

# 「インベストメント・チェーン」の残されたピース

二上季代司

昨年（二〇二三年）六月の「経済財政運営と改革の基本方針」（いわゆる「骨太の方針」）で、岸田政権は「資産運用立国の実現」を表明した。半年後の十二月にはそのプランが策定され、資産運用業やアセットオーナーシップの改革等が盛り込まれている。一年後の本年六月には、それが「骨太の方針」に盛り込まれ、いよいよ本格的に実施に移されることになる。

岸田内閣は二年前（二〇二二年）の一二月、「資産所得倍増プラン」を発表しているが、今回の改革は、その一環のようである。そこで、「資産所得倍増プラン」に戻って、今回の改革プランの意義を簡単に考えてみたい。

## 1 資産所得倍増プラン

「資産所得倍増プラン」の目的は「家計金融資産の半分以上を占める現預金を投資につなげることで、持続的な企業価値の恩恵が資産所得の拡大という形で家計にも及ぶ『成長と資産所得の好循環』を実現させること」とされる。

成長と資産所得の好循環が実現するためには、「インベストメント・チェーン」を構成する各主体が、本来の機能を発揮することが何より大事である。家計の資金は、個別株や社債に投資される部分もあるが、ここで想定されているのは、家計↓機関投資家（企業年金・投資信託・ファンド等）↓企業へと流れるルートであり、その

成果は企業価値の向上となって企業↓家計へ投資収益（資産所得）が還元されることが期待されているわけである。

「資産所得倍増プラン」では、①NISAの抜本的拡充、②Eco制度の拡充、③中立・信頼性のあるアドバイスの提供、④雇用者の資産形成の強化、⑤金融経済教育の充実、⑥国際金融センターの実現、⑦顧客本位の業務運営の確保の七項目があげられていた。新NISAがスタートする等、すでに実施に移された項目があるが、⑥を除けばすべて、顧客から機関投資家へ資金が流れる「鎖（チェーン）」がしっかりと、かつ適切につながることを企図するものといつてよいだろう。

## 2 コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード

また、企業から家計への投資収益の還元という「チェーン」が十分太いものであるためには、企業が持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて収益力の改善を図らなければならない。二〇一五年の「コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコードと略）」は、上場企業がそうした方向に向かって行動することを企図した行動原則で、東証の上場規定に導入されている。

CGコードは、ステークホルダー（株主、顧客・取引先、従業員、地域社会等）と適切に協働しながら、取締役会の実効ある監督のもと、収益力の改善を図ることを企図している。短期的な収益力改善ではなく、企業の成長と価値向上はサステナブル（持続的）でなければならず、環境や社会的課題を含むESG要素も考慮しなければならぬ。気候変動対策が世界的に重要視されるにつれ気候変動に関する開示の充実<sup>(1)</sup>が加わり、多様性確保に向けた人材育成、管理職等多様な中核的人材の確保等も重視されている。また、取締役会の監督機能向上の観点

から、独立社外取締役の比率引き上げやスキルマトリックスの開示、上場子会社を有する場合には少数株主利益を保護するためのガバナンス体制の整備等が補充原則に加えられている。

一方、その前年（二〇一四年）、機関投資家向けに金融庁が「責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード、SSコードと略）」を策定している。SSコードは、投資先企業との建設的な対話を通してその持続的成長を促し、資金を負託された顧客・受益者のために議決権を行使して中長期的な投資リターンの拡大を図るべし、とする行動原則である。それを担保するため、受益者の利益に沿う議決権行使であったのかどうか、利益相反がなかったか、それを受益者が検証できるように議決権行使の結果とその理由の公表を求めている。

SSコードは機関投資家向けの行動原則であり、多数が受入れを表明しているが、その主眼は、大株主の立場から上場企業にCGコードを守るよう圧力を加えることを狙ったものと考えた方がよいだろう。つまりSSコードはCGコードと一体であり、CGコードが機能するための補強手段である。この二つのコードは、インベストメント・チェーンにおける上場企業向けられたものであって、SSコードは機関投資家それ自体のあり方の改革を企図するものでは必ずしもなかったことである。その意味で、家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革は「残されたピース」<sup>(4)</sup>であった。

