

2023年12月15日 全7頁

# 資産運用タスクフォースの報告書

## 資産運用会社の高度化、アセットオーナー、運用対象の多様化など

金融調査部 主任研究員 横山 淳  
金融調査部 研究員 森 駿介  
金融調査部 研究員 矢田歌菜絵

### [要約]

- 2023年12月12日、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」・「資産運用に関するタスクフォース」が報告書を取りまとめ、公表した。これは、成長と分配の好循環の実現に向け、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化などを通じて、政府の進める資産運用立国を実現するために求められる取組みを提言するものである。
- 具体的には、①資産運用会社の高度化（大手金融グループにおける運用力向上やガバナンス改善・体制強化、プロダクトガバナンスに関する原則の策定、投資運用業のミドル・バックオフィス業務の委託等、日本版 EMP (Emerging Managers Program) の実施、投資信託の一元計算の促進等)、②アセットオーナーに関する機能強化（顧客等の最善利益を確保する観点からの運用、DC 加入者への運用商品の適切な選定・提案、情報提供の充実）、③スチュワードシップ活動の実質化（対話促進のための大量保有報告制度の見直し等）、④成長資金の供給と運用対象の多様化（VC 向けのプリンシプルの策定、非上場株式を組み入れた投資信託等の活用促進、投資型クラウドファンディングの活性化、事後交付型株式報酬に係る開示規制の明確化、非上場有価証券のセカンダリー取引の活性化）、⑤家計の投資環境の改善（金融経済教育推進機構を中心とした金融経済教育の推進、累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ）が盛り込まれている。
- 法改正が必要な事項については、来年（2024年）の通常国会への法案提出が予想される。

