

資産運用サービスの高度化に向けた  
プログレスレポート 2025

2025年6月



---

## 目次

---

<u>はじめに</u> .....	1
<u>1. 資産運用業の高度化に向けて</u> .....	3
1-1 はじめに.....	3
1-2 資産運用会社の現状と各社が考える強化ポイント.....	4
1-3 プロダクトガバナンスの高度化に向けた取組.....	26
1-4 投資先企業の企業価値向上に向けた取組.....	35
1-5 新興運用業者の育成に向けた取組（日本版 EMP）.....	39
<u>2. 確定拠出年金（企業型 DC、iDeCo）サービスの高度化に向けて</u> .....	46
2-1 企業型 DC、iDeCo の概要.....	46
2-2 加入者等の適切な商品選択に向けた取組.....	48
2-3 企業における運営管理機関の評価・変更等（企業型 DC）.....	72
2-4 企業型 DC、iDeCo のビジネス構造について.....	75
<u>3. 確定給付企業年金（DB）サービスの高度化に向けて</u> .....	82
3-1 DB の概要.....	82
3-2 金融機関の業務概要.....	85
3-3 小規模 DB への運用サポート.....	89
3-4 「人への投資」に向けた取組へのサポート.....	93

# はじめに

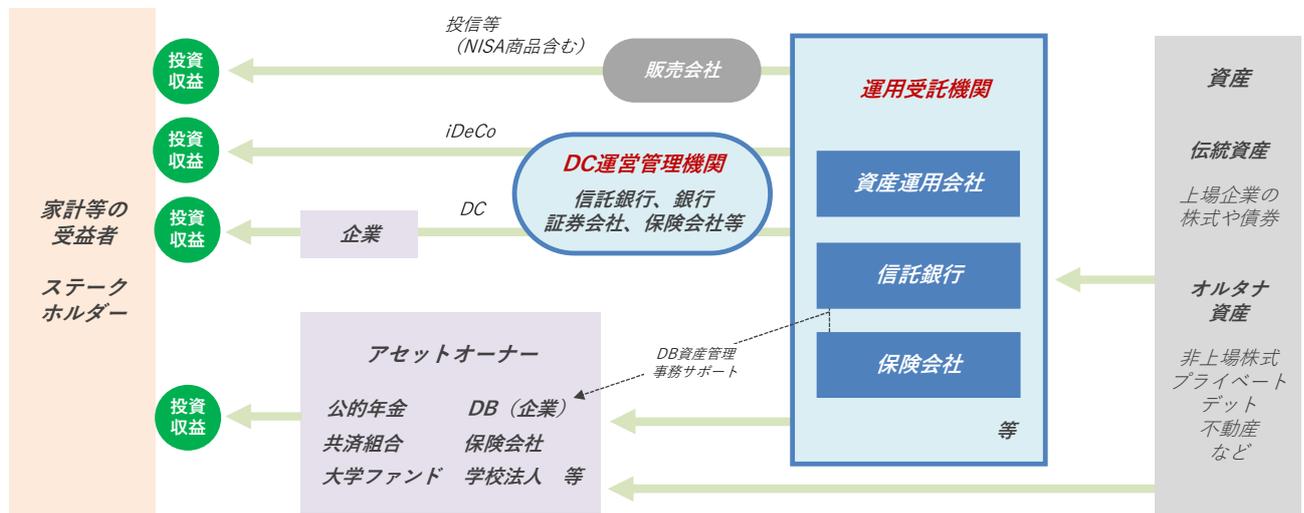
## 1. 資産運用サービスの高度化に向けたモニタリング

金融機関は、家計やアセットオーナーに様々な資産運用サービスを提供している。例えば、資産運用会社は、組成した投資信託を通じ、家計等の資金の運用を担っている。また、アセットオーナーは金融機関に資産運用を委託することが多く、資産運用会社や信託銀行、生命保険会社（以下、生保）等がその運用を受託し、アセットオーナーを支えている。

資産運用立国の実現に向け、資産管理・運用の専門家たる金融機関が果たすべき役割は非常に大きい。多くの金融機関が自ら表明しているとおり、金融機関には、社会や経済・金融環境が変化する中で、継続的に、家計やアセットオーナー等の最善の利益を勘案した業務運営を実施していくとともに、資産運用サービスの更なる高度化に向けて取組を強化していくことが期待される。

また、質の高いサービスを継続的に提供していくためには、その原資となる収益基盤を確立していくことも重要となる。

こうした観点から、金融庁は、資産運用の機能に着目し、その機能を提供する様々な金融機関について横断的なモニタリングを実施していく。モニタリングを通じ、当局と業界が現状・課題認識を共有し、協働してインベストメントチェーンの活性化、資産運用立国の実現に取り組んでいく。



## 2. 「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート 2025」について

2023年に金融庁が公表した「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」（以下、プログレスレポート 2023）<sup>1</sup>においては、資産運用業に対し、例えば、ガバナンス・経営体制の強化、運用力の強化、日本独自のビジネス慣行の是正と競争の促進、プロダクトガバナンスの強化等の点について指摘した。これらについては、「資産運用立国実現プラン」<sup>2</sup>や「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版」<sup>3</sup>（以下、実行計画 2024）に様々な施策が盛り込まれ、取組が進められている。例えば、「資産運用立国実現プラン」を踏まえ、金融庁から大手金融機関グループに対し、資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付けを明確にし、運用力向上やガバナンス改善・体制強化を図るためのプランの策定・公表を要請した。これを受け、多くの金融グループからプランが公表され、取組が進められているところである。引き続き、各施策を推進するとともに、各社の取組をフォローしていく。

今事務年度においては、「資産運用立国実現プラン」に盛り込まれた資産運用業の改革やアセットオーナーシップの改革の進展に資するよう、

- ① 資産運用業の高度化に向けて、大手資産運用会社の現状と各社が考える強化ポイント、プロダクトガバナンスの高度化に向けた取組、投資先企業の企業価値向上に向けた取組等についてモニタリングを実施した。
- ② また、確定拠出年金（企業型 DC、iDeCo）向けサービスが加入者等の最善の利益を勘案したものとなるよう、企業型 DC、iDeCo のビジネス構造や、加入者等の適切な商品選択に向けた運営管理機関の取組状況等について、モニタリングを実施した。
- ③ 加えて、確定給付企業年金（DB）向けサービスが加入者等の最善の利益を勘案したものとなるよう、金融機関（信託銀行や生保）における事務面・運用面でのサポート、具体的には、小規模 DB への運用サポート、給付水準の改善に取り組もうとする企業へのサポート状況について、モニタリングを実施した。

資産運用サービスを提供する金融機関の状況は様々であり、取り組むべき課題やその対応方法も区々であると考えられるが、金融庁としては、本レポートを通じ、各金融機関が、資産運用サービスの高度化に向け、業界全体・自社・他社のデータも参考としつつ、自らの立ち位置を把握し、深度ある分析・検証を行い、取組の改善を検討することを促していく。そして、対話等を通じてその進捗状況等を継続的にフォローアップしていく。

<sup>1</sup> 「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」（2023年4月21日）

<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421.html>

<sup>2</sup> 「資産運用立国実現プラン」（2023年12月13日）

[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou\\_torimatome/plan.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf)

<sup>3</sup> 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版」（2024年6月21日）

[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/ap2024.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2024.pdf)

# 1. 資産運用業の高度化に向けて

## 1-1 はじめに

実行計画 2024 では「資産運用業が我が国金融業の中で銀行・保険・証券に並ぶ第4の柱となるよう、業界の発展を継続して推進する」、「世界の資産運用会社と質・量ともに伍していけるプレイヤーの育成を目指す」とされた。

資産運用会社には、家計やアセットオーナー等の最善の利益を勘案し、引き続き、資産運用サービスの向上に取り組んでいくことが期待される。そのためには、継続的に、より良い金融商品の提供に向けた研究・開発、人材育成・確保、インフラ整備、DX、イノベーションの取り込み等に取り組んでいく必要があり、同時にその原資となる収益基盤を確立していくことも重要である。

こうした中、今事務年度においては、①資産運用会社の現状と各社が考える強化ポイント、②プロダクトガバナンスの高度化に向けた取組、③投資先企業の企業価値向上に向けた取組、④新興運用業者の育成に向けた取組についてモニタリングを行った。

### ①資産運用会社の現状と各社が考える強化ポイント

資産運用サービスの質の向上、その原資となる収益基盤の確立に向けては、まず、足元における資産運用会社の利益構造や、今後、資産運用会社がどのような点を強化しようとしているのかについて分析・現状把握を行うことが重要である。そこで、大手社を中心に、上記の点についてまとめた。

### ②プロダクトガバナンスの高度化に向けた取組

プロダクトガバナンスの高度化は、資産形成に資する良質な商品を提供し続ける上で重要である。このため、「投資家が負担するコストに見合った十分な付加価値を提供できているか」との観点から、商品組成時と組成後の品質維持に向けた対応について大手社と対話を行い、各社の参考となるよう、現在の取組事例や課題等についてまとめた。

### ③投資先企業の企業価値向上に向けた取組

資産運用会社が、より良いリターンを長期にわたって顧客にもたすためには、企業への投資後も、企業の中長期的な企業価値向上と持続的成長に向け、投資先企業との対話等（エンゲージメント）を行っていくことが重要である。そこで、大手社を中心に、具体的に各社がどのようなエンゲージメントを行っているのか、取組を持続的・実効的なものとするためにどのような課題や工夫があるかなどについて対話を行い、その結果をまとめた。

### ④新興運用業者の育成に向けた取組

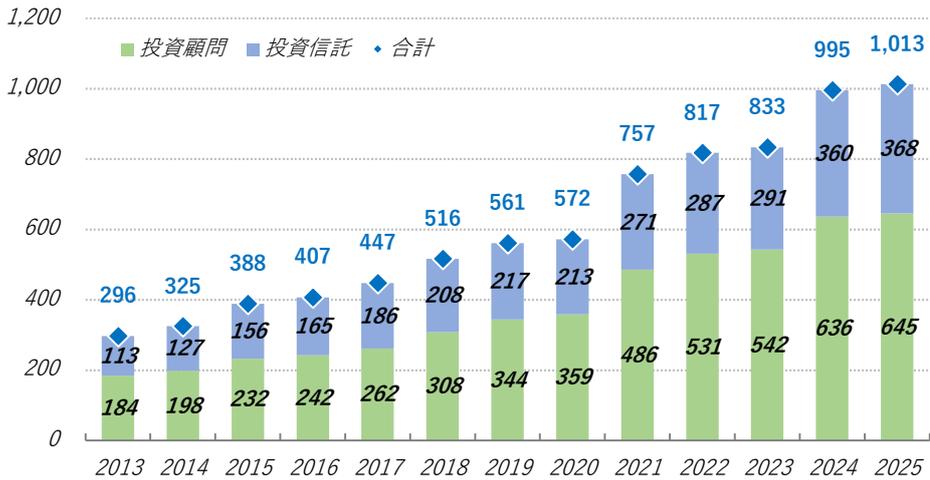
資産運用業の発展のためには、新規参入とそれによる競争を促進することも重要である。このため、「資産運用立国実現プラン」を踏まえ、官民連携して新興運用業者促進プログラム（日本版 EMP（Emerging Managers Program））を進めている。特に、資産運用会社においては、将来的な顧客向け商品の委託先を発掘する等の観点から、新興運用業者を積極的に活用した運用を行っていくことが期待される。そこで、これまでの政府の取組や金融機関の取組状況についてまとめた。

## 1-2 資産運用会社の現状と各社が考える強化ポイント

### 1-2-1 日本の資産運用会社の現状

日本の資産運用会社の運用受託残高は近年増加傾向にあるが、世界の大手資産運用会社の運用受託残高や営業利益と比較すると差がある。

■ 図表 1-1：日本の資産運用会社の運用受託残高の推移（兆円）<sup>4</sup>



■ 図表 1-2：日本と世界の資産運用会社の運用受託残高・営業利益（兆円）<sup>5</sup>

企業名	受託残高 (兆円)	営業利益 (兆円)
BlackRock	1,719	1.13
Vanguard Group	1,555	非開示
UBS	890	0.66
Fidelity Investments	882	1.54
State Street Global Advisors	705	0.10
J.P. Morgan Asset Management	605	1.08
Goldman Sachs Asset Management	469	0.68
Capital Group	419	非開示
Allianz Group	397	0.52
Amundi	363	0.27
BNY Investments	299	0.09
Invesco	276	0.20
Franklin Templeton	251	0.26
Morgan Stanley Investment Management	249	0.17
T. Rowe Price Group	241	0.35
L&G	217	0.08
Natixis Investment Managers	213	0.12
PGIM	206	0.13
Blackstone	169	0.81
KKR	95	0.46
三井住友トラストグループ	131	0.02
野村アセットマネジメント	87	0.04

<sup>4</sup> 日本投資顧問業協会、投資信託協会。各年3月末の残高。一部に重複計上あり。数値は四捨五入であるため、合計値が必ずしも一致しない場合がある。以降、同様。

<sup>5</sup> 外資系は、ワイリス・タワーズワトソン社の「The world's largest 500 asset managers2024」に記載されたAUMの上位20社及びその他2社に24/12期又は直近決算の値を確認又は公表資料から記載（数値確認を行った社のうち開示不可の社を除き掲載）。資産運用会社の連結ベース。グループ内に複数の資産運用会社がある場合は合算。アセットマネジメント事業の計数であるが、プライベートバンキング業務等に関する数値を含む社もあり。為替換算は25/3末時点。日系のうち、三井住友トラストグループは、三井住友トラスト・アセットマネジメントと日興アセットマネジメントの連結合算ベース。野村アセットマネジメントは同社の連結ベース。ともに24/3期の値。

こうした差は、より良い金融商品の提供に向けた研究・開発、人材育成・確保、インフラ整備、DX、イノベーションの取り込みといった面で、資産運用サービスの質の向上に差を生む可能性がある。

この30年間、世界の大手社は大きく成長する一方、我が国では、長らく続いたデフレ経済によるマザーマーケットの成長の弱さ、海外事業の撤退・縮小、家計金融資産の占める現預金の比率の高さなど、成長に向けて資産運用業を取り巻く環境は厳しい面もあったと考えられる。しかしながら、これらについて様々な変化の兆しも出てきている。

**各社においては、資産運用サービスの質の向上及び受益者に付加価値をもたらすための収益基盤の確立に向けて、後述する業界全体・自社・他社のデータや分析等も参考に、自らの立ち位置を把握した上で、現在のビジネスモデルは適切かどうか、どのようにして他社と差別化を図っていくか、更なる成長のために取り組むべき優先課題・本質的課題は何か、どのような方策により課題を解決していくか、といった点について検討していくことが期待される<sup>6</sup>。当局として、その状況を継続的にフォローアップしていく。**

---

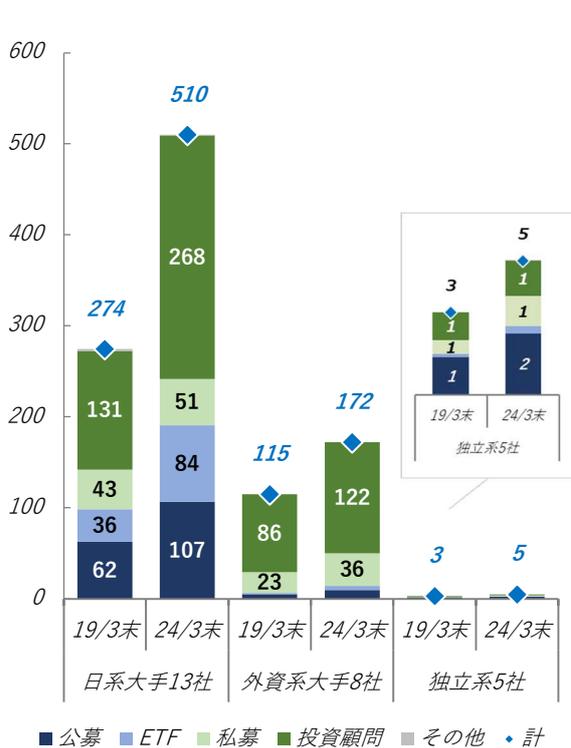
<sup>6</sup> こうした点に鑑み、各社の参考となるよう、本章では、図表 1-2、図表 1-12 を除き社名を伏せた上で多くの個社データを掲載することとした。

