

資産運用立国への期待と取組みについて ～ロードマップは進んでいるのか



令和6年12月25日
株式会社資本市場研究所きずな

資産運用立国実現プランはどの様に進められているか

本年11月に資産運用立国を推進する自民党の議員連盟立ち上げが伝えられたが、2023年12月に公表された「資産運用立国実現プラン」(以下、実現プラン)が政府主導で進められており、石破政権もこれを促進する立場を取っている。

実現プランは、アベノミクスから始まっている一連の市場改革や個人の投資環境整備に関わる施策を継承していると思ふこともできるが、個人の非課税投資枠を大幅に引き上げた新NISAや日本企業のガバナンス強化・資本効率向上への複合的な取組みは、内外の投資家から評価されている。この取組みの現状や目指している事項について、改めて見直したい。

アクション・プログラム(2023年4月)に次いで、これらを包括する形で纏められており、特に家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革について重点が置かれる内容となっている。また、受益者や顧客

からの評価を通じて彼らの運用力を向上させることを目的に、見える化(情報開示)を進めることが示されている。プランの概要は以下で、次の5分野に関わる施策となっている。

①資産運用業の改革:

大手金融機関グループに対しては、資産運用力の向上やガバナンス改善・体制強化の為に、改善・強化プランの策定・公表を求めている。また金融商品の品質管理を行うためプロダクトガバナンスを策定した。資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進に向けて、4地域の金融・資産運用特区を設け、新興運用業者を増やす目的で日本版EMPを策定している。

②アセットオーナーシップの改革:

年金基金や大学基金・保険会社などに対してアセットオーナー・プリンシプルを策定。企業年金改革として、確定給付企業年金(DB)へは運用力向上の為にガイドライン改定を求め小規模DBの共同運用の選択肢の拡大や加入者のための運用の見える化の充実を求めている。

③成長資金の供給と運用対象の多様化:

VCへの投資拡大を目的としてVC向けプリンシプルの策定やVCファンドの公正価値評価推進に取り組んでいる。非上場有価証券の発行・流通を促進するため、非上場有価証券の仲介業務や非上場有価証券のみを扱うPTS業務の参入要件等の緩和を行っている。

④スチュワードシップ活動の実質化:

大量保有報告制度等の制度の見直しの検討を含め、機関投資家による実質的なエンゲージメント強化に取り組む。

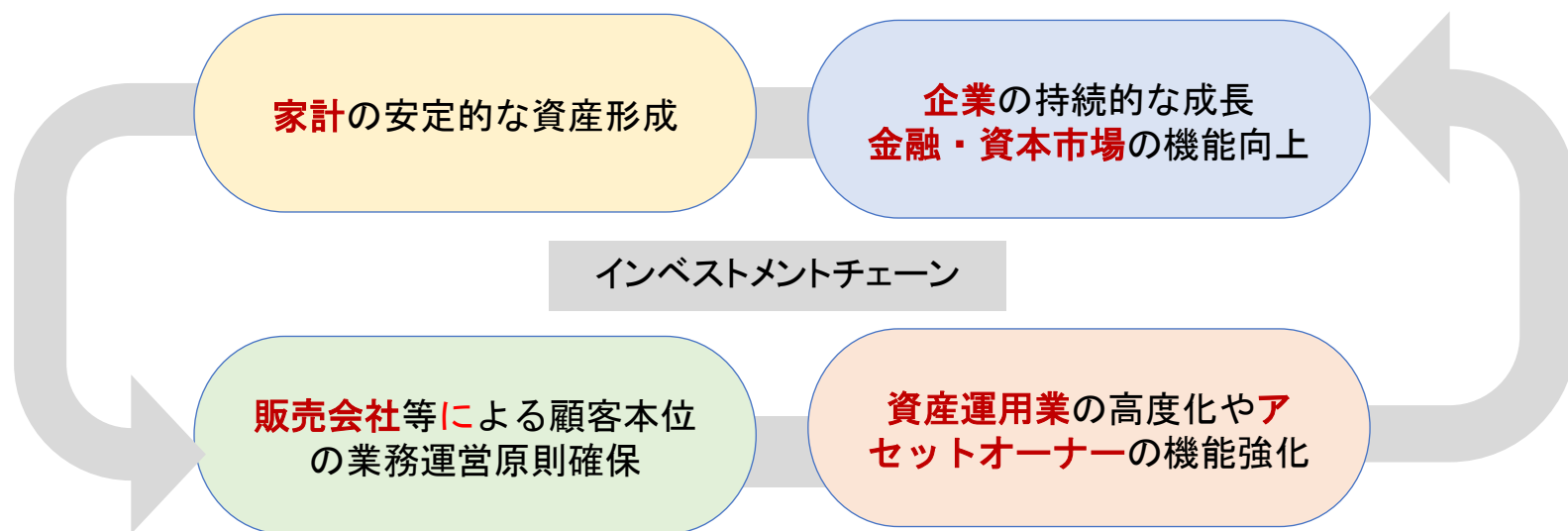
⑤対外情報発信・コミュニケーションの強化:

