International  
Franklin Templeton  
Goldman Sachs Asset Management  
Invesco  
Janus Henderson Investors

---

<sup>103</sup> 各社提供データを基に金融庁作成。

<sup>104</sup> イボットソン・アソシエイツ・ジャパン提供。

JP Morgan Asset Management  
MFS Investment Management  
Nomura Asset Management  
Nordea Asset Management  
PIMCO  
RBC Global Asset Management  
Schroder  
Schwab Asset Management  
State Street Global Advisors  
T. Rowe Price  
TIAA  
UBS Asset Management  
Union Investment  
Vanguard

③ 運用資産額で世界上位 300 位内のわが国の年金基金（2021 年 12 月末時点）

年金積立金管理運用独立行政法人  
地方公務員共済組合連合会  
全国市町村職員共済組合連合会  
企業年金連合会  
国家公務員共済組合連合会  
独立行政法人勤労者退職金共済機構  
公立学校共済組合  
国民年金基金連合会  
私立学校教職員共済  
警察共済組合  
三菱 UFJ フィナンシャルグループ企業年金

（以 上）