## 1-2-2 今回の調査対象会社の概況

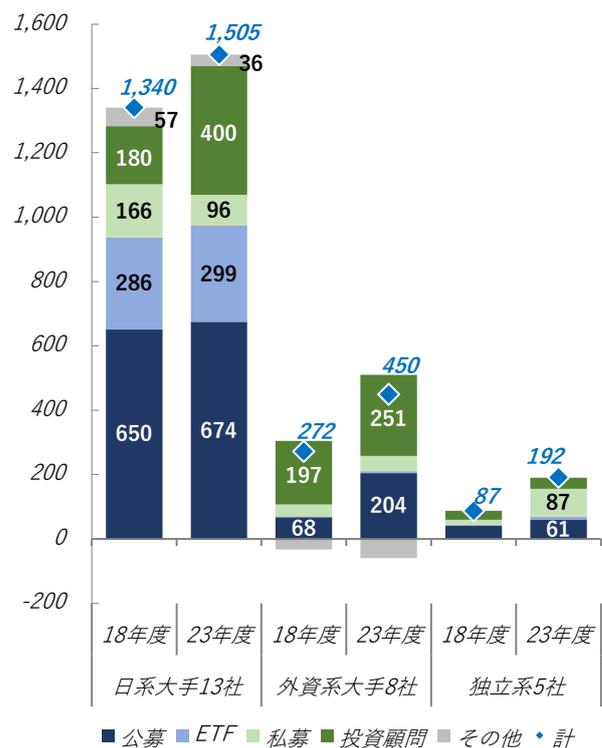
本章では、以降において、我が国の運用受託残高の上位 20 社を含む、日系大手 13 社<sup>7</sup>、外資系大手 8 社<sup>8</sup>、独立系 5 社<sup>9</sup>の 26 社から提供されたデータ（2024/3 末、2023 年度、2019/3 末、2018 年度の値）に基づき分析を行っている<sup>10</sup>。

26 社の運用受託残高（2024/3 末）の合計は 686 兆円で、国内全体の約 70% を占めており、5 年前（2019/3 末）と比較して運用受託残高・営業利益ともに増加している。

■ 図表 1-3：26 社の運用受託残高（兆円）<sup>11</sup>



■ 図表 1-4：26 社の営業利益（億円）<sup>12</sup>



<sup>7</sup> 日系大手 13 社は、我が国の運用受託残高の上位 20 社に含まれる日系 12 社に、運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプランを公表しているその他 1 社を加えた 13 社。各社ともに国内大手金融グループに属する。具体的には、アセットマネジメント One、SBI アセットマネジメント、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、ニッセイアセットマネジメント、日興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 アセットマネジメント、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント。

<sup>8</sup> 外資系大手 8 社は、我が国の運用受託残高上位 20 社に含まれる外資系の 8 社。具体的には、インベスコ・アセット・マネジメント、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント、JP モルガン・アセット・マネジメント、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、PGIM ジャパン、ピムコジャパンリミテッド、フィデリティ投信、ブラックロック・ジャパン。

<sup>9</sup> 独立系 5 社は、国内金融グループに属さない会社（独立系資産運用会社として開業し、その後、国内金融グループに入った 1 社を含む）のうち、運用受託残高（合計・公募投信・投資顧問）のそれぞれ上位 3 社に入る 5 社。具体的には、HC アセットマネジメント、さわかみ投信、シンプレクス・アセット・マネジメント、スパークス・アセット・マネジメント、レオス・キャピタルワークス。また、その他、鎌倉投信、コモンズ投信、なかのアセットマネジメント、みさき投資の 4 社から得られた回答も必要に応じ分析に利用。

<sup>10</sup> データは資産運用会社連結ベース。本章において、特段の注記がない図表については、資産運用会社から提供されたデータに基づき、金融庁にて作成したもの。外資系数数社において、全て又は一部の数値が 2023/12 末、2018/12 末のものであるが、便宜上 2024/3 末、2019/3 末の数値として扱う。

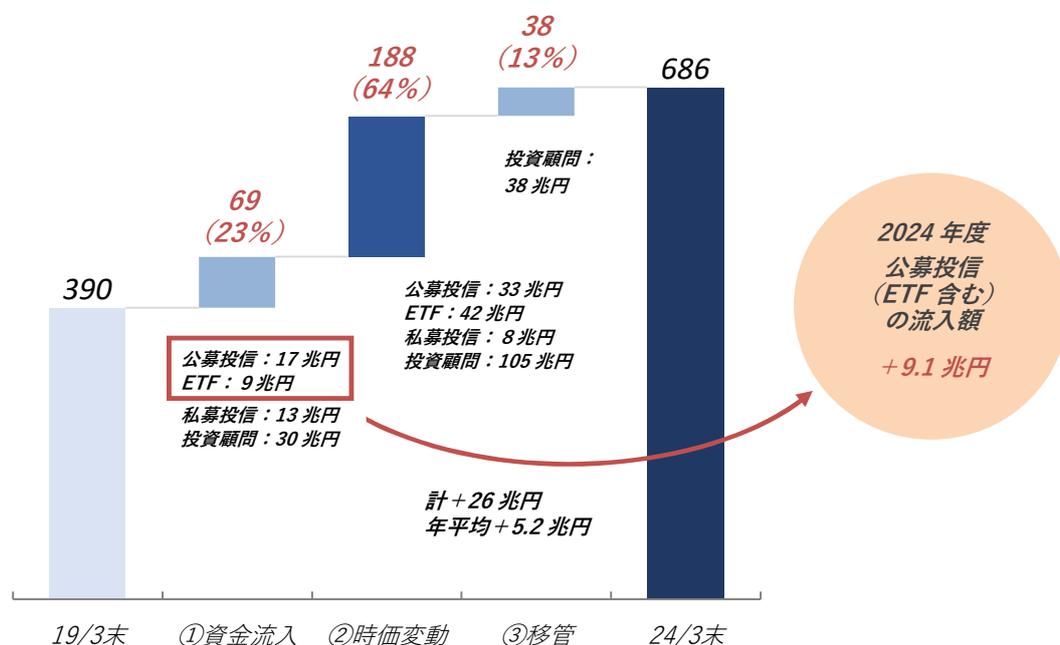
<sup>11</sup> 「その他」には、キャッシュ、投資法人との資産運用委託契約に基づく運用受託残高、投資事業有限責任組合契約の出資持分等が含まれる。以降、運用受託残高の数値については同様。

<sup>12</sup> 「その他」には、投資法人との資産運用委託契約に基づく運用報酬、投資事業有限責任組合の管理報酬等、国際取引に関する日本人等への収益分配等が含まれる。なお、一般管理費等の各区分（公募投信、ETF、私募投信、投資顧問、その他）への割り振りは各社判断による。各区分に割り振れない一般管理費等の費用がある会社については、各区分の利益や収益に応じて金融庁において振り分けられた。

26社の運用受託残高は、2019/3末から2024/3末までの5年間で+295兆円増加し、約1.8倍となっている。その増加要因（ネット）を分析すると、資金流入額は全体の約2割で、残りの約8割は運用資産の時価上昇とグループ会社からの業務移管に伴う運用資産の移管となっている。「成長と分配の好循環」をより強くしていく観点からは、家計等の受益者に収益をもたらす時価上昇に加えて、資産運用会社が、家計やアセットオーナー等から信任を得て新規に運用を受託していくことも重要である。

こうした中、2024年1月の新NISA開始以降、26社においても公募投信及びETFの資金流入額は増加している。これまでの5年間（2019/3末から2024/3末）で見ると年平均+5.2兆円であった流入額が2024年4月から2025年3月末の1年間では+9.1兆円となるなど、変化の兆しが見える。（業界全体の公募投信・ETFは+11.8兆円<sup>13</sup>）。

■ 図表 1- 5 : 26社の運用受託残高の増加要因（兆円）<sup>14</sup>



<sup>13</sup> 投資信託協会。

<sup>14</sup> 投資信託協会の投信データ、QUICKのETFデータ、各社の投資顧問のデータより金融庁作成。②時価変動は公募投信・ETF・私募投信・投資顧問それぞれの運用受託残高の増加額から①及び③を差し引いた値。

## 1-2-3 利益構造と各社の強化ポイント

### (1) 運用受託残高と営業利益の分解

資産運用業には、様々な業務のバリエーションが存在する。ここでは、日系大手 13 社の運用受託残高 510 兆円・営業利益 1,505 億円を、

- ・業務形態別（公募投信、ETF、私募投信、投資顧問等）、
- ・顧客別（国内顧客か海外顧客か）、
- ・投資対象地域別（日本かグローバルか）、
- ・資産・投資戦略別（株式アクティブ、株式パッシブ、債券アクティブ、債券パッシブ、マルチアセット、オルタナティブ等）

に分解し、日系大手 13 社の業務の特徴や近年の動向をみていく。日系大手 13 社の運用受託残高（2024 年 3 月末）と 2019 年 3 月末からの増減、営業利益（2024 年 3 月末）と 2019 年 3 月末からの増減について、上記カテゴリーで分解したものが図表 1-6、図表 1-7 である。

■ 図表 1-6：日系大手 13 社の運用受託残高 510 兆円の分布、増減<sup>15</sup>

24/3末時点			運用受託残高（兆円）				運用受託残高に対する割合				運用受託残高の増減額 （19/3末→24/3末）				
顧客 属性	投資対象 地域	商品 属性	投信ビジネス			投資 顧問	投信ビジネス			投資 顧問	投信ビジネス			投資 顧問	
			公募	ETF	私募		公募	ETF	私募		公募	ETF	私募		
国内 顧客	日本	株式	A	7	0	4	10	1%	0%	1%	2%	1	0	0	0
			P	6	81	3	55	1%	16%	1%	11%	3	46	-1	25
		債券	A	7	0	6	21	1%	0%	1%	4%	2	0	1	4
			P	1	0	3	29	0%	0%	0%	6%	0	0	0	17
		マルチアセット	0	0	0	2	0%	0%	0%	0%	-1	0	0	1	
		オルタナ	1	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
		その他	12	1	3	0	2%	0%	1%	0%	3	0	1	0	
	グローバル	株式	A	21	0	5	8	4%	0%	1%	2%	8	0	5	4
			P	21	1	2	27	4%	0%	0%	5%	19	1	1	9
		債券	A	9	0	12	19	2%	0%	2%	4%	-1	0	2	13
			P	2	0	3	47	0%	0%	1%	9%	1	0	0	34
		マルチアセット	12	0	5	6	2%	0%	1%	1%	5	0	0	1	
		オルタナ	3	0	2	14	1%	0%	0%	3%	2	0	-1	11	
その他	3	0	2	10	1%	0%	0%	2%	0	0	0	8			
海外 顧客	日本	株式	A	0	0	0	5	0%	0%	0%	1%	0	0	0	1
			P	0	0	0	1	0%	0%	0%	0%	0	0	0	1
		債券	A	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0
			P	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0
		マルチアセット	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
		オルタナ	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
		その他	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
	グローバル	株式	A	1	0	0	2	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0
			P	0	0	0	4	0%	0%	0%	1%	0	0	0	3
		債券	A	1	0	0	6	0%	0%	0%	1%	0	0	0	3
			P	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0
		マルチアセット	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
		オルタナ	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
その他	0	0	0	1	0%	0%	0%	0%	0	0	0	1			
小計			107	84	51	268	21%	17%	10%	52%	44	48	8	137	
合計			510	※その他（0.7兆円）含む				236	※その他（-1.2兆円）含む						

<sup>15</sup> A：アクティブ戦略、P：パッシブ戦略、その他：キャッシュ、デリバティブを投資対象とする商品、証券化商品等。上場 REIT をオルタナに含めている会社もあればその他に含めている会社もある。以下において同じ。

■ 図表 1-7：日系大手 13 社の営業利益 1,505 億円の分布、増減<sup>16</sup>

日系大手13社			営業利益（億円） （24/3末時点）				営業利益に対する割合 （24/3末時点）				営業利益の増減額 （19/3末→24/3末）				
顧客 属性	投資対象 地域	商品 属性	投信ビジネス			投資 顧問	投信ビジネス			投資 顧問	投信ビジネス			投資 顧問	
			公募	ETF	私募		公募	ETF	私募		公募	ETF	私募		
国内 顧客	日本	株式	A	115	0	36	43	8%	0%	2%	3%	-14	0	-3	-3
			P	25	295	0	16	2%	20%	0%	1%	3	20	-15	10
		債券	A	8	0	18	32	1%	0%	1%	2%	-4	0	-2	11
			P	2	-1	1	13	0%	0%	0%	1%	-3	-1	-4	7
		マルチアセット	5	0	1	1	0%	0%	0%	0%	2	0	1	0	
		オルタナ	6	2	2	2	0%	0%	0%	0%	-5	0	-1	2	
		その他	1	8	4	2	0%	1%	0%	0%	1	-1	-2	3	
	グローバル	株式	A	263	0	21	16	18%	0%	1%	1%	33	0	19	7
			P	40	-2	0	25	3%	0%	0%	2%	40	-2	-3	15
		債券	A	83	0	-3	20	6%	0%	0%	1%	-69	0	-27	14
			P	10	-3	-12	27	1%	0%	-1%	2%	3	-3	-18	15
		マルチアセット	67	0	16	12	5%	0%	1%	1%	22	0	-11	-1	
		オルタナ	40	0	-2	109	3%	0%	0%	7%	26	0	-5	81	
		その他	12	0	11	48	1%	0%	1%	3%	-3	0	1	44	
海外 顧客	日本	株式	A	6	0	0	33	0%	0%	0%	2%	-1	0	0	16
			P	0	0	0	-3	0%	0%	0%	0%	2	0	0	-2
		債券	A	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0
			P	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0
		マルチアセット	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
		オルタナ	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
		その他	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
	グローバル	株式	A	-6	0	1	13	0%	0%	0%	1%	-7	0	1	5
			P	0	0	0	-1	0%	0%	0%	0%	0	0	0	-1
		債券	A	-2	0	0	-9	0%	0%	0%	-1%	-4	0	-1	1
			P	0	0	0	-1	0%	0%	0%	0%	0	0	0	-1
		マルチアセット	0	0	0	-2	0%	0%	0%	0%	1	0	0	-1	
		オルタナ	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
		その他	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0	0	0	0	
小計			674	299	96	400	46%	20%	7%	27%	24	13	-70	220	
合計			1,505	※その他36億円を含む											
				※その他-21億円を含む											

<sup>16</sup> 一般管理費等の各区分への割り振りは各社判断による。各区分に割り振れない一般管理費等の費用がある会社については、各区分の利益に応じて金融庁において振り分けた。図表 1-8 において同様。