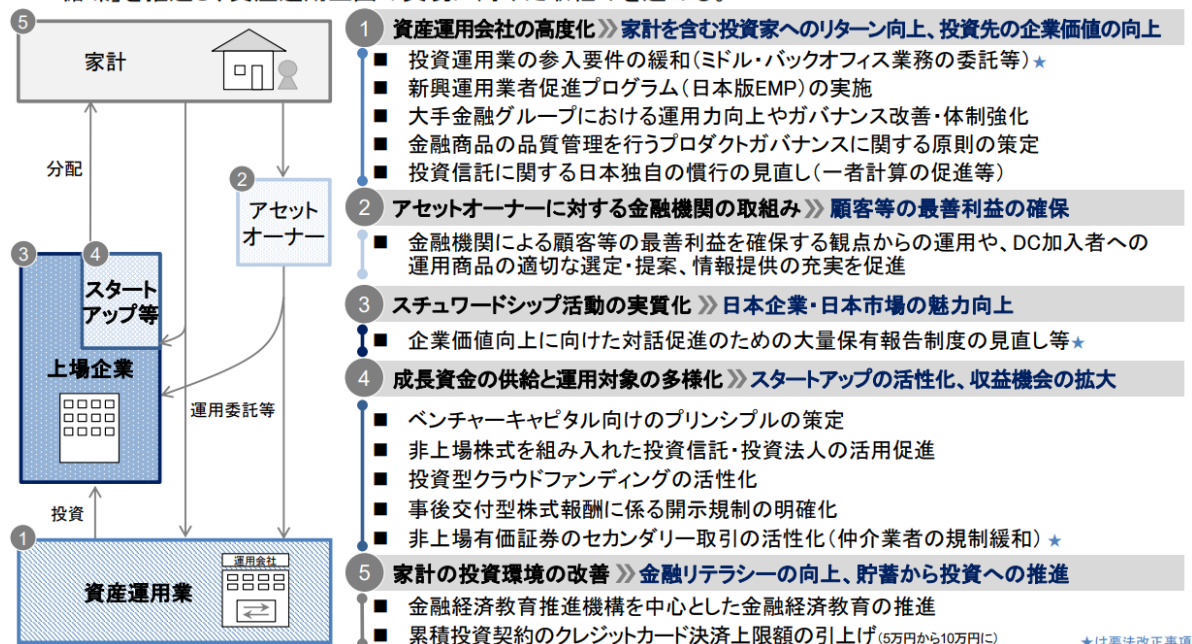
### はじめに～資産運用 TF 報告書の公表～

2023年12月12日、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」・「資産運用に関するタスクフォース（資産運用 TF）」が[報告書（資産運用 TF 報告書）](#)を取りまとめ、公表した。これは、政府の「経済財政運営と改革の基本方針 2023」及び「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」などを受けて、成長と分配の好循環の実現に向け、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化などを通じて、政府の進める資産運用立国を実現するために求められる取組みを提言するものである。

その内容は多岐にわたり、資金の調達主体である企業から最終的な資金の提供者である家計まで連なるいわゆる「インベストメント・チェーン」全般に及んでいる（図表1）。その中でも、特に重点が置かれているのが、これまでの取組みの中で「インベストメント・チェーンの残されたピース」<sup>1</sup>とされてきた資産運用業と、企業年金などのアセットオーナーシップである。

図表1 資産運用 TF 報告書の概要

□ 家計からの投資の運用を担い、リターンを生み出す資産運用会社の高度化を図るとともに、企業への成長資金の供給を促し、その成果を家計に還元することで、インベストメント・チェーンを通じた「成長と分配の好循環」を推進し、資産運用立国の実現に向けた取組みを進める。



(出所) 資産運用 TF 報告書(概要)(2023年12月12日) p.1

本稿では、資産運用 TF 報告書のポイントを紹介する。

## 1. 資産運用業の高度化

資産運用 TF 報告書によると、資産運用会社は、国民の将来のための資金を託される運用のプロフェッショナルとして、各社が創意工夫を重ね、国民の安定的な資産形成に資することが求められている。資産運用会社はその役割を発揮するためには、資産運用業の高度化が不可欠であるとしている。

また、資産運用 TF 報告書では、資産運用業の高度化を図るためには、資産運用会社の競争環境を整えることが重要であり、資産運用業への新規参入の障壁を取り除く必要があるという認識のもと、新規参入の活発化や既存の運用会社の運用力の向上に向けた提言がなされている。資産運用業界全体として運用力が向上することで、家計の投資のリターンの増大につながり、成長企業にとっても資金供給の活性化につながると考えられる。ポイントをまとめると、図表

<sup>1</sup> 資産運用 TF 報告書 pp. 1-2。

2のようになる。

図表2 資産運用業の高度化

事項	概要
大手金融グループにおける運用力向上・ガバナンス改善・体制強化	○ <b>大手金融グループ</b> において、傘下資産運用会社等の人材育成を含む運用力向上や顧客の最善の利益を考えた業務運営のための <b>ガバナンス改善・体制強化のためのプランの策定・公表</b>
プロダクトガバナンスの確保	○資産運用会社による適切な金融商品の組成、管理、透明性を確保するために <b>顧客本位の業務運営に関する原則に資産運用会社のプロダクトガバナンスを中心とした記載を追加</b>
投資信託に関する日本独自の慣行の見直し	○基準価額の計算について資産運用会社と信託銀行の双方で行う <b>二重計算の慣行を見直し</b> (業界における一者計算に向けた計理処理の標準化等の取組みを後押し) ○基準価額の計算過誤の訂正に関する <b>マテリアリティポリシー(重大性基準)</b> について、各社の定める <b>水準の適切性や投資家への周知の重要性を監督指針等に記載</b> →投資運用業の参入障壁を緩和
投資運用業の参入要件の緩和(ミドル・バックオフィス業務の委託等)	○ <b>ミドル・バックオフィス業務の外部委託等による規制緩和</b> ・運用指図権限の全部委託 <b>投資運用業における運用権限の全部委託を禁止する規制の見直し</b> 、運用委託先の管理について必要な規定の整備 → <b>特色ある運用会社への委託を促進</b> ・投資運用業者の登録要件緩和 <b>ミドル・バックオフィス業務を受託する事業者に任意の登録制度を創設</b> (善管注意義務等の行為規制等を適用)、登録業者に業務委託をする場合には <b>投資運用業の登録要件(体制整備等)を緩和</b>
新興運用業者促進プログラム(日本版 EMP (Emerging Managers Program))	○受益者の最善の利益を確保する観点から、 <b>金融機関・アセットオーナー</b> による優れた <b>新興運用業者の発掘・運用委託を後押し</b> また、各主体による具体的な <b>取組状況を公表</b> ○ <b>新興運用業者を一覧化したリスト(エントリーリスト)の提供</b> ○ <b>金融創業支援ネットワークや拠点開設サポートオフィス等を拡充</b>