### 3 資産運用立国実現プラン

そこで次に、昨年末に策定されたプランをみてみよう。それは次の五つの項目から構成されていた。

- (1) 資産運用業の改革
- (2) アセットオーナーシップの改革

(3) 成長資金の供給と運用対象の多様化

(4) スチュワードシップ活動の実質化

(5) 対外情報発信・コミュニケーションの強化

まず気づくことは、一般的に使われてきた「機関投資家」という用語はここでは使われず、これを「資産運用業」と「アセットオーナーシップ」に分けていることである。

わが国の年金基金では、自家運用している部分は非常に少ない。実際の運用は投資顧問等の資産運用業者に委任するのが一般的で、意思決定はアセット(資産)配分、委任先運用業者の選別、運用のモニタリングそして評価である。評価が低ければ委任先を変更あるいは委任額を減額する。資産配分や運用先の決定も「ゲートキーパー」<sup>(5)</sup>を利用することが多い。機関投資家→企業への資金のパイプは一本ではなく「チェーンの束」から構成されているのであって、機関投資家の在り方に関する課題を検討する場合には、機能的に異なる「アセットオーナー」と「資産運用業者」に二分して考える方が合理的である。

次に、これらの項目について注目される事項につき紹介してみよう。

#### 4 資産運用業の改革

「資産運用業の改革」では、最初に大手金融機関グループにおける資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付け、運用力向上、ガバナンス改善、体質強化のプラン策定を求めている。わが国の主要な資産運用業者は銀行・証券会社・生損保の系列子会社が多いことがこの提言の背景にある。

このほか、「プロダクトガバナンスの原則の策定」、「金融・資産運用特区の創設」、「投信基準価格の一社計算

の普及」、「日本版 E M P (Emerging Managers Program、新興運用業者促進プログラム)」が注目される。

「プロダクトガバナンス」とは、資産運用業者において投信等金融商品の組成、販売、管理の各プロセスにおける品質管理を実効性あるものにするため、当該プロセスの各担当部門から独立して品質の検証ができる体制の構築を指す。顧客ニーズに即した商品を提供しているか（組成、販売）、コストに見合ったリターンを確保できているか（運用管理）等の品質管理を、独立した立場から検証するわけである。

「金融・資産運用特区の創設」とは、特定の地域において金融・資産運用サービスを集積し資産運用の高度化と競争力強化を図るというものである。すでに東京、大阪、福岡、札幌の四都市が指定されており、規制緩和を進める「国家戦略特区」の枠組みを活用しつつ、海外の金融機関、スタートアップ企業の誘致等に向けた支援策を講じるようである。

「投信基準価格の二重計算」とは、従来、投信の運用サイドと受託サイド（信託銀）で基準価格を二重に計算していた慣行を改め、一社で計算することをいう。この慣行は運用サイドにとってバックオフィス上の負担になっており、資産運用業への新規参入の壁となっていた。

「日本版 E M P」とは、新興資産運用業者 (Emerging Managers、以下 E M と略) へ資金運用の委任促進を図るプログラムである。具体的には、アセットオーナーシップ・プリンシプル（後述）に、運用委託先選定に関して E M の取扱いを盛り込むこととしている。また E M の積極的な活用を支援するため、E M の業績等のデータを含めた一覧表（エントリーリスト）を官民連携で作成、提供するとしている。アセットオーナーが運用先を選定する場合には、過去のトラックレコード（運用実績の記録等）を検討しなければならない。それが欠如している、そもそも選定候補リストには入らないからである。

最後に資産運用業への新規参入を促進するためミドルバックの外部委託、運用権限の全部委託（運用と業務管理の分離）等の規制緩和を行うとしている。

## 5 アセットオーナーシップの改革

次に、アセットオーナーに関しては「アセットオーナー・プリンシプル」の策定を義務付けている。年金等のアセットオーナーは受益者利益を勘案して運用目的に沿った運用委託先を決めなければならない。このため、アセットオーナーの運用、ガバナンス、リスク管理に関する原則を策定する、としている。