内外の関係事業者や投資家等と連携して資産運用フォーラムを立ち上げた。

資産運用立国のコンセプトと主な施策

新NISA (2024/1)
金融経済教育推進機構 (2024/8)
iDeCo改革 (検討中、2024年末に結論)

資本コストや株価を意識した経営要請 (東証2024/1)
重要な会社情報の英文開示の義務化 (2025/4)
「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」 (2024/5)



顧客等の最善の利益を勘案して業務遂行する義務の法制化 (2023年11月)

金融・資産運用特区の推進 (2024/6~)
新興運用業者促進プログラム (日本版EMP)
アセットオーナー・プリンシプル (2024年8月)
企業年金の改革 (検討中、2024年末に結論)

実現プランが目指すもの

実現プランが目指すものについて、具体的に見ていきたい。

先ず資産運用会社の状況については、2024年6月末の運用受託額は投資一任契約等で651.9兆円(うちラップ口座分は20.1兆円)、投資信託は371.1兆円(うち株式投信は211.5兆円)で合計すると1,023兆円となり、5年間の年平均成長率(CAGR)は12%程度となっている。

投資運用業の新規参入について直近5年の登録状況を下図に示した。過去10年間で見ても年間10~20社程度の増加となっており、特に直近で増えている状況ではない。日本版EMPや金融・資産運用特区は、資産運用業への内外からの参入を目指すものであるが、その効果は今後期待されるどころだ。

次に個人の投資状況については、2024年3月時点における家計の金融資産比較(日銀資金循環統計図式より)を下図に示した。個人の投資を増やすという視点でみると、

株式や投資信託・債券等のリスク資産の保有比率は20.9%に留まり、米国の57.9%、欧州の35.2%と比べて大きく劣っている。多少減少傾向にあるとは言え、現時点においても現預金比率が50%以上となっている。

NISAについては、本年から新制度となっているが6月時点で2,428万口座と半年間で約300万口座増え、総買付額も45.8兆円と9.4兆円増加している。実現プランによる政府目標としては、2027年末にNISA口座数で3,400万口座、同総買付額で56兆円を目標にしている。なお、個人の株式保有については、実質株主が1,526万人となっている。

上場会社のコーポレートガバナンスについては、2015年6月からコーポレートガバナンス・コードが策定され、2020年3月、2021年6月に改定された。

また、2023年4月に「ガバナンス改革の実質性確保のためにアクション・プログラム」が、2024年6月に「アクション・プログラム2024」が示されている。コードによる資本の有効活用から政策保有株式に対する削減圧力がかかり2009年に上場会社の時価総額の2割を占めていた政策保有株式は徐々に減少し、2022年度では11.7%まで低下