(出所) 資産運用 TF 報告書 (2023 年 12 月 12 日) pp. 4-9 より大和総研作成

## 2. アセットオーナーに関する機能強化

2023 年 11 月 20 日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」<sup>2</sup>により、最終的な受益者たる金融サービスの顧客や年金加入者の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行すべきである旨の義務が、金融事業者だけではなく、企業年金等関係者も含めた幅広い対象者に課されている。これを受けて、資産運用 TF 報告書では、アセットオーナーの機能強化と、それを支える金融機関の取組みについて次ページ図表 3 のような提言がなされている。

<sup>2</sup> 金融経済教育推進機構の設立などを盛り込んだ「金融商品取引法等の一部を改正する法律」は 2023 年 11 月 20 日に第 212 回国会で成立している。その内容は、下記のレポートを参照。

横山淳「[令和 5 年金商法等改正法、成立](#)」(2023 年 11 月 24 日付大和総研レポート)

図表3 アセットオーナーに関する機能強化

事項	概要
受益者の最善の利益の確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>○アセットオーナーについては、受益者の最善の利益を確保する観点から、<b>運用する目的や財政状況等に基づき目標を定め、その目標を達成するために委託先を厳しい眼で見極める</b>、といった<b>運用力の高度化</b>を図る必要</li> <li>○アセットオーナーから資金運用の委託を受ける資産運用会社等は、アセットオーナーの<b>リスク許容度等を考慮</b>した上で、<b>最善の利益を確保するための運用</b>を行う必要</li> </ul>
企業型確定拠出年金(DC)における適切な運用商品の選定・提示や情報提供の充実等	<ul style="list-style-type: none"> <li>○運営管理機関は、加入者の最善の利益を確保する観点から、<b>適切な運用商品の選定・提示や情報提供の充実等</b>を行う必要</li> <li>○運営管理機関については、他の金融グループの投資信託を含めた、最善の商品が選定されていないのではないか、といった懸念も指摘されており、運営管理機関は、<b>加入者本位の下で、適切な業務運営や創意工夫</b>をしていくことが期待される</li> </ul>
当局によるモニタリング	○アセットオーナーを支える金融機関について、当局が <b>適切にモニタリング</b> を行い、 <b>必要に応じて改善を求めていく</b> ことも不可欠

(出所) 資産運用TF 報告書(2023年12月12日) pp.9-10 より大和総研作成

### 3. スチュワードシップ活動の実質化

企業の持続的な成長を後押しするコーポレートガバナンス改革の推進は「成長と分配の好循環」(p.1)を実現するための大前提であるとの考え方を、資産運用TF報告書は示している。その上で、「スチュワードシップ・コード」や「コーポレートガバナンス・コード」を巡る取組みの実質化を進める観点などから図表4のような提言がなされている。

なお、大量保有報告制度の見直しについては、別途、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において審議が進められている。