主たるアセットオーナーとしては企業年金があげられるが、確定給付企業年金（DB）と確定拠出企業年金（DC）では抱える課題は異なっている。

### 【DB】

確定給付企業年金基金の九割以上は一〇〇億円未満の小規模基金であり、受託者責任の徹底や専門性の向上について課題があるとされる。総幹事会社を含めた運用委託先の評価や委託先の見直しの促進等ガイドラインの改訂等が方策としてあげられる。また小規模基金のために企業年金連合会による共同運用事業の活用等も提言している。

### 【CD】

他方、確定拠出型企業年金の場合は、運用責任は加入者にあるものの現状では三割の加入者が元本確保型のみであり、物価上昇時に実質価値がマイナスになるリスクがある。このため指定運用方法の変更や運用商品の商品構成の改善等、運営管理機関、事業主、加入者本人の各段階において運用方法が適切に選択できるよう、継続投

資教育等の方策を講じることとする。そして、事業主ごとの運用方法のラインアップ、運用状況等、他社比較ができる情報開示等、具体的な方策が提案されている。

#### 【金融経済教育推進機構】

企業年金を含む私的年金に取り組んでいるものは厚生年金被保険者の三割に過ぎない。そこで私的年金の普及のために、「金融経済教育推進機構」を設立し、従業員向け教育の支援、私的年金の広報活動を展開する、とされる。

### 6 成長資金の供給と運用対象の多様化

#### 【スタートアップ企業等への成長資金の供給】

日本経済の持続的成長に向けて、スタートアップ企業への資金供給の促進、非上場株式の流通促進等の方策が提起されている。例えば、ベンチャーキャピタル向けプリンスIPルの策定、非上場株式の公正価値評価の促進、投資型クラウドファンディングの規制緩和等である。

また非上場証券のプロ投資家向け仲介業務や非上場証券のみを扱うP.T.S業務の参入要件緩和、上場ベンチャーファンドの規制緩和等が施策としてあげられている。

#### 【オルタナティブ投資、サステナブル投資等を含めた投資対象の多様化】

また多様な商品の提供促進策があげられている。多様な商品の具体例として、投資信託への非上場株式の組み入れ、オルタナティブ投資等を行う非上場外国籍投信の国内公募投信への組み入れ等があげられている。また「サステナブル投資商品の充実に向けたダイアログ」を開催して、資産運用会社、販売会社、有識者等との対話の場

を設けるとする。

以上のほか、スチュワードシップ活動を実質化させる策として大量保有報告制度の見直しがあげられている。機関投資家が、資本政策や営業戦略について提案した場合、「重要提案行為」とみなされる恐れがあり、これに抵触すると大量保有報告義務が発生する可能性があるため、実質的なエンゲージメントが損なわれるとの懸念があったためである。

## 7 企業年金（確定給付型）のポートフォリオ

以上、やや長々とみてきたが、全体として「資産運用立国実現プラン」は何を企図しているのだろうか。

上場企業についてはCGコードとSSコードがあつて、経営陣の経営戦略や財務政策に明らかな変化がみられる。M&Aの拡大、配当・自社株買いの増大に表れているように、経営資源の組み換えや株主還元への積極化がみられるのである。しかし、なお現預金や政策投資株等、収益性の低い資産も多い。加えて、日本経済全体として新規投資は停滞的であるし、スタートアップ企業の勃興、成長も海外比較できわめて弱く、環境対策や少子高齢化、デジタル化等に即した産業構造の転換は遅々としている。

配当・自社株買いで株主に還元された資金は、個人の手元で一部は消費に回るが残り貯蓄される。それを再び投資に回すための促進策としては、新NISAをはじめ充実した策がどこされ、本年一月以降、かなりの金額が投信等に流れている。また企業年金の手元では一部は年金給付金として流出するが、残額は毎期の年金保険料と合算されて運用に回される。

問題は機関投資家の手元に還流してきた資金は、どのように再配分、運用されるかである。一例として確定給付型企業年金（DB）のポートフォリオの変化をみよう。表1は厚生年金基金と企業年金（確定給付型）合算の直近（二〇二二年度）ポートフォリオを二〇一四年度と比較したものである。