日系大手 13 社の営業利益及び近年の動向をみていくと、以下の点が特徴として挙げられる。

■ 図表 1- 8 : 日系大手 13 社の営業利益の特徴

顧客属性	投資地域	商品属性	営業利益 (億円) (24/3末時点)				営業利益の増減額 (19/3末→24/3末)					
			投信ビジネス			投資 顧問	投信ビジネス			投資 顧問		
			公募	ETF	私募		公募	ETF	私募			
国内顧客	日本	株式	A	115	0	36	43	▲ 14	▲ 0	▲ 3	▲ 3	①
			P	25	295	0	16	3	20	▲ 15	10	
		債券	A	8	0	18	32	▲ 4	0	▲ 2	11	
			P	2	▲ 1	1	13	▲ 3	▲ 1	▲ 4	7	
		マルチアセット	5	0	1	1	2	0	1	0		
		オルタナ	6	2	2	2	▲ 5	▲ 0	▲ 1	2		
	その他	1	8	4	2	1	▲ 1	▲ 2	3	②		
	株式	A	263	0	21	16	33	0	19		7	
		P	40	▲ 2	0	25	40	▲ 2	▲ 3		15	
	債券	A	83	0	▲ 3	20	▲ 69	▲ 0	▲ 27		14	
		P	10	▲ 3	▲ 12	27	3	▲ 3	▲ 18		15	
	マルチアセット	67	0	16	12	22	▲ 0	▲ 11	▲ 1			
オルタナ	40	0	▲ 2	109	26	0	▲ 5	81	③			
その他	12	0	11	48	▲ 3	▲ 0	1	44				
海外顧客	全て	全て	▲ 2	1	3	32	▲ 8	0	▲ 0	16	④	
小計			674	299	96	400	24	13	▲ 70	220		
合計			1,505	※その他36億円含む			165	※その他▲21億円含む				

① 国内顧客/ETF/国内株式パッシブが利益のトップ (利益の 20%)  
国内顧客/公募投信/国内株式アクティブは利益の 3 番手 (利益の 8%)

② 国内顧客/公募投信/グローバル株式が増加  
(アクティブは利益の 2 番手、18%)  
(パッシブも含めると利益の 1 番手、21%)

③ 国内顧客/グローバル・オルタナが増加  
(投資顧問は利益の 4 番手、7%、5 年間で最も増加した項目)  
国内顧客/国内・オルタナは限定的

④ 海外ビジネスが限定的 (利益の殆どが国内)

まず、①営業利益に占める割合が最も大きいのは、国内顧客/ETF/国内株式パッシブ(利益の 20% (295 億円/1,505 億円)、運用受託残高全体でも 16% (81 兆円/510 兆円) でトップ) であるが、これは、金融政策の一環として日本銀行が 2010 年から 2024 年の間に行った ETF の買入れの影響が大きいと考えられる。

国内顧客/公募投信/国内株式アクティブの利益も大きい。資産運用会社においては、有望な企業を見極め、その企業価値向上を促すとともに、後述のプロダクトガバナンスの高度化に向けた取組も参考に、家計の資産形成を支える良質な運用商品を組成していくことが期待される。

また、②国内顧客/公募投信/グローバル株式アクティブの利益が2番手、③国内顧客/投資顧問/グローバル・オルタナティブ投資の営業利益が4番手となっている。一方で、グローバル・オルタナティブ投資がこの5年間で大きく伸びている中、国内オルタナティブ投資の営業利益は5年前と比較してマイナスとなっている。

加えて、④営業利益の殆どが国内顧客向けのサービスから得ているものであり、海外顧客向けのサービス（海外顧客に対する国内資産、グローバル資産への投資商品・サービスの提供）は、現状限定的といえる。

## （2）各社の「今後の強化ポイント」

こうした中、各社に、自身の「強み」・「弱み」・「今後の強化ポイント」についてアンケートを行ったところ、各社においても、前述のこれらの分野を「今後の強化ポイント」に挙げている社が多い。各々について、後述する。

■ 図表 1-9：各社が考える「今後の強化ポイント」の集計結果<sup>17</sup>

	顧客属性	投資地域	アセット クラス	回答社数	回答社数		
					日系大手	外資系大手	独立系
1	国内顧客	国内	株式 アクティブ	18	9	3	6
2	国内顧客	グローバル	オルタナ	17	9	7	1
3	国内顧客	グローバル	株式 アクティブ	16	11	3	2
4	海外顧客	国内	株式 アクティブ	10	7	1	2
4	国内顧客	国内	オルタナ	10	5	1	4

<sup>17</sup> 各社最大で5分野を回答。独立系は「独立系5社」に加え、鎌倉投信、コモンズ投信、みさき投資の3社からの回答も集計。

■ 図表 1-10 (参考) : 各社へのアンケート集計結果 (詳細版) <sup>18</sup>

- ※ 国内顧客/海外顧客、国内資産/海外資産の4区分に分けて色付け。
- ※ 国/は国内顧客向け、海/は海外顧客向け。
- ※ Aはアクティブ戦略、Pはパッシブ戦略。
- ※ G①②③は、公募投信・ETF/私募投信・投資顧問の比率と、アクティブ/パッシブ比率をもとに各社をグループ化したもの。後述の(3)グループ化で解説。例えばG①はグループ①を指す。

	強化ポイント				強み		弱み	
	最も強化したい区分	2番目に強化したい区分	その他強化したい区分	2番目に「強み」と認識している区分	最も「強み」と認識している区分	2番目に「弱み」と認識している区分	最も「弱み」と認識している区分	
日系大手13社	A社	国/Gオルタナ	国/G株A	海/G株A	海/G債券A	海/G債券A	海/G債券A	
	B社	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株P	国/G株P	国/G株P	
	G①	C社	海/G債券A	海/国内株A	海/国内株A	海/Gオルタナ	海/G株A	海/G株A
		D社	国/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	国/G株A	海/国内株A	海/国内株A
	G②	E社	国/G株P	国/国内株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A
		F社	国/G株A	国/国内株A	国/G株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A
		G社	国/G株A	国/G株A	国/G株A	海/G株A	海/G株A	海/G株A
		H社	国/G株A	国/G株A	国/G株A	海/G株A	海/G株A	海/G株A
	G③	I社	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A
		J社	国/国内株A	国/G株A	海/国内株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A
		K社	海/国内株A	国/G株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A
	G①	L社	国/国内株A	国/G株A	国/G株A	海/国内株A	海/G株A	海/G株A
M社		国/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	
N社		国/国内株A	国/G株A	特になし	特になし	国/G株A	特になし	
O社		国/G株A	特になし	特になし	特になし	国/G株A	特になし	
P社		国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	
G②	Q社	特になし	特になし	特になし	特になし	特になし	特になし	
	R社	国/G株A	特になし	国/G株A	国/国内株A	国/国内株A	国/国内株A	
	S社	国/G株A	海/国内株A	海/国内株A	特になし	特になし	特になし	
G③	T社	国/G株A	特になし	特になし	特になし	特になし	特になし	
	U社	国/G債券P	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	
G①	V社	国/国内株A	国/G株A	国/G株A	特になし	特になし	特になし	
	W社	国/国内株A	特になし	特になし	特になし	特になし	特になし	
G②	X社	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	
	Y社	海/国内株A	国/国内株A	国/国内株A	国/国内株A	国/国内株A	国/国内株A	
	Z社	国/国内株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	国/G株A	
独立系8社	AA社	国/国内株A	国/国内株A	特になし	特になし	特になし	特になし	
	AB社	国/国内株A	国/G株A	特になし	特になし	特になし	特になし	
	AC社	国/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	海/国内株A	

<sup>18</sup> 注釈17と同様、各社最大で5分野を回答。独立系は「独立系5社」に加え、鎌倉投信、コモンズ投信、みさき投資の3社からの回答も集計。

### (3) 各社のグループ化

前述のとおり、資産運用業には、様々な業務バリエーションが存在する。以下においては、個社毎の状況を多く示していくが、業務態様が近い会社との横比較に資するよう、本項では、①運用受託残高に占める公募投信（ETFを含む）の割合が50%超の会社、②私募投信と投資顧問の割合が50%超の会社に大別し、さらに②のグループについては、運用受託残高に占めるアクティブ運用の比率が50%超の会社に分け、この3つにグルーピングを行った。以降の分析において個社データを示す際には、このグループ毎に記載していく。

■ 図表 1- 11：調査対象 26 社のグループ化（運用受託残高の内訳割合、アクティブ比率・パッシブ比率）

			2024年3月末					
			公募/ETF/私募/投資顧問（その他は省略）				アクティブ/パッシブ	
			公募	ETF	私募	投資顧問	アクティブ	パッシブ
日系 大手13社	グループ①	A社	30%	44%	3%	22%	31%	69%
		B社	53%	20%	23%	4%	36%	64%
		C社	31%	49%	8%	12%	46%	54%
		D社	37%	53%	8%	3%	33%	67%
		E社	51%	0%	46%	2%	52%	48%
	グループ②	F社	9%	0%	15%	76%	90%	10%
		G社	28%	2%	26%	44%	89%	11%
		H社	2%	6%	21%	71%	77%	23%
		I社	14%	0%	21%	64%	86%	14%
		J社	14%	0%	39%	47%	94%	6%
	グループ③	K社	8%	0%	8%	84%	20%	80%
		L社	18%	2%	7%	72%	39%	61%
		M社	3%	0%	1%	97%	8%	92%
外資系 大手8社	グループ①	N社	62%	0%	11%	27%	100%	0%
	グループ②	O社	0%	0%	21%	79%	99%	1%
		P社	0%	0%	52%	48%	100%	0%
		Q社	7%	0%	48%	44%	100%	0%
		R社	26%	0%	34%	40%	100%	0%
		S社	19%	0%	62%	19%	94%	6%
	グループ③	T社	1%	6%	10%	83%	15%	85%
U社	1%	0%	11%	88%	0%	100%		
独立系 5社	グループ①	V社	89%	0%	0%	10%	100%	0%
		W社	100%	0%	0%	0%	100%	0%
	グループ②	X社	31%	0%	11%	58%	100%	0%
		Y社	2%	22%	75%	0%	79%	21%
		Z社	0%	0%	8%	92%	100%	0%

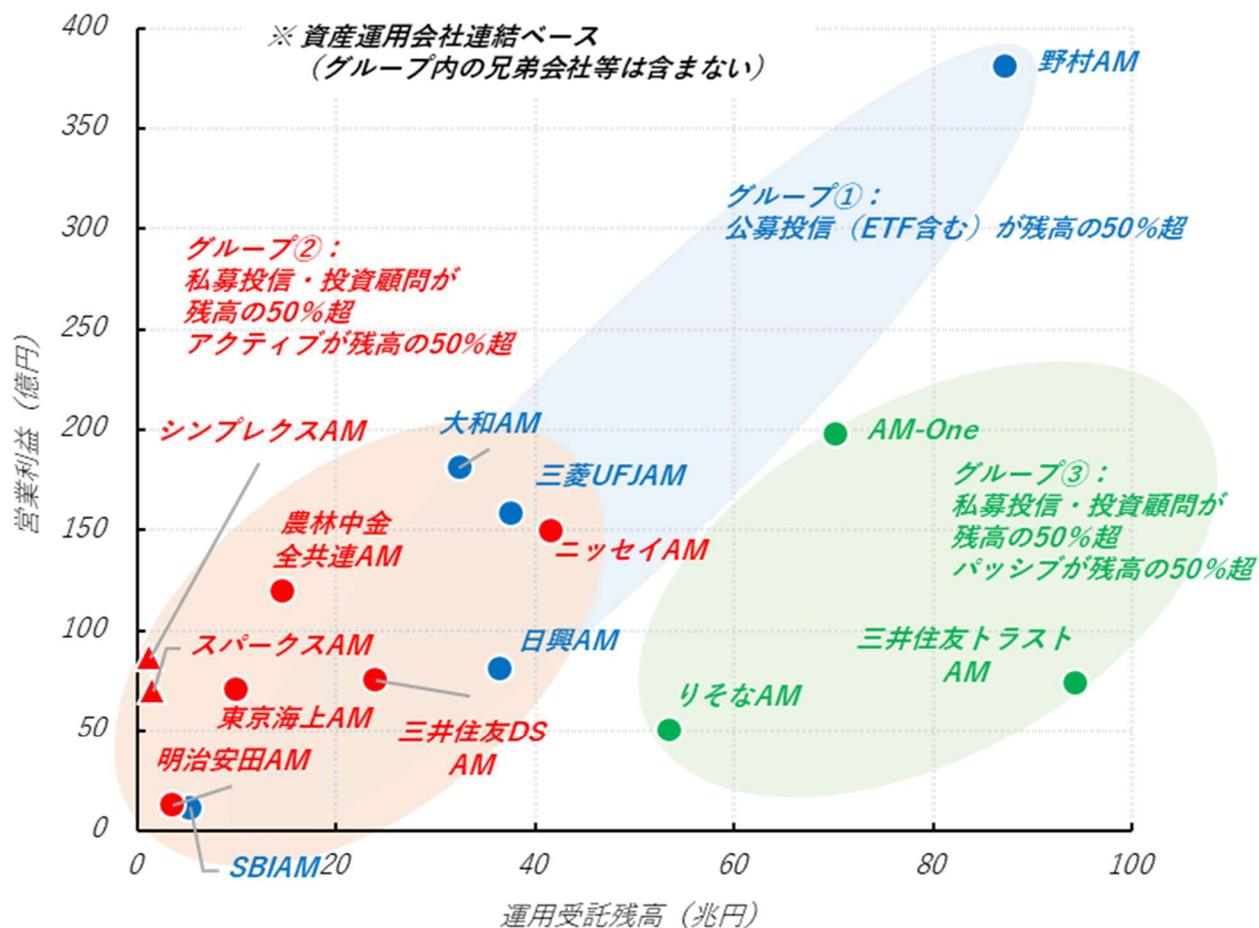
上記のグループに従い、日系大手 13 社及び独立系 5 社のうち営業利益が大きい 2 社を、運用受託残高・営業利益でプロットをすると図表 1-12 のようになる。

公募投信（ETF 含む）が中心のグループ①については、分布エリアが広いが、概ね運用受託残高に比例して営業利益額も大きくなる傾向にある。

グループ②については、投資顧問・私募投信のアクティブ運用が中心という性質上、運用受託残高は概ねグループ③やグループ①の大手社と比較して小さいが、営業利益率（営業利益/運用受託残高）は相対的に高い社が多い。特に、独立系2社においては、この傾向が強いと考えられる。

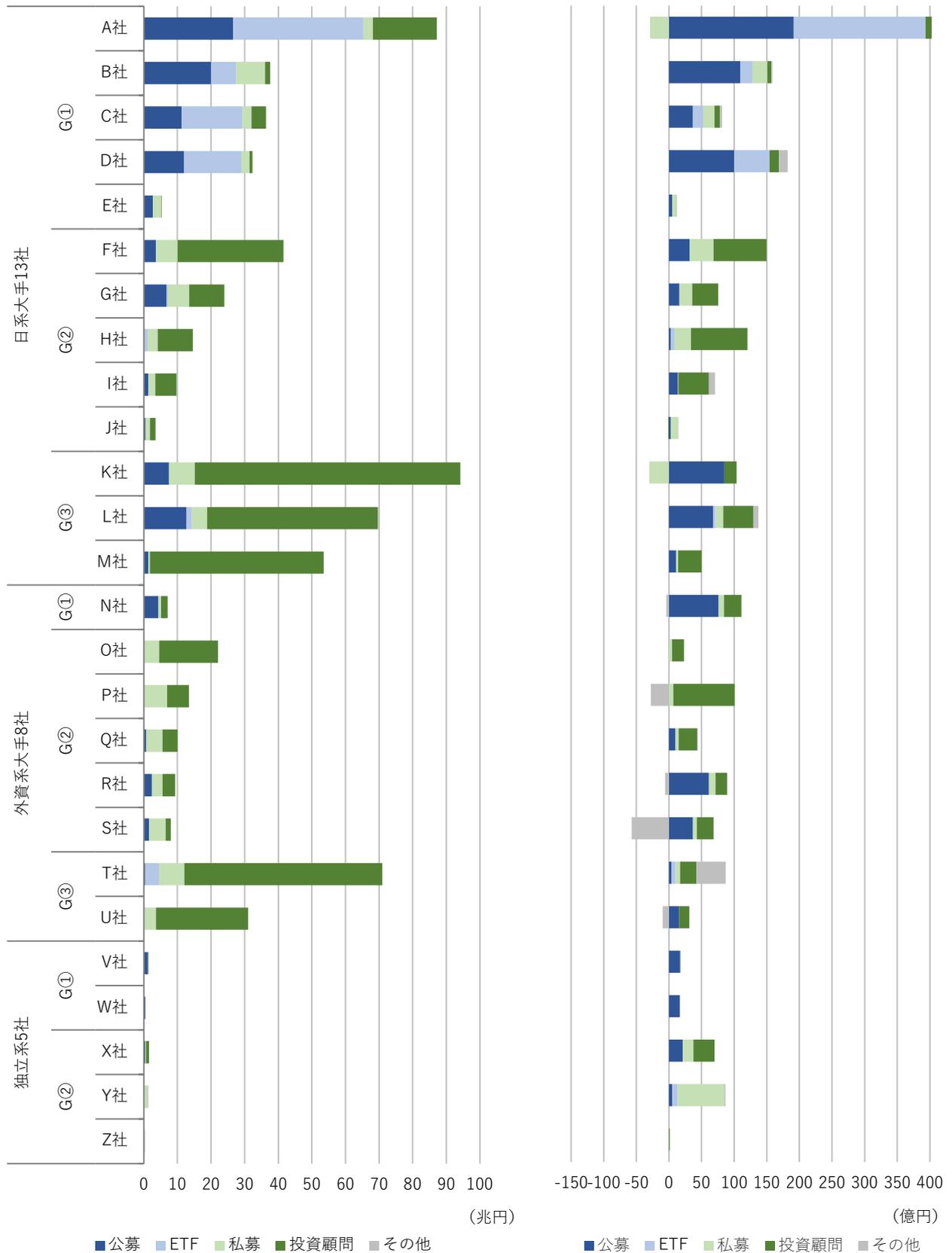
グループ③については、投資顧問・私募投信のパッシブ運用が中心という性質上、概ね他のグループよりも運用受託残高は多いが、営業利益率は相対的に低い傾向にある。