図表4 スチュワードシップ活動の実質化

事項	概要
スチュワードシップ活動の実質化(協働エンゲージメントの取組みなど)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○画一的な数値基準や議決権行使助言会社の助言等に基づく形式的・一律の対応ではなく、個別の企業の事情に対する深い理解に基づくエンゲージメント活動に対して適切なインセンティブが働くよう、インベストメント・チェーンを通じて<b>スチュワードシップ活動に係るコストシェアリング</b>を行い、政策的な後押しを含めた環境を整備していくことが重要</li> <li>○スチュワードシップ活動の実質化に向けては、機関投資家がスチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、<b>自らの置かれた状況(規模・運用方針等)に応じた対応</b>を促進することが重要</li> <li>○質的・量的なリソースを補い、コストを低減する観点から、<b>協働エンゲージメントの取組みを積極的に活用</b>することも有用</li> </ul>
大量保有報告制度における「重要提案行為」や「共同保有者」の範囲の明確化	○大量保有報告制度における「 <b>重要提案行為</b> 」や「 <b>共同保有者</b> 」の <b>範囲が不明確</b> であることが、エンゲージメントの支障となっているとの指摘があり、ニーズや実態も踏まえつつ、実効的なエンゲージメントを促す観点から、 <b>制度の見直しに向けた検討</b>

	を進めるべき
収益性と成長性を意識した経営に向けた企業の取組み	<p>○企業が投資家をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、<b>資本コスト</b>を把握した上で、<b>収益力に関する目標</b>を提示し、<b>経営資源の配分等</b>に関し何を実行するかについて<b>説明</b>を行うことが重要</p> <p>○2023年3月の東京証券取引所の要請（①現状分析、②計画の策定・開示、③実行）を踏まえた企業の取組み及び投資家との対話を一層促す観点から、<b>金融庁においてもフォローアップ</b>が重要</p>

（出所）資産運用TF 報告書（2023年12月12日）pp.10-12より大和総研作成

#### 4. 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

日本経済の持続的成長のためにスタートアップ企業等への成長資金供給の活性化が重要であるという認識のもと、2022年11月に政府が策定した「スタートアップ育成5か年計画」では、投資額を「2027年度に10倍を超える規模（10兆円規模）とする」目標が掲げられている。また、家計をはじめとした投資家にとっては、オルタナティブ投資の選択肢が拡大することは更なる収益機会や分散投資の機会になり得ると考えられる。このような考えのもと、成長資金の供給と運用対象の多様化の実現の観点から、幅広い提言がなされている。ポイントをまとめると、図表5のようになる。

図表5 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現（スタートアップの活性化、収益機会の拡大）

事項	概要
機関投資家から VC への資金の流れの拡大	<p>○VCが保有する有価証券の評価の透明性を向上させるため、<b>公正価値評価の導入を推進</b></p> <p>○VCガバナンス等の水準を向上させ、長期運用に資するアセットクラスとしてのVCの魅力を高めるため、<b>「ベンチャーキャピタル・プリンシプル（仮称）」を策定</b></p>
スタートアップへの資金提供主体の多様化・資金提供の円滑化	<p>○<b>投資信託への非上場株式の組入れ</b>を行うための枠組み（自主規制）の整備</p> <p>○<b>ベンチャーファンド市場</b>の利用活性化（開示の内容・頻度の緩和等）</p> <p>○<b>投資型クラウドファンディング</b>の活性化</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・企業の発行総額上限：年間1億円未満→<b>5億円未満</b></li> <li>・投資家の投資上限：投資先毎に年間50万円→<b>年収や純資産に応じて設定</b></li> <li>・投資勧誘方法：一定の条件をもとに、<b>音声通話による商品説明を可能に</b></li> </ul> <p>○<b>少額募集に係る有価証券届出書の開示内容等</b>の簡素化</p>
役員へのインセンティブ付与円滑化	<p>○企業が役員に付与する譲渡制限付株式ユニット（RSU）等の<b>事後交付型株式報酬</b>について、有価証券届出書に代えて、<b>臨時報告書の提出を認める特例</b>を設ける</p>
非上場有価証券のセカンダリー取引の活性化	<p>○<b>非上場有価証券の取引の仲介業務</b>への参入を促進</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・プロ投資家（特定投資家）を対象とし、原則として金銭等の預託を受けない場合は、<b>第一種金融商品取引業の登録要件等</b>（資本金規制、自己資本規制比率、兼業規制等）を<b>緩和</b></li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>・非上場有価証券のみを扱い、取引規模が限定的な<b>私設取引システム (PTS)</b>については、<b>認可を要せず</b>、第一種金融商品取引業の登録により<b>運営可能</b>とする</li> </ul>
運用商品の多様化	<ul style="list-style-type: none"> <li>○カーボン・クレジット市場の状況を精査しつつ、<b>将来的に投資信託の主たる投資対象に排出権を追加</b>することを検討</li> <li>○オルタナティブ投資等を行う<b>非上場の外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れ</b>の検討</li> <li>○<b>投資信託における種類受益権の活用</b>について、具体的なニーズや実務面・投資家保護上の課題を整理するための検討</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>○<b>外貨建国内債 (オリガミ債) の発行円滑化</b>を目的に、外貨の DVP (Delivery Versus Payment) 決済を可能とするための環境整備</li> <li>○投資信託約款の重大な変更に関する基準について、金融庁の「投資信託に関する Q&amp;A」の更なる明確化</li> </ul>