している。本年についても更に大手企業や損保・金融機関による政策保有株式の削減とその結果の株式売出しが増えている。

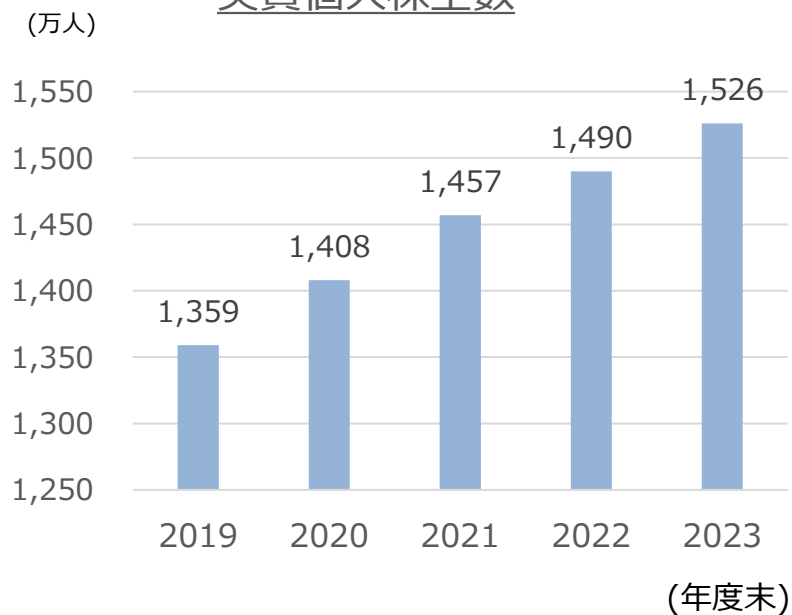
また、東京証券取引所が求めるPBRの改善など、資本効率を向上させるための計画の公表会社は本年7月末で1,406社となりプライム市場上場会社の86%を占めている。女性役員の割合については、政府目標は「2030年までに30%以上の登用」を掲げているが、直近ではプライム市場上場会社の13.4%に留まっている。

またサステナビリティ投資については、2022年における投資額が4.3兆ドルと世界シェア14%を占めており、2020年の2.8兆ドル、8%から伸びている。2020年12月にはインパクト投資やグリーンボンド発行などの促進を目的に、サステナブルファイナンス有識者会議が設置され個人投資家の参加も踏まえたサステナビリティ投資商品のコンセプトや商品内容、情報開示などについて検討が行われている。

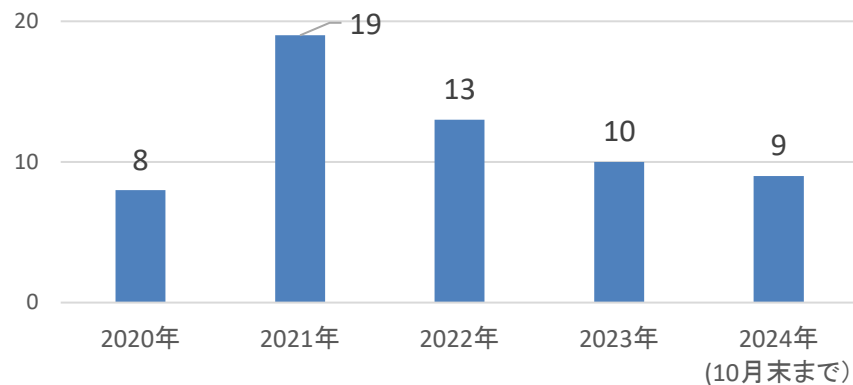
実現プランの最終的な目的は、資産運用業が国際的な競争力をもつことで、運用資産を直接・間接に委託する国民がメリットを受けることだろうが、特に間接部分について