■ 図表 1- 12：日系大手 13 社・独立系 2 社の運用受託残高・営業利益別のプロット<sup>19</sup>



<sup>19</sup> 日系大手 13 社に加え、独立系 5 社のうち営業利益が大きい 2 社も記載。各社の略称は以下の括弧書きのとおり。アセットマネジメント One (AM-One)、SBI アセットマネジメント (SBIAM)、大和アセットマネジメント (大和 AM)、東京海上アセットマネジメント (東京海上 AM)、ニッセイアセットマネジメント (ニッセイ AM)、日興アセットマネジメント (日興 AM)、農林中金全共連アセットマネジメント (農林中金全共連 AM)、野村アセットマネジメント (野村 AM)、三井住友 DS アセットマネジメント (三井住友 DSAM)、三井住友トラスト・アセットマネジメント (三井住友トラスト AM)、三菱 UFJ アセットマネジメント (三菱 UFJAM)、明治安田アセットマネジメント (明治安田 AM)、リそなアセットマネジメント (リそな AM)、シプレクス・アセット・マネジメント (シプレクス AM)、スパークス・アセット・マネジメント (スパークス AM)。アセットマネジメント One については、図表 1-12 のみ単体ベース。

■ 図表 1- 13 (参考) : 調査対象 26 社の運用受託残高 (2024/3 末、左) ・営業利益 (2023 年度、右) <sup>20</sup>



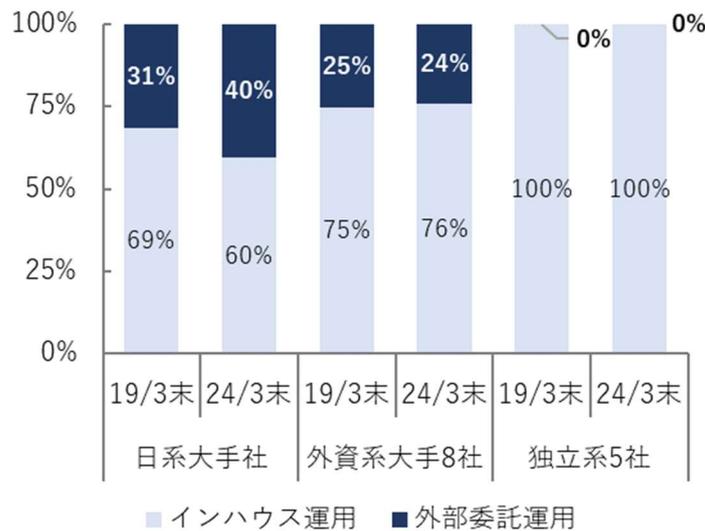
<sup>20</sup> 前述のとおり、外資系大手の収益のうち「その他」は、「国際取引に関する日本法人等への収益分配」など、グローバル全体の収益の一部を日本拠点において計上するもの。

#### (4) グローバル資産への投資商品とインハウス運用/外部委託運用

資産運用会社は、受託資金をインハウスで運用するほか、他社への運用委託や他社が組成したファンドへの再投資を通じて運用している（外部委託運用）。特に、日系大手13社の多くは、多様なアセットクラスの多様な投資商品を揃えて提供する総合型の資産運用会社であるため、自社のケイパビリティを踏まえ、必要に応じて外部委託運用を活用している。日系大手社<sup>21</sup>の外部委託運用の割合をみると、2024/3末時点では40%となっている。一方で、独立系5社については、0%となっている。

また、日系大手社の外部委託運用の割合をアセットクラス別にみると、強みである国内資産に関しては相対的に割合が低い一方、グローバル資産に関しては割合が相対的に高い傾向にある。

■ 図表 1- 14：運用受託残高に占めるインハウス運用・外部委託運用の割合（加重平均）<sup>22</sup>



■ 図表 1- 15：日系大手社のアセットクラス毎の運用受託残高に占める外部委託運用の割合

投資地域		外部委託運用割合（加重平均）	
		日系大手社	
アクティブ		19/3末	24/3末
日本	株式	7%	8%
	債券	4%	4%
	マルチアセット	4%	0%
	オルタナ	10%	19%
	その他	8%	3%
グローバル	株式	68%	71%
	債券	46%	42%
	マルチアセット	25%	31%
	オルタナ	87%	86%
全体	全体	31%	40%

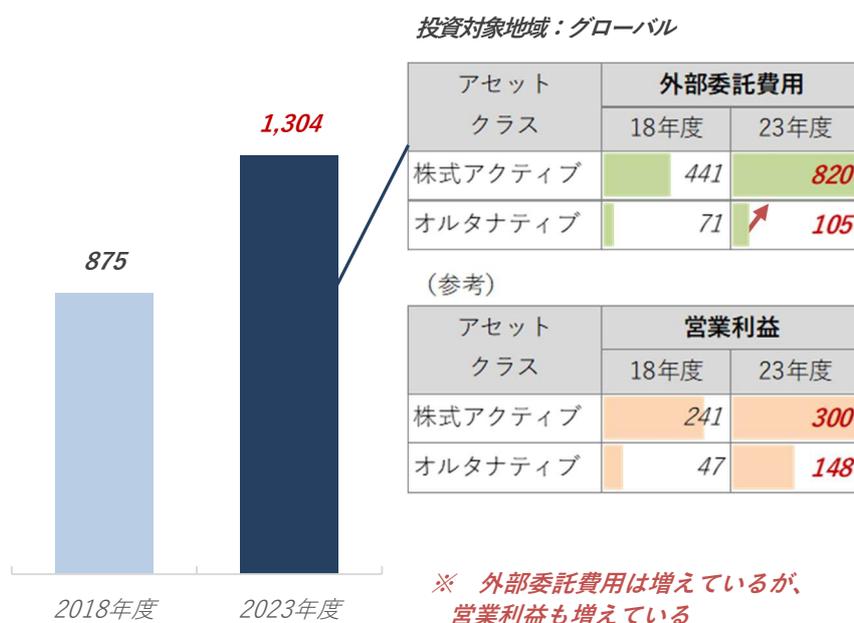
24/3末	グローバル	
	株式アクティブ	グローバル オルタナティブ
A社	45%	100%
B社	95%	78%
C社	37%	85%
D社	98%	95%
F社	79%	99%
G社	90%	25%
H社	98%	100%
I社	86%	81%
J社	53%	該当なし
K社	71%	91%
L社	72%	93%
M社	0%	0%

<sup>21</sup> 外部委託運用のうち他社組成ファンドへの再投資分を計算不可とする1社を除く12社。以降の図表1-14、1-15においても同様。

<sup>22</sup> グループ会社への委託は外部委託運用には含めない。図表1-15、図表1-16においても同様。

こうした中、日系大手社においては、グローバル資産の運用受託残高の増加を受け、2018年度と2023年度を比べると、全体の外部委託運用の割合や実際に支払う外部委託運用に係る費用（外部委託費用）<sup>23</sup>も増加傾向にある。ただし、グローバル資産の運用受託から得る営業利益も増加している。

■ 図表 1- 16：日系大手 13 社の外部委託費用（単位は全て億円）<sup>24</sup>



日系大手 13 社合計では、グローバル資産の運用受託残高が全体の 49%（251 兆円/510 兆円）に、営業利益が全体の 53%（794 億円/1,505 億円）に至っている中、グローバル投資商品のインハウス運用/外部委託運用について、どのような方針に基づき、どのような対応をしていくかは、各社の経営戦略上、重要なポイントであると考えられる。

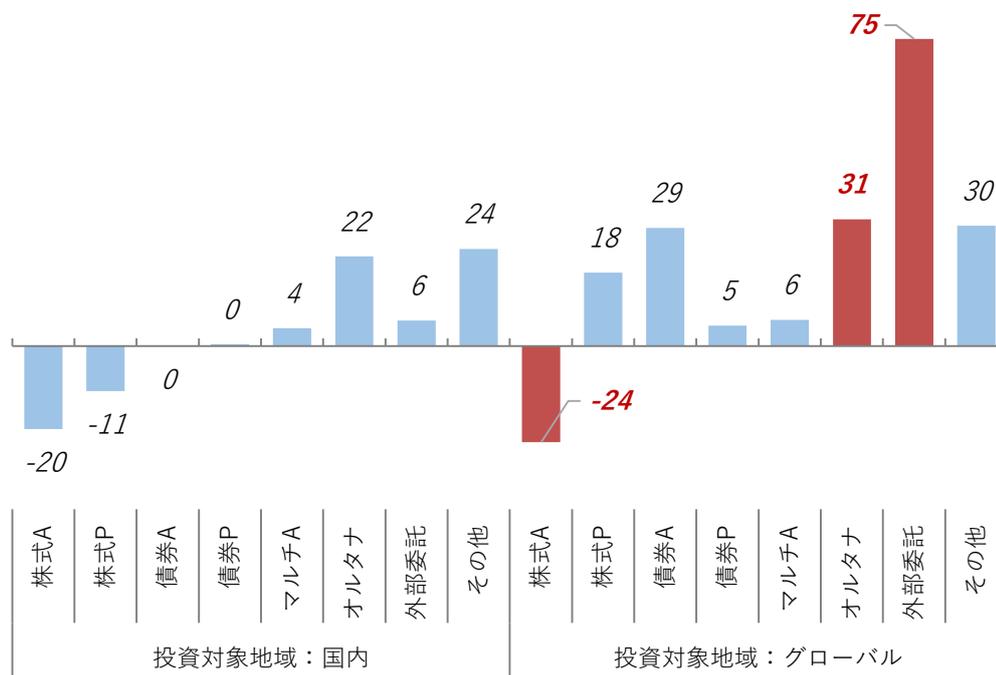
こうした中、全 13 社がグローバル株式アクティブ運用やオルタナティブ投資を今後の強化ポイントに挙げており、多くの会社が、今後、当該分野の運用担当者を増員し、インハウス運用を強化していく方針である。また、インハウス運用の強化と同時に、外部委託運用の担当者も増員していく方針である。

各社においては、提供する商品の質や短期的・中長期的な費用対効果も踏まえながら、インハウス運用と外部委託運用をどのように使い分けていくか検討の上、戦略的に取り組んでいくことが期待される。また、外部委託運用の活用に当たっては、多様な資産運用会社・商品の中から優れた会社・商品を厳選して管理する能力を磨いていくことが期待される。

<sup>23</sup> 日系大手社でのヒアリングでは、グローバル資産の受託残高の増加に加え、海外の件数費の高騰を受け、外部委託費用の単価自体も上がっているとする社もあった。

<sup>24</sup> 他社組成ファンドへの再投資費用は、資産運用会社ではなく顧客が信託報酬に付加される形で負担するため、ここで挙げた外部委託費用には含まれない。

■ 図表 1- 17：日系大手 13 社の運用担当者数の増減<sup>25</sup>  
 (2019/3 末と 2024/3 末の 2 時点における増減) (人数)



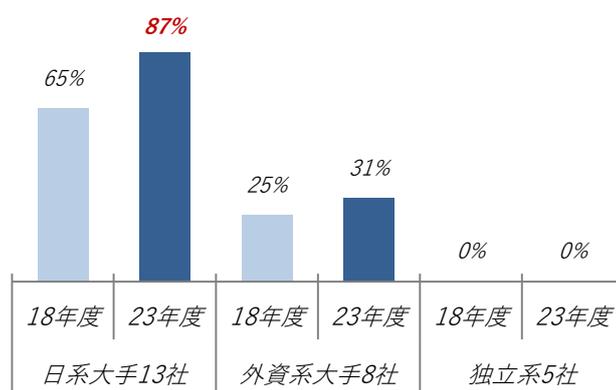
■ 図表 1- 18：日系大手 13 社の役職員数の増減に関する今後の方針

	増員方針	現状維持・未定
グローバル株式 アクティブ運用担当者	8社	5社
グローバル・オルタナ 運用担当者	4社	9社
外部委託 運用担当者	7社	6社

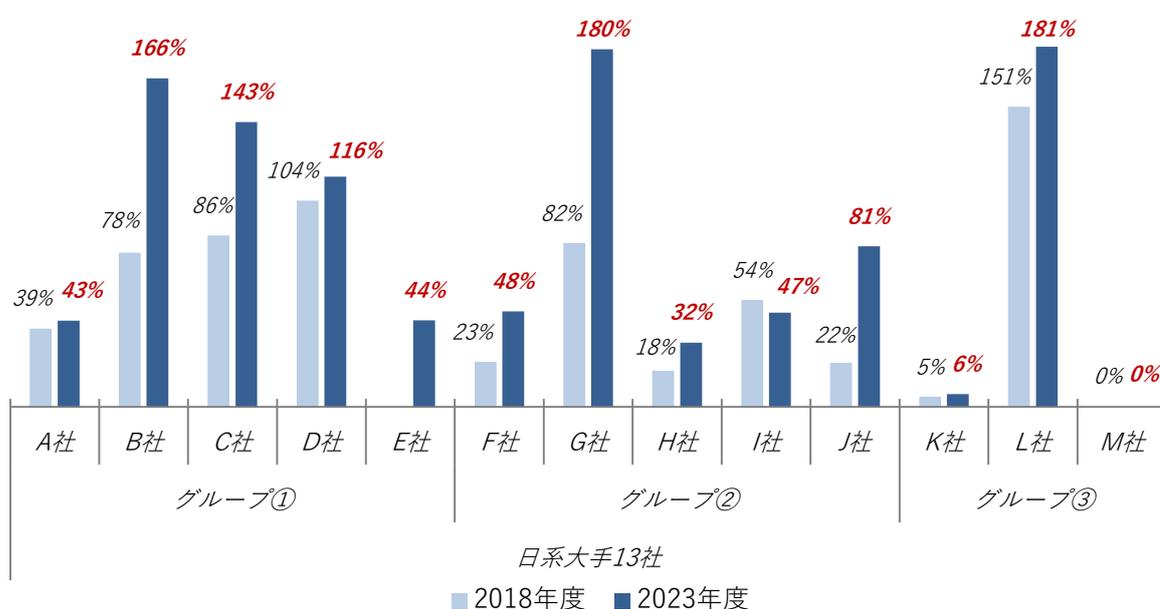
2社：株式アクティブ、オルタナいずれか増員方針  
 7社：外部委託とともに、上記両方又はいずれかを増員方針  
 4社：現状維持又は未定