(出所) 資産運用 TF 報告書 (2023 年 12 月 12 日) pp. 12-24 より大和総研作成

## 5. 家計の投資環境の改善

資産運用 TF 報告書では、資産運用の改革が、インベストメント・チェーンを通じて家計の資産形成へ真に貢献していくためには、資産運用会社や金融商品を適切に選択するための家計の金融リテラシーを高めていくことが不可欠であると指摘している。また、2024 年からの新しい NISA 制度では、つみたて投資枠は年間 120 万円 (月 10 万円相当) に引き上げられる一方、累積投資契約のクレジットカード決済上限額は現行実務では基本的に 5 万円に制限されているとの課題も指摘している。このような観点を背景に、家計の投資環境の改善のための提言が次のようになされている。

図表 6 家計の投資環境の改善 (金融リテラシーの向上、貯蓄から投資への推進)

事項	概要
金融経済教育推進機構を中心とした金融経済教育の推進	<ul style="list-style-type: none"> <li>○<b>金融経済教育推進機構</b>を中心に<b>官民一体</b>となって、<b>金融経済教育に取り組むことが重要</b></li> <li>○<b>金融経済教育</b>においては、家計管理、生活設計、適切な金融商品選択のほか、<b>消費生活の基礎や社会保障・税制度、金融トラブルの内容も含めて、広範な観点から取り組むことが重要</b></li> </ul>
累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ	<ul style="list-style-type: none"> <li>○<b>累積投資契約のクレジットカード決済上限額</b>について、現行実務 (月 5 万円) が法令の上限額 (月 10 万円 (新しい NISA 制度)) よりも制限されている状況が解消されるよう、<b>必要な制度の見直し</b></li> </ul>

(出所) 資産運用 TF 報告書 (2023 年 12 月 12 日) p. 13, pp. 24-25 より大和総研作成

## おわりに

資産運用 TF 報告書は、比較的短期間でのとりまとめにもかかわらず、わが国の資産運用を巡る多岐にわたる課題について、進めるべき取組みを幅広く提言しており、資産運用立国に向けた政府・当局の「本気度」が伝わってくるように感じられる。

他方、アセットオーナーの「運用力の高度化」(前掲図表 3) のためのリソースの在り方、「スチュワードシップ活動に係るコストシェアリング」(前掲図表 4) の方法、運用対象の多様化のうち「投資信託の主たる投資対象に排出権を追加」や「非上場の外国籍投資信託の国内籍公募投資信託への組入れ」(前掲図表 5) など、今後、具体化に向けた各論についてはさらなる議論が求められると思われる項目も含まれている点には留意する必要があるだろう。

資産運用 TF 報告書は、内閣官房新しい資本主義実現会議資産運用立国分科会にも提出され、2023 年 12 月 13 日には「[資産運用立国実現プラン](#)」策定に至っている。提言のうち、法律改正が必要な事項(前掲図表 1) について、早ければ来年(2024 年)の通常国会に法律案が提出されるものと予想される。