は、年金・企業の在り方・環境問題などが関わるので、金融行政に加えて関係省庁との効率的連携が欠かせない。

実質個人株主数



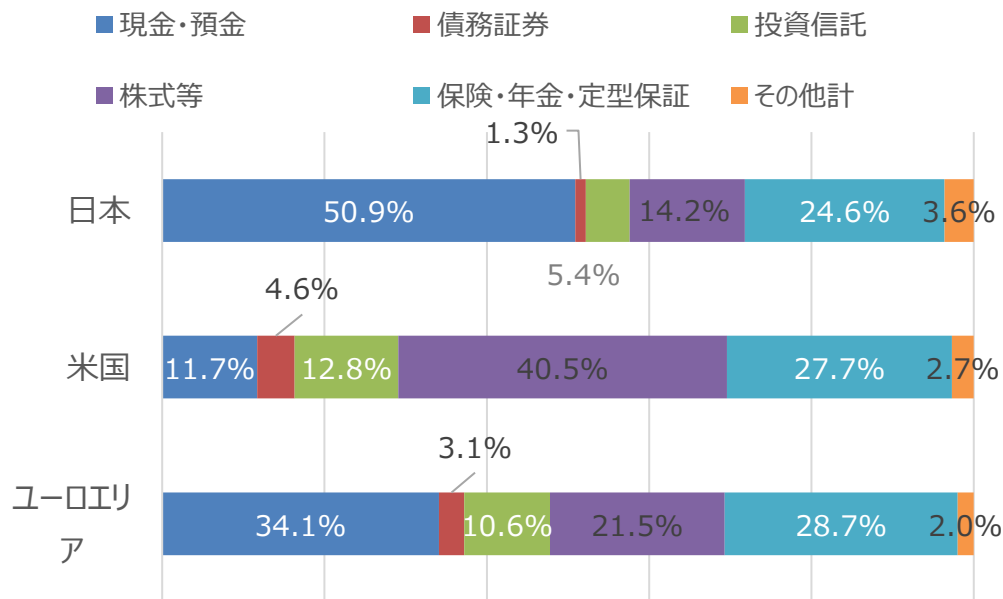
投資運用業の新規参入状況



NISA口座数推移



家計の金融資産構成 (2024年3月)



主要テーマである資産運用業はどの様に強化されるか

実現プランの内容は、資産運用立国にふさわしい資産運用会社の運用力向上と、新興運用業者(以下、EM)の新規参入促進が中核になっている。

運用力向上については、大手金融機関グループがそれぞれの取組みを金融庁に報告することが求められており、その内容は公表されている。現在、大手証券・金融グループや生保・損保など16社が配下の資産運用会社の運用力向上やガバナンス強化について公表しており、金融グループとしての資産運用業に関する戦略は概ね本年1月に示されている。その後の特色ある取組みについて、以下に紹介したい。

野村アセットマネジメントは、スタートアップ企業への持続的成長資金供給を目的に、上場後10年未満の日本企業をポートフォリオの中心としつつ、ジャフコが運用するVCファンドを一部組み入れた公募投信を本年8月に組成して野村証券で募集した。三井住友フィナンシャルグループは、オルタナティブ資産への投資家の需要を背景に、グループ

内の人財やノウハウを活用しプライベートクレジットファンドを設立した。欧州においてミドルマーケットLBO(買収資金を供給)への投資を行う。三菱UFJ信託銀行と日本マスタートラスト信託銀行は、資産運用会社のデータ変換等のオペレーションを省略し、ミドル・バック業務の効率化を図るためにBlackRockのAladdin®を活用した資産運用BPOサービス提供を開始している。

実現プランでは、EMの新規参入促進についても銀行・保険会社等に対してEMを積極的に活用した運用を行うことなどを要請しており、各社の具体的取組みを一覧化している。現在22社がEMへの具体的な投資内容について公表に応じており、次のような取組み事例がある。

第一生命は、トラックレコードが十分でないEMに対しても、事業者の運用哲学や運用手法の妥当性・独自性、運用体制等を総合的に評価して運用委託を行っている。今後もEMへの運用委託やVC・スタートアップ企業への投資など、最大で年300億円程度の投資・出資を行っていくことを表明している。かんぼ生命は、EMに対して今後5年間で3,000億円の運用委託枠を設定している。また、新興運用

会社の投資対象や実績等をカタログ化し、注目に値する新興運用会社を選定し紹介する施策をとっている(2024年は15社選定)。

国内外の資産運用会社の新規参入を促す国策としては、本年6月に確定した金融・資産運用特区実現パッケージがあるが、特に東京都は国際金融都市構想の推進組織として東京国際金融機構(FinCity.Tokyo)を2019年4月に設立している。同機構によるEM支援策としては、EMの成長や投資家とのマッチングを支援するTokyo EMPやTokyo Asset Management Forumなどが積極的に取り組まれている。