<sup>25</sup> 運用担当者の「その他」は主にプロダクトマネジャー、トレーダーなど。A：アクティブ戦略、P：パッシブ戦略、マルチ A：マルチアセット、外部委託：外部委託運用担当者。

■ 図表 1- 19 (参考) : 営業利益に対する外部委託費用の割合<sup>26</sup>



■ 図表 1- 20 (参考) : 日系大手 13 社の営業利益に対する外部委託費用の割合 (個別)



### 【コラム① : 家計によるグローバル資産への投資について】

家計の安定的な資産形成は、将来の個人消費や更なる投資に繋がるものであり、家計がその原資となる投資収益を得ていくことは重要である。図表 1-6 のとおり、近年、グローバル株式等に投資をする国内顧客向け公募投信の残高は増加しているが、家計が資産形成の一環として、海外企業やグローバル経済の成長を取り込む観点や（資産の分散、時間の分散に加えて）地理的な分散投資の観点から、金融資産のうち一部をグローバル資産に投資することは否定すべきものではない。

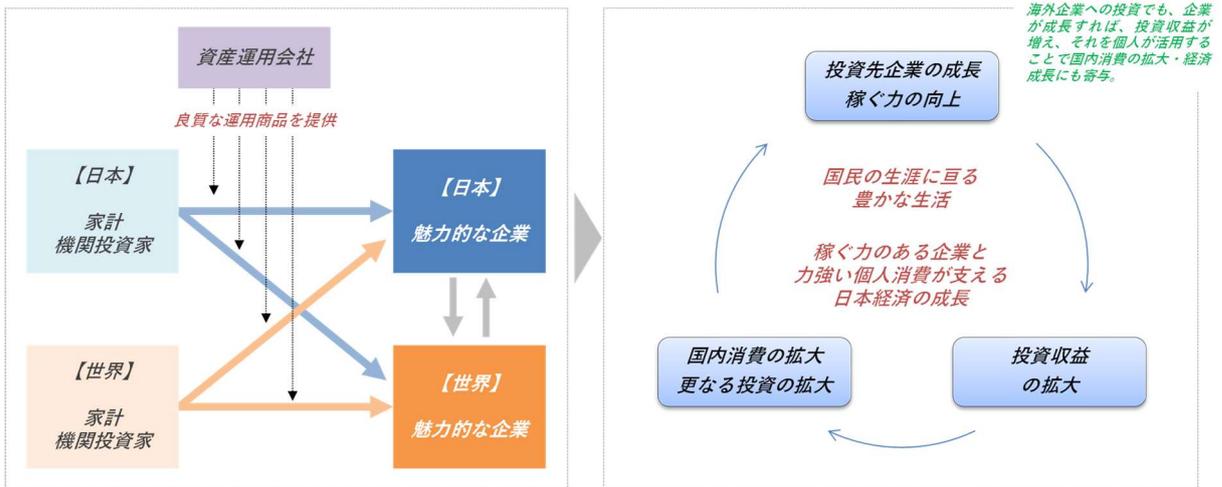
一方で、企業価値向上と持続的な成長を志向する国内企業が、家計のほか海外からの資金も含めて、成長に必要な資金を確保していくことも重要である。

<sup>26</sup> 注釈 24 のとおり、他社組成ファンドへの再投資費用は、資産運用会社ではなく顧客が信託報酬に付加される形で負担するため、ここで挙げた外部委託費用には含まれない。図表 1-20 も同様。

このため、国内企業においては、コーポレート・ガバナンス改革等を通じ、内外投資家から選ばれるよう稼ぐ力を磨き、投資対象としての魅力を高めていくことが期待される。

同時に、資産運用会社においては、有望な企業を見極め、その企業価値向上を促すとともに、後述のプロダクトガバナンスの高度化に向けた取組も参考に、家計の資産形成を支える良質な運用商品を組成していくことが期待される。

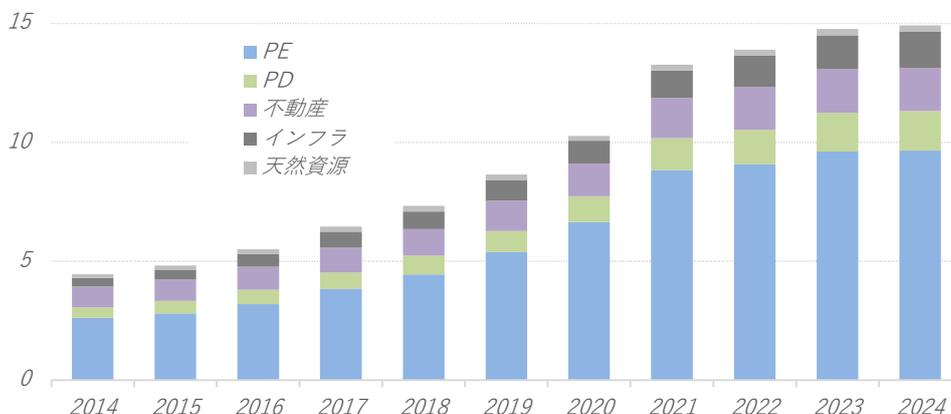
■ 図表 1- 21：期待される好循環



### (5) 国内オルタナティブ資産への投資

オルタナティブ投資は、グローバルで大きく成長しており、日系大手 13 社におけるグローバルのオルタナティブ投資の運用受託残高・営業利益も、ともに 2019 年からの 5 年間で 3 倍程度増加している。一方で、国内のオルタナティブ投資については大きな変化はない。

■ 図表 1-22：グローバルにおけるオルタナティブ投資の状況（兆ドル）<sup>27</sup>



<sup>27</sup> Preqin のデータを基に金融庁作成。各年 12 月 1 日の値（2024 年のみ 9 月 1 日の値）。

■ 図表 1- 23：日系大手 13 社のオルタナティブ投資の残高・営業利益（2024/3 期、括弧内は 2019/3 末からの増減）

	受託残高	営業利益
グローバルオルタナ投資	20兆円 (+12兆円)	148億円 (+102億円)
国内オルタナ投資	1.6兆円 (+0.2兆円)	12億円 (▲5億円)

オルタナティブ資産への投資は、非上場のスタートアップ企業を含め、経済・社会の持続的成長のための成長資金の供給拡大や投資家サイドの分散投資の観点から重要であり、我が国においても今後の成長が期待されている。日系大手社（5社）・外資系大手社（1社）・独立系（4社）の10社においても、国内オルタナティブ資産への投資を今後の強化ポイントに挙げている。

国内オルタナティブ資産への投資を今後の強化ポイントに挙げた10社に、注力領域を確認したところ、非上場株式を挙げる社が最も多く、次いでベンチャーキャピタル、インフラを挙げる社が多かった。

■ 図表 1- 24：国内オルタナティブ投資を今後の強化ポイントに挙げた10社の注力領域<sup>28</sup>

非上場株式	6社	プライベートデット	3社
ベンチャーキャピタル	4社	不動産	2社
インフラ	4社	その他	2社

また、商品・サービス形態としては、公募投信、私募投信、投資顧問、投資事業有限責任組合(LPS)など、様々な形態を想定しており、具体的には、

- ・ 個人顧客向けにクロスオーバー投資を行う公募投信の提供<sup>29</sup>、
- ・ 富裕層や法人顧客向けに PE100%の私募投信の提供、
- ・ 海外機関投資家向けに PE・インフラに関する投資顧問の提供（グループのオルタナティブ専門子会社等の知見も活用）、

を挙げる社があった。

加えて、国内オルタナティブ資産への投資の強化に際し、

- ・ インハウス運用を主軸に外部委託運用も念頭に置く社が3社（日系大手）、
- ・ 両方を念頭に置く社が1社（外資系大手）、
- ・ インハウス運用を念頭に置く社が4社（独立系）、
- ・ 外部委託運用を念頭に置く社が2社（日系大手）、

であった。各社において具体的な取組の進展が期待される。

非上場株式等への投資は、上場株式等への投資と異なる専門性が求められる部分もあり、銀行や証券会社、金融機関系ベンチャーキャピタルが培ってきた知見が活きる面もある。日系大手社に関しては、こうしたグループ会社の知見を活用しやすい環境にあると考えられるため、グループの知見を総合した取組をより一層推進していくことが期待される。

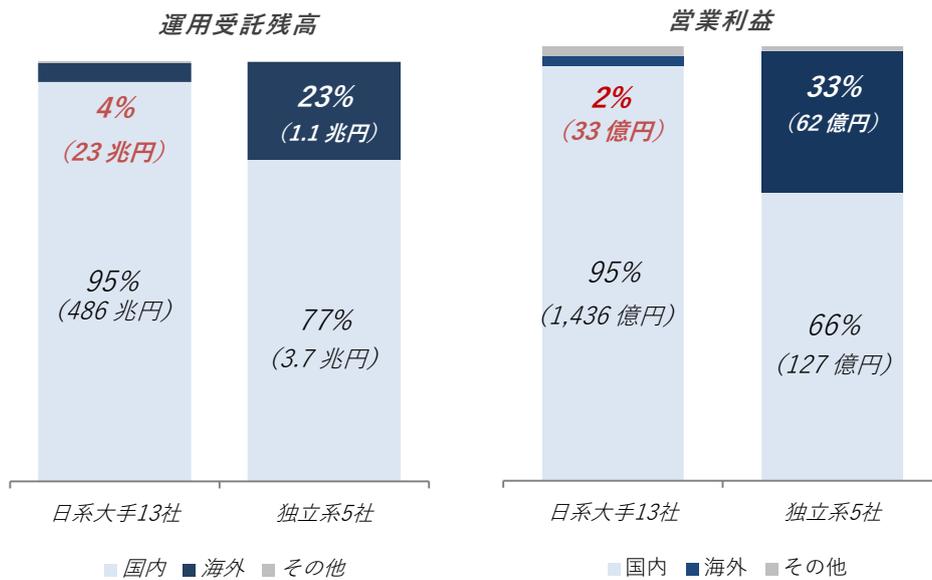
<sup>28</sup> 複数回答あり。

<sup>29</sup> 2024年2月に投資信託協会規則が改訂。

## (6) 海外ビジネス

日系大手 13 社の運用受託残高 510 兆円（2024/3 末）・営業利益 1,505 億円（2023 年度）を、国内顧客からの受託分と海外顧客からの受託分に分解すると、海外顧客からの運用受託残高は全体の 4 %（23 兆円）、海外顧客から得る営業利益は全体の 2 %（33 億円）となっている。個社別にみると、運用受託残高・営業利益ともに 10%程度の社が 2 社、その他は 5 %以下が多く、全体でみれば日系大手 13 社のビジネスの殆どは国内顧客向けといえる<sup>30</sup>。

■ 図表 1- 25：国内・海外顧客別の運用受託残高（2024/3 末）、営業利益（2023 年度）の割合



■ 図表 1- 26：海外顧客からの運用受託残高（2024/3 末）、営業利益（2023 年度）の割合

	会社	2024年3月末		2023年度	
		運用受託残高		営業利益	
		海外顧客	割合	海外顧客	割合
日系大手 13社	A社	11%	4%		
	B社	2%	3%		
	C社	9%	15%		
	D社	0%	-1%		
	E社	0%	0%		
	F社	0%	1%		
	G社	5%	10%		
	H社	0%	0%		
	I社	2%	-1%		
	J社	0%	0%		
	K社	5%	-12%		
	L社	4%	3%		
	M社	0%	0%		
独立系 5社	V社	10%	3%		
	W社	0%	0%		
	X社	47%	20%		
	Y社	21%	57%		
	Z社	0%	0%		

<sup>30</sup> ただし、今回の国内顧客・海外顧客に関するデータは、資産運用会社の連結ベースであり、資産運用会社が属するグループ内の兄弟会社等は含まないことに留意。

一方、独立系5社は、運用受託残高（4.8兆円）のうち23%（1.1兆円）が海外顧客の残高、営業利益（192億円）のうち33%（62億円）が海外顧客から得る利益となっている。一部の独立系の会社においては、海外顧客から得る利益が重要な収益源となっている。

こうした中、多くの会社（日系大手9社や独立系2社）においては、海外ビジネスを今後の強化ポイントに挙げており、以下に取り組むとしている。

- ・自身の強みを活かし、海外投資家のニーズに応える国内資産への投資商品を提供していくこと
- ・海外の資産運用会社との競争や、資産運用会社を厳しい目で評価する海外アセットオーナーからの受託を通じ、運用力を強化していくこと
- ・海外の資産運用会社の買収・提携を通じた海外顧客基盤や販路の拡大

また、近年、日系の大手金融グループにおいて海外の資産運用会社の買収等を行う動きもあるが、これらは、グループ内の資産運用会社ではなく、親会社等で行うケースが多く、その検討や決定に資産運用会社が関与しない場合もある。

**大手金融グループでは、グループ一体で資産運用ビジネスに取り組んでおり、買収等の意義、グループ内の資産運用会社との棲み分け、シナジーなどについて、グループ関係会社間で十分に認識共有を図り、ビジネスを発展させていくことが期待される。**

■図表 1- 27（参考）：日系大手 13 社の拠点別役員職数（2024/3 末）<sup>31・32</sup>

24/3末	日本	グローバル						合計	19/3末からの増減		
		アジア	豪州	北米	欧州	その他	計		日本拠点	海外拠点	
日系大手 13社	A社	995	133	0	32	127	0	292	1,287	132	▲ 3
	B社	886	0	0	0	0	0	0	886	102	▲ 8
	C社	605	173	0	32	93	31	329	934	75	7
	D社	650	13	0	10	9	0	32	682	62	▲ 17
	E社	70	0	0	0	0	0	0	70	44	0
	F社	729	18	0	0	0	0	18	747	186	7
	G社	902	63	0	8	30	0	101	1,003	▲ 107	▲ 9
	H社	237	0	0	0	0	0	0	237	108	0
	I社	385	17	0	13	11	0	41	426	70	6
	J社	223	0	0	0	0	0	0	223	35	0
	K社	641	1	0	11	16	0	28	669	119	15
	L社	987	0	0	0	27	0	27	1,014	▲ 1	▲ 7
	M社	191	0	0	0	0	0	0	191	150	0
計	7,501	418	0	106	313	31	868	8,369	975	▲ 9	

<sup>31</sup> グループ内での会社の統合や業務移管による影響を含む。また、海外事業の売却に伴う減員や、海外での運用・リサーチ業務の日本本社への移管なども含む。