これによると、国内株式・債券のウェイトが低下した半面、外債・その他・一般勘定が上昇している。「その他」には貸付金や転換社債等が含まれているが、ウェイト上昇の大部分は「オルタナティブ」と考えてよいだろう。「一般勘定」は生命保険会社が運用する確定利回り商品であるが、これにも「オルタナティブ」が部分的に含まれている。

すなわち、二〇一〇年代後半以降、企業年金のポートフォリオでは「オルタナティブ」投資が増えているのである。これには株式、債券以外の資産（不動産、プライベート・エクイティ、コモディティ）やヘッジファンド等が含まれている。

このうち、スタートアップ企業への投資はベンチャーファンドやプライベート・エクイティ（PE）ファンドが担っている。これらファンドが資金

を投入して回収するまでの一連の流れは、簡略化すれば次のようになっていいる。すなわち、①これまで存在しなかった新興企業を探索、発掘し、②事業アイデア等を調査して企業価値を定め、投資を執行し、③その後は経営者や販路先のあっせん等企業価値向上に努め、④最後はIPOやM&Aによって回収する。このようにみると、

表1 企業年金（確定給付型）等のポートフォリオ

	2014年度	2022年度
国内株式	14.8%	9.3%
国内債券	26.0%	17.8%
外国株式	15.6%	14.1%
外国債券	13.6%	17.7%
その他	10.3%	18.7%
短期資金	6.0%	5.2%
一般勘定	13.6%	17.3%

(注1) 厚生年金基金と確定給付企業年金の合計値。

(注2) 「その他」は、オルタナティブ投資、転換社債、貸付金等である。

(出所) 企業年金連合会『企業年金実態調査』より抽出。

これらのファンドを組成、運用する業者の諸機能には、公募投信の組成、運用とはかなり異なるスキルが必要である。

わが国の機関投資家は、すでにかんがりのオルタナティブ投資に踏み込んでいるが、国内の投信・投資顧問会社の多くはみずからファンドを組成、運用するよりも、既存のファンドの評価や販売あっせん等の「ゲートキーパー」とどまる事例が多いように見受けられる。もちろんそれも重要ではある。しかしこれに加えて、ファンド組成、運用に長けた業者がもつと多く参入することが必要だろう。また投資対象が非上場株であり、公正価値評価や流通市場の整備、育成も喫緊の課題であろう。

## 小括

以上のようにみると、資産運用業に関しては、これまで手薄だった「プライベートな領域（未公開株等）」の運用サービスを充実させるための新規参入策（日本版EMPプログラム、ミドル・バックオフィスや運用権限の外部委託に関する規制緩和等）、アセットオーナーに関しては、受益者利益に沿った運用委任先の選定に関するガバナンスが重要な意味を持っているのではないだろうか。

## 注

- (1) 気候変動のもたらす「リスク」及び「機会」の財務的影響を把握し、開示することが補充原則に盛り込まれている。
- (2) 経営戦略に照らして必要なスキルと取締役の知識・経験・能力とをマトリックスにしたもの。形式的な独立社外取締役ではないことを開示させる目的のものである。

- (3) 受入れを表明している機関投資家は三三四機関である(二〇二四年三月末)。内訳は信託銀行等六、投信・投資顧問等二一〇、生損保二四、年金基金等八三、その他一一である(金融庁調べ、<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>)。
- (4) 内閣官房「資産運用立国実現プラン」[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashi\\_sihonnyugi/bunkakai/sisanunyoutorimatome/plan.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashi_sihonnyugi/bunkakai/sisanunyoutorimatome/plan.pdf)
- (5) 「ゲートキーパー(門番)」とは不適切な来訪者を排除するという意味の俗語である。運用業者やファンドの評価を通じて、アセットオーナーに適した委任先やファンドの選定に関するアドバイスをを行う。機能的には運用コンサルタントである。専門業者のほか、投資顧問業者、証券会社、信託銀行等も参入している。

(にかみ きよし・特任研究員)