なお、金融行政上の新規参入促進支援策としては、適切な品質が確保された事業者へのミドル・バックオフィス業務(法令遵守、計理等)の外部委託や、運用権限の全部委託を可能とする金商法の令和6年度改正が行われ、2025年5月目途の施行予定となっている。

実現プランに係る施策の全体像

運用力向上・ガバナンス強化

大手金融機関グループ等の取組み

各社の運用力向上やガバナンス強化の取組み状況を公表

「顧客本位の業務運営に関する原則」
(改訂案)

プロダクツガバナンス策定

情報の発信・共有

資産運用フォーラム

Japan Weeks

サステナビリティ投資商品の充実に向けた
ダイアログ

新規参入促進

金融・資産運用特区実現パッケージ

- GX 金融・資産運用特区（北海道・札幌市）
- サステナブルな社会を実現するアジアのイノベーション・金融ハブ（東京都）
- 未来社会の実現に向けたチャレンジ特区（大阪府・大阪市）
- スタートアップ 金融・資産運用特区（福岡県・福岡市）

新興運用業者促進プログラム（日本版EMP）

- EMPエントリーリスト
- 金融機関におけるEMP取組事例の一覧化
- ミドル・バックオフィス業務に係る業の創設と投資運用業の登録要件緩和

委託者の責任と体制

アセットオーナー・プリンシプル

実現に向けたポイントについて

政府が定義する資産運用立国とは、家計金融資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費に繋がる「成長と分配の好循環」を実現することとされている。その中核となるのは資産運用会社の運用力向上であるが、その為の支援策や投資家メリットを享受するための仕組みが実効性を持つためのポイントについて考えたい。

◇税制措置による支援:

個人の投資には税制が深く関わる。資産運用立国が、個人の投資による資産形成を支えるものであるならば、金融所得一体課税の推進は勿論、NISAに続くiDeCoなどの拠出額引き上げなど実現プランに合わせた税制優遇措置が望まれる。また、個人によるスタートアップ企業への投資促進策としてエンジェル税制があるが、令和5年度改正で投資対象や優遇措置が拡大されているものの、制度の周知や手続き面で課題がある。

◇政策の複合的アプローチ:

資産運用会社の高度化は金融行政の範疇であるものの、資金を拠出するDCや運用を委託する確定給付年金制度(DB)には厚生労働省の年金制度改革が大きく関わる。スタートアップ支援については、経済産業省がベンチャーキャピタル(VC)を通じた資金供給に直接・間接に関わり、投資家定義については金融行政である。これらの政策目的が複数官庁に跨るケースでは、政府若しくは与党において関係官庁や関係者へのアプローチを複合的に行う推進組織が必要ではないかと考える。

◇施策の適正な評価とスクラップ&ビルド:

アベノミクス以降、個人の投資や市場機能の強化の為に多くの施策が取られ、その結果として実現プランまで至っている。その中で、コーポレートガバナンス強化の取組みなどは、定期的な見直しと複合的な施策を重ね成果が出始めている。実現プランの施策についても定期的な効果測定と見直しが実行され、その継続性が担保される必要がある。よって、施策のロードマップが作成され、官民の関係者間で共有されることが望まれる。

◇情報やリスクマネーの流れを作る仲介者機能:

実現プランの実効性を向上させる為には、施策に関する情報を関係者間で共有するとともに、その情報を投資家サイドまで伝達する仲介者機能が必要だ。特に投資行為にかかわる情報の伝達については、証券会社や金融機関への期待は大きく、加えて令和6年改正金商法で新たに認められた非上場有価証券に特化した仲介業者やPTSなど今後新規参入が予想される金商業者も考えられる。

実現プランを個人の視点からみると、高齢化する日本においては、投資による資産形成を行うことでより多くの国民が豊かな老後をおくることが可能な国造りを目指すことだろう。

その為には、投資資産運用を委託される者が受託者責任(フィデューシャリー・デューティー)を徹底し、資産運用業者は運用力向上への取組みを継続していくことが求められる。

また、企業においても社会の変化に沿った成長戦略や投資家から負託された資本を効果的に活用する義務について真摯に検討し、かつ適時・適切な情報開示を行うことが必然となっている。その中で、資産運用立国が実現することに期待したい。

実現に向けたポイントについて