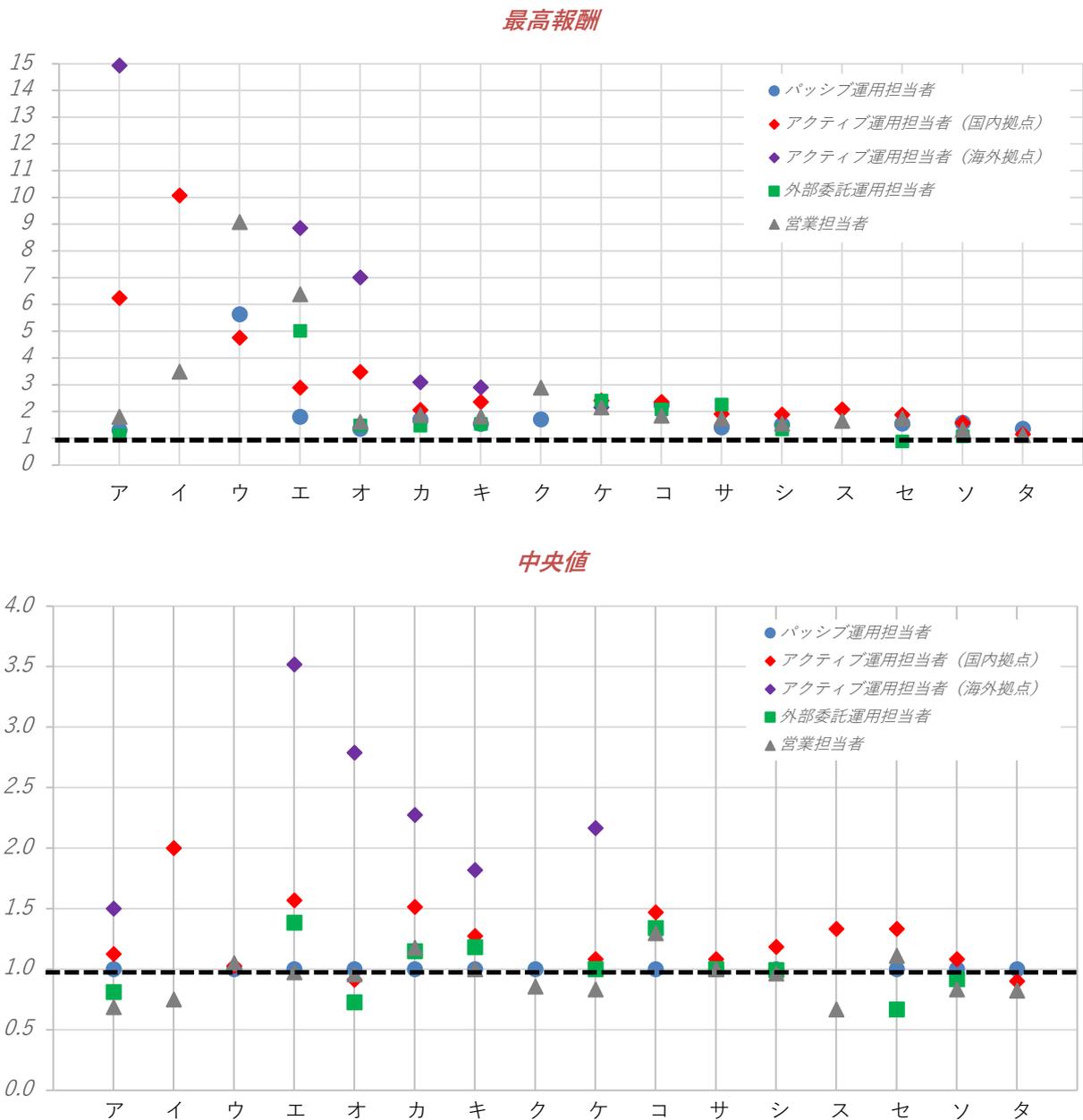
<sup>32</sup> 海外ビジネスを行う上で必要となる国内拠点・海外拠点の体制は、ビジネス内容（公募投信、ETF、私募投信、投資顧問の別）や、投資対象地域、海外の兄弟会社や提携会社の有無などによって当然に異なり、日本拠点で対応可能な場合もあれば、現地に人員を配置した方が効率的・効果的な場合もあるなど、区々であると考えられる。

## (7) 報酬体系

資産運用業において人材は競争力の源泉である。専門性の高い人材の育成・確保に向け、成果報酬や他社に負けない報酬水準が重要とする社が多い<sup>33</sup>。各社の担当部門別（パッシブ運用担当者、アクティブ運用担当者、外部委託運用担当者、営業担当者）の報酬水準をみると、部門間・部門内での報酬差や各部門の高低（並び）は区々といえる。

■ 図表 1- 28：各社（ア～タ）の部門別報酬水準（2024/3 期）<sup>34</sup>

(注) 各社毎にパッシブ運用担当者の報酬の中央値（不在の社は各社中央値の中央値）を1として倍数表示



<sup>33</sup> 一部の会社からは、規模に鑑みて、運用担当者以外の職員も含めて1つのチームであり従業員間の差が大きくなるような報酬を設計している、報酬よりも自社の運用理念に魅力を感じる人材を重視している、といった意見もあった。

<sup>34</sup> 対象は、報酬水準の提供があり、かつ、担当部門が2つ以上ある16社。外資系については、海外拠点の運用担当者は含まない。

また、運用担当者の報酬に係る取組として、以下のような事例もみられる。

- ・ 年俸制を採用。
- ・ 親会社や他の職種とは別の給与テーブルを設定。
- ・ (アナリスト、エコノミスト、IT 専門職等とともに) 専門職体系を設定。専門職体系では同役職レベルの一般社員よりも高い報酬水準に設定。
- ・ 担当ファンドの利益や収益の一部を運用担当者に分配する「プロフィット・シェア」、「レベニュー・シェア」制度を実施。
- ・ 一部の運用担当者を対象に、自身が運用するファンドに賞与の一部が組み込まれ、一定の運用期間の後に支給される「セイム・ボート」制度を実施。
- ・ 運用担当者を含めた一定以上の評価の者にストックオプションを付与。
- ・ 賞与の一部を自社の譲渡制限付株式で支給。
- ・ 賞与の一部を繰延報酬で支給。

各社において、各々の注力分野に必要な人材育成・確保が進むよう、報酬体系の在り方について検討していくことが期待される。

■ 図表 1- 29 (参考)：調査対象 26 社の役職員数

【拠点別】(人数)

	19/3末			24/3末			増減		
	日本	グローバル	合計	日本	グローバル	合計	日本	グローバル	合計
日系大手13社	6,526	877	7,403	7,501	868	8,369	975	▲ 9	966
外資系大手8社	1,678	—	1,678	1,611	—	1,611	▲ 67	—	▲ 67
独立系5社	315	9	324	409	7	416	94	▲ 2	92
合計	8,519	886	9,405	9,521	875	10,396	1,002	▲ 11	991

【部門別】運用担当者/リサーチ担当者/営業担当者/その他(人数)(2024/3末)

	運用	リサーチ	営業	その他	合計
日系大手13社	1,736	527	963	5,143	8,369
外資系大手8社	206	46	268	1,091	1,611
独立系5社	46	81	58	232	416
合計	1,988	654	1,289	6,466	10,396

【部門別】運用担当者の担当別(人数)(2024/3末)<sup>35</sup>

	国内資産 【運用担当者】							
	株式A	株式P	債券A	債券P	マルチA	オルタナ	外部委託	その他
日系大手13社	265	76	103	38	52	34	29	51
外資系大手8社	36	5	13	3	4	10	0	15
独立系5社	20	2	2	0	6	4	0	0
合計	321	83	118	41	62	47	29	65

	グローバル資産 【運用担当者】							
	株式A	株式P	債券A	債券P	マルチA	オルタナ	外部委託	その他
日系大手13社	196	81	195	50	120	105	244	98
外資系大手8社	2	12	12	11	12	7	35	32
独立系5社	6	0	1	0	3	0	0	0
合計	204	93	209	61	135	112	279	129

<sup>35</sup> A：アクティブ戦略、P：パッシブ戦略、マルチA：マルチアセット、外部委託：外部委託運用担当者。

### 1-3 プロダクトガバナンスの高度化に向けた取組

資産運用会社は家計やアセットオーナー等の将来のための資金を託されるプロフェッショナルとして、それぞれの強みを活かしながら、顧客の最善の利益を勘案した業務運営を実施していくことが求められている。そして、資産運用会社が、専門的な運用力を発揮し、家計の安定的な資産形成に資する中長期的に良質な商品を提供するためには、**プロダクトガバナンス（顧客の最善の利益に適った商品提供等を確保するためのガバナンス）を確立・高度化することが重要**である。

#### 1-3-1 これまでの進展・今回の対話の着眼点

##### (1) プロダクトガバナンスに係るこれまでの進展

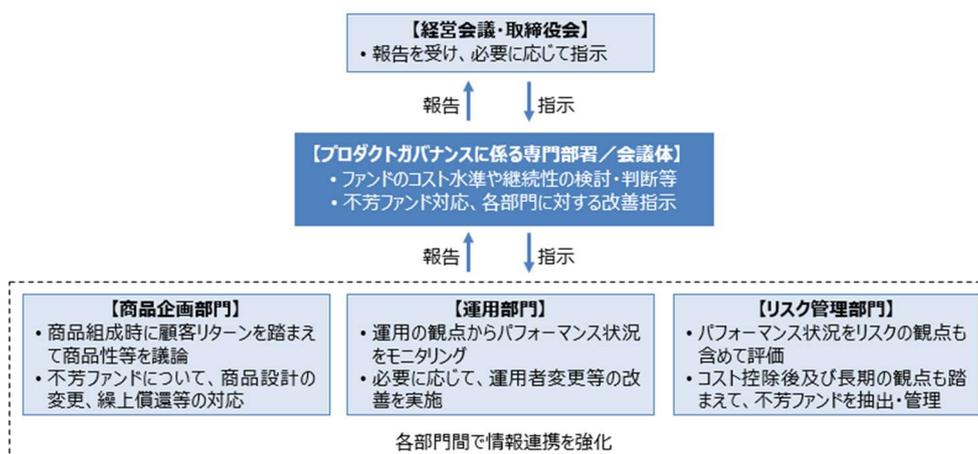
これまでの当局との対話等を踏まえ、大手社においてはプロダクトガバナンス体制の整備や不芳ファンドに係る対応を進めており、一定の進捗がみられる。

(プロダクトガバナンス体制の整備)

資産運用会社が顧客に対する受託者責任を果たす上では、資産運用会社の経営陣は責任をもって実効的なプロダクトガバナンス体制を整備することが必要となる。こうした中、大手社では各社の理念、会社規模や商品数等のそれぞれの特徴に応じて、プロダクトガバナンスの実効性を高めるための体制の整備に取り組んでいる。

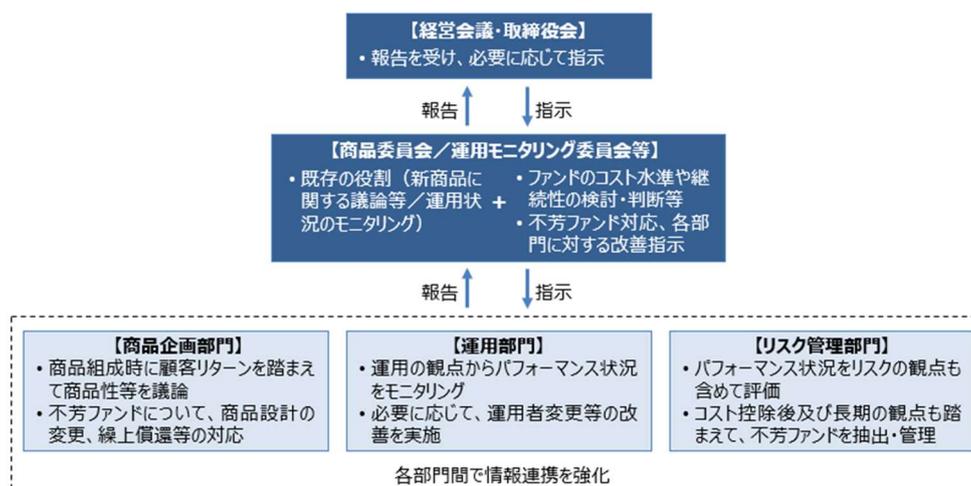
例えば、プロダクトガバナンスに関する専門部署や専門委員会を設置し、独立した立場から商品企画部門・運用部門・リスク管理部門における取組の検証・牽制や各部門間の連携を深める役割を担わせている社がある（図表 1-30）。

■ 図表 1-30 プロダクトガバナンスに係る専門部署等を設置（イメージ）



他方、専門部署等は設置していないものの、商品委員会（商品組成時に商品性等を関係部署が検討する会議体）や運用モニタリング委員会等の既存の会議体や取締役会を有効に活用し、社内の検証や議論を活性化することで（図表 1-31）、プロダクトガバナンスの取組を推進している社もある。

■ 図表 1-31 既存の会議体や取締役会等を活用（イメージ）



さらに、社外の意見・目線を積極的に取り入れてプロダクトガバナンスの実効性を高めるため、外部有識者が参加する会議体を新設する社や、外部有識者が参加している既存の会議体（顧客本位の業務運営に係る取組の評価・助言を行う諮問会議など）を活用する社もみられる。

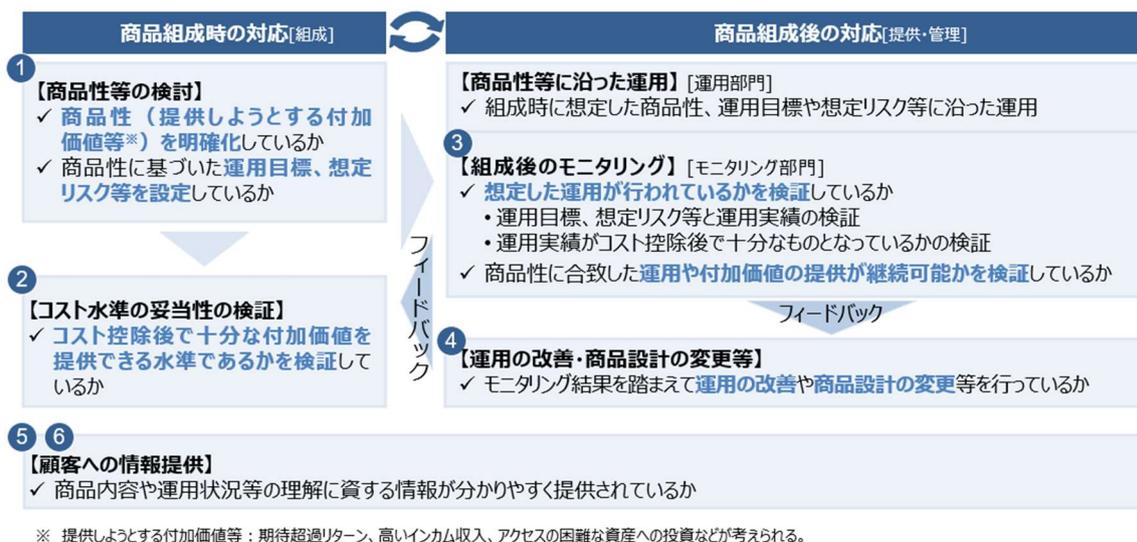
（不芳ファンドに係る対応）

中長期でパフォーマンスが低迷している不芳ファンドの対応については、責任部署を明確化した上で、不芳ファンドの抽出基準を策定し、運用の改善や商品設計の変更等の対応が進められている。不芳ファンドと認定された商品の改善に関する取組としては、運用担当者（ファンドマネージャー等）の交代や運用体制の変更のほか、信託報酬等のコスト面が不芳ファンド化した要因になっている場合には信託報酬の引下げも行われている。さらに、既存の投資信託約款の範囲内では改善が見込めない場合に、投資家に対して投資信託約款の重大な変更に伴う異議申立手続等を行った上で、運用プロセスの抜本的な改善を図る事例もみられる。また、運用を外部委託しているファンドに関しては、外部委託先に対して改善要請を行って運用担当者を交代させた事例や、投資信託約款を変更した上で委託先自体を変更した事例もある。

## （２）今回の対話の着眼点

このようにプロダクトガバナンスの高度化に向けた体制整備や不芳ファンドへの対応に一定の進捗がみられるが、さらに顧客の最善の利益を追求する観点では、**そもそも不芳ファンドとならないよう、すなわち商品ライフサイクルを通じて顧客が負担するコストに見合った十分な付加価値等を提供し続けることができるよう、商品組成時の商品設計や組成後の品質管理を適切に行っていくことが必要である。**このような考え方の下、今事務年度においては、商品組成時と商品組成後の各段階における取組に焦点を当て、【①商品性等の検討】、【②コスト水準の妥当性の検証】、【③組成後のモニタリング】、【④運用の改善・商品設計の変更等】及び【顧客への情報提供（⑤商品性等の情報提供・⑥パフォーマンス状況の情報提供）】について（図表 1-32）、大手 11 社と対話を実施した。

■ 図表 1-32 プロダクトガバナンスに係る対話の着眼点



### 1-3-2 商品組成時の対応

商品組成時において、資産運用会社は顧客の真のニーズを想定した上で、商品性（提供しようとする付加価値等）を明確化し、当該商品性を達成するための運用目標や想定リスク等を適切に設定する必要がある【①商品性等の検討】。その上で、顧客が負担するコスト（信託報酬等）が「コスト控除後で十分な付加価値を提供できる」水準となっているかを検証することが必要である【②コスト水準の妥当性の検証】。そして、こうしたプロセスを経て設定された商品性等を実現することに対して経営層や運用部門等が責任を持って取り組むことが重要である。

ここでいう「商品性」とは資産運用会社が商品を通じて「提供しようとする付加価値等」そのものである。例えば、ベンチマーク<sup>36</sup>を上回ることを目標とする典型的なアクティブファンドでは、「超過収益（ $\alpha$ ）を得ること」が付加価値とされることが一般的である。ハイイールド債券等に投資を行って金利収入を得ることを目的とする商品であれば「高いインカム収入を得ること」が付加価値となると考えられる。また、個人投資家によるアクセス（投資）が困難な資産（新興国株式等）に投資する商品については、当該商品を通じてそうした資産へのアクセスを可能とすることも付加価値の一部とされることもある<sup>37</sup>。

こうした考え方に基づき、大手社における【①商品性等の検討】と【②コスト水準の妥当性の検証】に係る取組について対話を行ったところ、以下のような事例が確認された。

<sup>36</sup> 本レポートでは投信等が運用の目安にしている指標、もしくは運用実績を評価・測定するための指標のことをいう。例えば、投資対象が、日本株式の場合は TOPIX（東証株価指数）、米国株式の場合は S&P500、外国株式の場合は MSCI-KOKUSAI 指数等が利用されることが多い。一般的に、アクティブ運用はベンチマークを上回る運用を目指し、パッシブ運用はベンチマークに連動する運用を目指す。

<sup>37</sup> 例えば、日本の個人投資家によるインド株式の直接購入は、インド証券取引委員会（SEBI）で外国ポートフォリオ投資家（FPI）の登録を受ける必要等があることから困難と考えられる。投信等を通じて、このような資産への投資が可能になることは一定の付加価値があると考えられるが、本質的な付加価値は「超過収益（ $\alpha$ ）」や「高いインカム収入」等のリターンであることに留意が必要となる。

### 【①商品性等の検討】

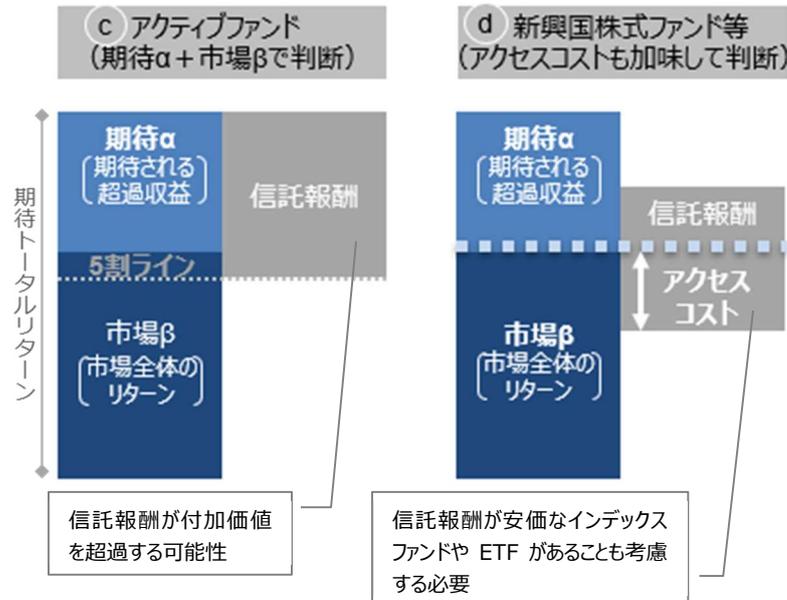
工夫がみられる事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>商品組成時の検討資料等において<u>運用目標、想定リスク、コスト控除後の期待リターン及び想定顧客属性等を記載し、商品性を具体的に検討している</u></li> <li>運用を外部委託するファンドにおいて、<u>外部委託先と運用目標、想定リスク等について協議を行い、それらを外部委託先と結ぶガイドラインに明記して、商品組成後のモニタリングに活用している</u></li> </ul>
課題と考えられる事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>アクティブファンドにもかかわらず、<u>運用目標や想定リスク等が設定されていないため、組成後の適切な検証が行われていない</u></li> <li>外部委託ファンドにおいて、<u>外部委託先との間で運用目標、想定リスク等を明確化していない</u></li> </ul>

### 【②コスト水準の妥当性の検証】

工夫がみられる事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>典型的なアクティブファンドの場合、<u>信託報酬は期待される超過収益（期待<math>\alpha</math>）の半分以下を基準としている【図表 a】</u></li> <li>債券等の利回り型商品の場合、<u>最終利回りには運用者の運用力によらない平均的な市場利回りも含むため、信託報酬は期待される最終利回りの3割以下を基準としている【図表 b】</u></li> </ul> <div style="text-align: center;"> <p>The diagram consists of two parts, (a) and (b), illustrating cost benchmarks. Part (a) is titled 'a アクティブファンド (期待<math>\alpha</math>で判断)'. It shows a vertical bar representing the '期待トータルリターン' (Expected Total Return). The bar is divided into two sections: the top section is '期待<math>\alpha</math> (期待される超過収益)' (Expected <math>\alpha</math> (Expected Excess Return)) and the bottom section is '市場<math>\beta</math> (市場全体のリターン)' (Market <math>\beta</math> (Market Return)). To the right of this bar, a horizontal line indicates the benchmark for the '信託報酬 (5割以下)' (Trust Fee (5% or less)), which is set at half of the '期待<math>\alpha</math>' section. The area above this line is labeled '投資家に帰属 (5割以上)' (Belongs to investors (5% or more)). Part (b) is titled 'b 利回り型ファンド等 (期待される最終利回りで判断)' (Fixed-income funds etc. (Judged by expected final yield)). It shows a vertical bar representing the '期待される最終利回り' (Expected Final Yield). The bar is divided into two sections: the top section is '期待される最終利回り' (Expected Final Yield) and the bottom section is '市場<math>\beta</math> (市場全体のリターン)' (Market <math>\beta</math> (Market Return)). To the right of this bar, a horizontal line indicates the benchmark for the '信託報酬 (3割以下)' (Trust Fee (3% or less)), which is set at 30% of the '期待される最終利回り' section. The area above this line is labeled '投資家に帰属 (7割以上)' (Belongs to investors (7% or more)).</p> </div>
-----------	--

課題と考  
えられる事  
例

- ・ アクティブファンドにもかかわらず、運用者の運用力によらない市場 $\beta$ <sup>38</sup>も含めた期待トータルリターンの50%以下を基準に信託報酬の妥当性を判断しているため、市場 $\beta$ が大きい株式ファンド等では信託報酬が超過収益( $\alpha$ )を超過する可能性もあるなど、適切な基準になっていない【図表 c】
- ・ 新興国株式等のアクセスが困難な資産に投資する商品の場合、当該資産へのアクセス自体も付加価値となり得るが、当該付加価値に対する報酬水準について、例えば、投資対象が類似しているインデックスファンドの信託報酬と比較するなどの十分な検証が行われていない<sup>39</sup>【図表 d】



(まとめ)

【①商品性等の検討】に関して、運用目標や想定リスク等を事前に設定した上で商品組成を行い、組成後のモニタリングにも活用している大手社は一部にとどまり、【②コスト水準の妥当性の検証】に関してもコスト控除後で十分な付加価値を提供できる水準となっているかの検証が不十分な社も多く認められた。

組成時に運用目標等が設定されていなければ、組成後のモニタリングにおいて「コストに見合った十分な付加価値等を継続的に提供できているか」に関して十分に検証することができず、不芳ファンドとなるまで運用改善の必要性を見逃す可能性がある。また、組成時に適切な運用目標等を設定しても、コスト水準に係る十分な検討を行わずに運用目標に対して過大な信託報酬等を設定した場合、運用部門が目標どおりの運用実績(パフォーマンス)を出しても顧客は「十分な付加価値」を得られないという問題が生じ得る。

<sup>38</sup> ここでは市場全体の動きから得られるリターンのことを指す。市場全体の変動を表す指標(日本株式では TOPIX(東証株価指数)、米国株式では S&P500 等)を用いて表されることが多い。

<sup>39</sup> 通常のアクティブファンドにおいてもアクセスコストを設定する考え方もあるが、信託報酬が安価なインデックスファンドやETFが存在する先進国株式等を投資対象とする場合には、そのアクセスコストは安価になるはずであり、適切な水準のアクセスコストを設定することが望まれる。

このように**商品組成時の商品設計は、商品組成後の実効的な品質管理を行うためにも極めて重要**であり、顧客の最善の利益を実現するための必要条件となる。資産運用会社においては、商品ライフサイクルを通じて、コスト控除後でも十分な投資家リターンを提供できるよう、組成時の商品設計を適切に行うことが期待される。

### 1-3-3 商品組成後の対応

商品の組成後は、**組成時に設定した商品性、運用目標や想定リスク等に沿った運用を行い、その状況をモニタリング部門等が検証することが必要である【③組成後のモニタリング】**。例えば、運用目標や想定リスク等が達成できているか、**運用実績が「コスト控除後でも十分な付加価値等を提供できているか」を検証することが必要**となる。加えて、組成時に設定した商品性に沿った運用及び付加価値の提供が将来に亘って継続可能かについても検証することが重要である。例えば、テーマ型商品の場合、組成時には付加価値を提供できると考えられていた商品でも、経済・社会情勢の変化によってテーマ自体が競争力を失うことにより、当初想定していた付加価値等が提供できなくなる場合がある。こうした商品が放置されれば、中長期的にパフォーマンスが低迷して不芳ファンドとなる可能性がある。

また、モニタリング部門等による運用状況等の検証結果を踏まえ、**運用部門・商品企画部門等の関連部署が、必要に応じて運用の改善及び商品設計の変更を行うことで、商品の品質維持を図っていくことが求められる【④運用の改善・商品設計の変更等】**。さらに、モニタリング結果を、既存商品の改善だけでなく、今後の商品組成時の検討にも活用することが期待される。

こうした考え方に基づき、大手社の【③組成後のモニタリング】と【④運用の改善・商品設計の変更等】に係る取組について対話を行ったところ、以下のような事例が確認された。

#### 【③組成後のモニタリング】

工夫がみられる事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>商品組成時に設定された運用目標、想定リスク等を活用し、<u>当該目標等と実績の乖離状況等をモニタリングしている</u></li> <li>運用目標を達成するために<u>必要なリスクを十分に取ることができているか</u><sup>40</sup>等、リスク面でのモニタリングを強化している</li> <li>外部委託ファンドについて、<u>外部委託先と取り決めたガイドラインに基づいて外部委託先における運用状況等を確認し、必要に応じて改善を要請している</u></li> </ul>
課題と考えられる事例	<ul style="list-style-type: none"> <li><u>不芳ファンドの抽出基準だけに基いてモニタリングを行っているため、コストに見合った十分な投資家リターンを提供できているかというモニタリングを行っていない</u></li> </ul>

<sup>40</sup> リスク・リターンは表裏一体の関係であり、より大きなリターンを得るためにはそれに見合った適切な水準のリスクを取る必要がある。一般的に、低すぎるリスク水準は運用目標の達成可能性を低下させる要因となる。

	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ アクティブファンドについて、商品組成時に運用目標や想定リスク等を設定していないため、<u>ベンチマークを上回っているかどうかの確認にとどまり、コストに見合った十分な超過収益となっているかの確認を行っていない</u></li> <li>・ 外部委託先との間で運用目標や想定リスク等に係る取決めを行っていないため、<u>外部委託先の運用状況等を十分にモニタリング・評価できていない</u></li> </ul>
--	--

#### 【④運用の改善・商品設計の変更等】

工夫がみられる事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 運用実績が低迷している商品について、投資信託約款の範囲内で投資対象の見直しや運用体制の強化（例えば、個別銘柄に対する調査力の強化）、運用制約の見直し等により改善を図っている</li> <li>・ 既存の投資信託約款の範囲内では改善が困難な場合、旧法ファンド<sup>41</sup>についても、投資信託約款の重大な変更に係る異議申立手続を行い、投資対象の見直しや他のマザーファンドへの併合等、運用戦略の大幅な変更を行っている</li> </ul>
課題と考えられる事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 組成後に、「コストに見合う十分な付加価値の提供」という観点からモニタリングが行われていないため、<u>改善対応が必要な商品が放置されている</u></li> </ul>

（まとめ）

【③組成後のモニタリング】に関しては、運用目標や想定リスク等に沿って、コストに見合った十分な付加価値を提供できているかのモニタリングを行っている社は一部に留まり、不芳ファンドの抽出のみを目的としている社や、アクティブファンドについてベンチマークを上回っているかを確認している社が多かった。しかし、アクティブファンドの場合、ベンチマークを多少上回る運用実績では、超過収益がコスト（信託報酬等）で相殺されてしまい、顧客に対して十分な付加価値の提供ができていない可能性が高い。信託報酬が低いインデックスファンドが普及しつつある中で、アクティブファンドが個人投資家にとって魅力的な商品であるためには、コスト控除後も十分な超過収益を提供する必要がある。特に、多くの大手社では、図表 1-9 や図表 1-10 にある通り、今後の強化ポイントとして「株式アクティブ運用」を挙げており、その実現においてはプロダクトガバナンスを強化することが期待される。また、図表 1-15 のとおり、特にグローバル資産について外部委託運用の割合が高くなっているが、外部委託運用を活用する場合においても外部委託先を適切に管理していくことが重要である。

【④運用の改善・商品設計の変更等】に関して、多くの社では中長期的にパフォーマンスが低迷している不芳ファンドへの対応が中心となっているが、そもそも不芳ファンドとならないよう「コストに見合った十分な付加価値を提供できていない」商品については早期に改善等を行い、品質を維持していくことが期待される。

<sup>41</sup> 「信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（平成 18 年法律第 109 号）」（信託法等整備法）第 2 条の規定により、信託法等整備法第 25 条による改正前の「投資信託及び投資法人に関する法律」の適用を受ける投信のこと。

### 1-3-4 顧客への情報提供

(商品性等の情報提供)

顧客が金融商品の特性等を正しく理解し、安定的な資産形成に資する適切な商品選択を行うためには、**商品性（享受する付加価値等）や負担するコストに関する情報が分かりやすく提供されている必要がある<sup>42</sup>【⑤商品性等の情報提供】。**

特にコストについては、**名目を問わず、顧客が実質的に負担するコストも含めて分かりやすく情報提供することが重要である。**例えば、仕組債では、金融審議会「顧客本位タスクフォース」中間報告<sup>43</sup>において組成コスト（販売会社への提供価格と時価・公正価値との差額）に係る情報提供に課題がある等と指摘されたことを踏まえ、金融商品取引業等に関する内閣府令等<sup>44</sup>の改正により、コスト構造の透明化が進められたところである。

投信においても、特定の指数等の運用成果を参照するトータルリターンズワップを利用したファンドや指数連動債等へ投資するファンドでは、交付目論見書等に記載される「総経費率」にワップや指数連動債が参照する指数等に係る費用が含まれないことから、顧客が負担する実質的なコストが分かりにくくなっている。これらのファンドに係るコストの開示状況を確認したところ、以下のような状況が認められた。

#### 【⑤商品性等の情報提供】

工夫がみられる事例	・ <u>スワップや指数連動債等を組み入れた投信について、信託報酬のほか、総経費率に含まれないスワップや指数連動債が参照する指数等に係る費用についても実質的な費用に含めて、交付目論見書で開示している</u>
課題と考えられる事例	・ <u>交付目論見書でスワップ等の費用を数値で開示しているものの、実質的な費用に加えていないため、顧客が実質的に負担するコストの全体像が把握しづらくなっている</u> ・ <u>運用に当たって発生する短期金利コスト（借入コスト）をファンドが負担する旨を交付目論見書で記載しているものの、過去の実績等の具体的な数値（例：米国短期金利4%等）は開示されていないため、顧客が実質的に負担するコスト水準が把握しづらくなっている</u>

(パフォーマンス状況の情報提供)

加えて、**顧客が投資判断を適切に行うためには、金融商品のパフォーマンスの状況を分かりやすく把握できることが重要である【⑥パフォーマンス状況の情報提供】。**

<sup>42</sup> プロダクトガバナンスに関する補充原則5の(注2)においても、「金融商品の組成に携わる金融事業者は、金融商品の商品性に関する情報についても、金融商品の販売に携わる金融事業者と連携して、分かりやすい情報提供を行うべきである。」とされている。

<sup>43</sup> 「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中間報告」(2022年12月9日)  
[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20221209.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221209.html)

<sup>44</sup> 金融商品取引業等に関する内閣府令等の改正については以下を参照。改正内容は2025年12月1日から施行・適用される。  
「「金融商品取引業等に関する内閣府令」等の改正(案)に対するパブリックコメントの結果等について」(2025年3月11日)  
<https://www.fsa.go.jp/news/r6/sonota/20250311/20250311.html>

例えば、株式を投資対象とする投信の場合、保有銘柄から受け取る配当は再投資されるため、当該投信の基準価額と配当抜き指数とを比較することは適切ではないと考えられる。特に長期で運用されている商品では累積配当の差が大きくなるため、基準価額が配当抜き指数を上回るが、配当込み指数では下回るという状況が起こることもある。

また、ベンチマークが定められていない商品においても、顧客目線に立った場合、基準価額の推移だけでは比較対象がないため、相対的なパフォーマンスの状況が分かりにくいと考えられる。このような観点から各社がパフォーマンス状況を顧客にどのように伝えているかを確認したところ、以下のような状況が認められた。

#### 【⑥パフォーマンス状況の情報提供】

工夫がみられる事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 交付目論見書や月次レポート等において、比較対象として利用する指数情報について、多くの大手社では<u>配当込み指数への変更がほとんどの商品で完了している</u></li> <li>・ ベンチマークのないファンドにおいてもパフォーマンス状況を顧客に分かりやすく伝えるために、基準価額の推移とともに<u>参考情報として市場の代表的な指数の推移を提供している</u></li> </ul>
課題と考えられる事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 交付目論見書や月次レポート等において、<u>比較対象に依然として配当抜き指数を利用しており、運用実績について顧客に誤解を与えるおそれがある</u></li> </ul>

(まとめ)

【⑤商品性等の情報提供】に関して、コストに係る情報提供に課題がある事例では、業界の自主規制規則において求められる対応は行っているとする社もあったが、昨今の仕組債におけるコスト構造の透明化の取組や「顧客本位の業務運営に関する原則」の原則4<sup>45</sup>の趣旨を踏まえて、投信においても顧客が実質的に負担するコストは名目にかかわらず分かりやすく開示されることが期待される。

【⑥パフォーマンス状況の情報提供】に関して、多くの大手社では既に配当込み指数への変更が行われているが、未対応の社においては速やかな対応が期待される。また、ベンチマークのない商品において市場の代表的な指数の推移を参考情報として提供することについては、投資対象が異なる中でパフォーマンスの評価としては誤解を与えかねないとして否定的な意見もあった。しかし、顧客が運用の巧拙を評価するためではなく、商品のパフォーマンスの相対的な位置付けを把握しやすくする観点からは、市場の代表的指数や関連する指数<sup>46</sup>を参考情報として提供することも有効と考えられる。

<sup>45</sup> 「顧客本位の業務運営に関する原則」原則4. 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かを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

<sup>46</sup> 例えば、提供する商品が採用している運用スタイルに応じて、スタイル指数（バリュール、グロース、大型株、小型株等）を活用することも考えられる。

## 【コラム②：運用者、運用チームに関する情報等の発信】

顧客によるファンドへの理解や安心感を高め、ファンドの長期的な保有に繋げるために、旗艦ファンド等の運用チームの投資哲学、運用者の考え、今後の投資方針等の詳しい情報をホームページ等を通じて積極的に発信する社もみられる。こうした情報発信の効果として、顧客から、保有している商品への親しみや運用者の想いを感じることができ安心して保有できる等のポジティブな反応があったとの指摘もある。加えて、顧客に対する影響だけではなく、情報発信を契機にファンドマネージャーという職業に興味を持ち、新卒採用選考への応募があった事例もあり、こうした情報の発信に波及効果がみられた。

### 1-3-5 プロダクトガバナンスの確立・高度化に向けて

プロダクトガバナンスの取組は、これまで体制整備や不芳ファンドに係る対応を中心に進められてきたところであり、商品ライフサイクルを通じた品質管理については今後の取組が期待される。

適切なプロダクトガバナンスの下、良質な商品を提供し続けることができれば、家計の安定的な資産形成に寄与するほか、顧客からの信頼を得ることができ、ビジネスの拡大に繋がることも考えられる。資産運用会社においては、このような好循環の実現に向けて、プロダクトガバナンスをさらに高度化していくことが期待される。

## 1-4 投資先企業の企業価値向上に向けた取組

### 1-4-1 背景

資産運用会社が中長期的により高い投資リターンを顧客・受益者にもたすためには、投資先となる企業を適切に選定することに加えて、建設的な「目的をもった対話」(エンゲージメント)等を通じて投資先企業の企業価値の向上や持続的な成長を促していくことも重要である<sup>47</sup>。また、こうした企業価値の向上に向けた取組は、全体として日本経済の成長にも資する重要な役割を果たしている。

このような観点から、大手社等に対し、エンゲージメントの取組についてヒアリングを行った。以下では、ヒアリングを通じて把握した取組状況や課題を紹介する。

### 1-4-2 資産運用会社におけるエンゲージメントの位置づけと取組内容

資産運用会社では、エンゲージメントについて、投資リターンの拡大に資する重要な取組と認識し、意欲的に取り組んでいる。特に大手社においては、エンゲージメントの取組をサポートする専門の部署を設けて専門人材を採用・育成・配置したり、取組を評価するための社内外の有識者等から構成される委員会を設置したりするなどの組織体制面の整備が進められている。

<sup>47</sup> こうした観点から、スチュワードシップ・コード(2020年3月改訂)において、機関投資家は、投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況を的確に把握すべきこと(原則3)、建設的な対話を通じて投資先企業と認識を共有し、問題の改善に努めるべきこと(原則4)、議決権行使の方針と行使結果を公表すべきこと(原則5)等が定められている。

一般的に、エンゲージメントの内容は、企業価値の向上につながる企業行動の変容や企業価値を毀損する可能性のある課題への対応を促すような企業の本源的価値を高めることを目的とした取組のほか、投資家が企業価値を適切に評価できるようにするため、情報開示内容の充実を促すようなものまで、多様な取組が含まれる。

各社が行うエンゲージメントの内容は、各社の運用の特徴に応じたものとなっている。例えば、アクティブ運用とパッシブ運用では、次のような特徴がみられることが多い<sup>48</sup>。

まず、投資判断に基づいた銘柄選択や保有銘柄の機動的な入れ替えが可能なアクティブ運用では、投資先企業の企業価値向上が運用成果に大きな影響を及ぼすため、より高いパフォーマンスを実現するための手段として個別企業との対話が重視されることが多い。そのため、企業への理解を深めることで投資判断に役立てることや、企業行動の変容（事業戦略・事業構造の見直しなど）を促すことで企業価値向上につなげることをエンゲージメントの目的としていることが多い。一部の大手社や独立系資産運用会社においては、対象先企業を絞り込み、より充実した深度あるエンゲージメントを行うアプローチもみられる。こうしたアクティブ運用を行う社においては、投資対象となる企業の候補を早期に把握し、投資実行後も企業側と積極的な対話等を行うことで高いリターンを実現することを目的としているため、運用担当者（ファンドマネージャー等）と企業分析・対話等を行う担当者（アナリスト等）が密接に連携して業務を行う組織体制が整備されていることが多い。

他方で、パッシブ運用は、投資先の企業数が多いことや、インデックスを構成する個別企業の株式を自由に入れ替えることができず、各銘柄の保有期間が長期間に及ぶという特徴がある。こうした特徴から、エンゲージメントの目的は、個別の企業の価値向上よりも、インデックスの対象企業全体の中長期的な価値向上が重視されることが多い。たとえば、サステナビリティ（ガバナンスや社会・環境面を含めた中長期的な持続可能性）関連の取組のように、中長期の時間軸で効果の発現が期待されるテーマ（人的資本の強化や脱炭素化に向けた取組のほか、不祥事の防止に向けたガバナンス強化など）について、投資先企業全体の横断的な底上げを図るエンゲージメントが多くみられる<sup>49</sup>。また、投資先企業を自由に入れ替えることができないため、対話に加えて、議決権行使を意思表示の重要なツールとして挙げる社も多い。パッシブ運用中心の社では、上記のようなエンゲージメントを実施するために、多数の企業を幅広くカバーするリサーチ体制を整備している。また、サステナビリティに関する対話や議決権行使等を行うためには、当該テーマに関する最新の議論の動向等を把握することが重要となるなど、従来の企業分析とは異なる専門性が必要とされることから、サステナビリティに特化した部署を設置して専任の担当者を配置している社もみられる。

このように、エンゲージメントの目的や取組内容は一般的に運用手法の性格に応じたものとなっているが、具体的な取組については各社独自の工夫も行われている。

例えば、様々な企業における先進的な取組事例を把握しやすい立場を活かし、投資先企業に他社

<sup>48</sup> ただし、ここで挙げる特徴は相対的なものであり、アクティブ運用とパッシブ運用の間で明確に区別できるものではない。また、アクティブ運用とパッシブ運用の双方を担っている運用会社も多く、実際の組織体制や業務内容は個社ごとにバリエーションがみられる。具体的には、アクティブ運用のアナリストの知見をパッシブ運用のエンゲージメントに有効活用している例や、サステナビリティ担当がファンドマネージャーやアナリストと密接に連携して対話等を行っている例がみられる。

<sup>49</sup> パッシブ運用では、アクティブ運用に比べて、企業価値向上の効果が発現・持続する期間をより長期間（10年単位の期間を挙げる社もみられる）で考える傾向がある。他方で、投資先企業が具体的な行動を取るタイミングについては、パッシブ運用・アクティブ運用いずれにおいても、3年以内を期待する社が多い。

の好事例（課題を解決し、企業価値を向上させた企業の例など）を紹介しながら行動変容を促すことで、より説得的な対話とする工夫がみられる。なお、他社の事例を紹介する手法としては、課題を抱える投資先企業が同様の課題を解決した他企業と意見交換等を行う場を設定することで、互いに学びあう機会を設ける取組もみられる。また、企業価値に見合った市場評価を得るための望ましい開示のあり方について、投資家目線で投資先企業にアドバイスを行うことに重点を置く社もある。

### 1-4-3 エンゲージメントを実践する上での主な課題と対応事例

以上のように、資産運用会社ではエンゲージメントに関する積極的な取組が行われているが、取組を実践する上での課題を指摘する声も多い。

以下では、こうした課題や対応事例について取り上げる。

#### (1) 投資先企業との対話に係る課題

まず、資産運用会社が投資先企業との対話を進めるにあたり、対話に対して消極的な企業の存在を課題として指摘する声が聞かれる。企業側の姿勢の全体的な傾向としては、資本収益性に関する意識の高まり等を背景に、投資家との対話に応じるようになってきているほか、企業側から投資家に対話を申し込むケースが増えるなど、前向きな変化がみられると評価する声も聞かれる。他方で、依然として企業価値の向上に関心が低く、投資家との対話に消極的な投資先企業もみられるとの指摘もある。特にインデックス投資では、企業価値向上に関心が低い企業であっても、インデックスに含まれる限り売却できないため、投資パフォーマンスの低下につながるおそれがある。

上場企業は企業価値向上に向けた対話を投資家と積極的に行うことが期待されるが、**資産運用会社においても、企業側の積極的な姿勢を引き出すために、対話の質を高めていくことが欠かせない**。実際、資産運用会社が投資先企業に対する知見・理解を深め、中長期的な企業価値の向上に資する適切なアジェンダを設定して対話を行う（例えば、短期的な財務指標の改善のみに着目した対話を行うのではなく、企業にとって参考となる他社の成功事例を共有するなど）といった努力を重ねたことで、企業側の信頼を得て、建設的な対話ができるようになったとの事例も聞かれる。また、資産運用業界においても、対話の好事例等を共有する場を設定し、業界全体の取組の深化を目指す動きもみられる。

また、資産運用会社は対話の準備のために、開示情報等を踏まえて投資先企業に対する理解を深める必要があるが、企業情報に関するデータの取得に係る業務負担やコストの増加を課題として指摘する声も多い。経営戦略や人的資本、環境関連の取組といった非財務情報は、投資家等が企業価値を把握する上で重要な情報として、各企業においても開示する情報の量・質ともに充実化を図っているが、情報ソースが分散し、またその内容が標準化されていないために、資産運用会社が非財務情報を取得・分析・評価するための業務負担やコストが大きくなっているとの指摘がある<sup>50</sup>。特に、インデックス運用では、対象となる企業が多数にわたることから、こうしたコストは収益に比

<sup>50</sup> 資産運用会社が利用するデータベースは海外のベンダーが提供しているものが多く、こうした海外ベンダーによるデータベースにおいて、利用料が海外のインフレ率を反映して年々増加しているとの声が聞かれた。

して大きくなる傾向がある。

こうした課題に対しては、中長期的には、非財務情報に関するデータプラットフォームが整備されることが望ましいとする意見が聞かれたが、足元では、各社において、より効率的に各企業の情報を収集・分析するための工夫も行われている。たとえば、これまでは人手をかけて行っていた非定型的な情報の収集・整理作業に人工知能（AI）を活用することで、企業情報の分析・評価を効率化している社もある。

また、個別企業の状況を客観的に把握した上で、外部目線から助言や監督等を行う立場にある社外取締役の実効性を高めることが、より効率的・効果的な企業価値の向上につながるとの考えに基づき、社外取締役がその役割・機能を十分に発揮するようになることを対話の主眼に置く社もある<sup>51</sup>。

## （2）アセットオーナーとの関係に関する課題

アセットオーナーは、スチュワードシップ責任を果たすため、運用を委託する資産運用会社に対してエンゲージメントを促し、モニタリングすることが期待されている。こうした中で、アセットオーナーが資産運用会社に求めるエンゲージメントの報告項目が増加する傾向にあり、また報告内容もアセットオーナーごとに異なることが多いため、こうした要求に対応するための資産運用会社側の負担・コストが増大しているとの指摘がある<sup>52</sup>。こうした報告への対応負担が増加した結果、本来の運用や対話に十分な時間と人手をかけることが難しくなっているとの声も聞かれる。

アセットオーナー側においては、報告様式の標準化を目指す動きや、多数のアセットオーナーが協働で資産運用会社によるエンゲージメントの取組をモニタリングすることで、報告等に係る負担を軽減する取組も始まっており、このような**報告業務の合理化に向けた取組が一層進展することが期待される**。

また、資産運用会社とアセットオーナーの間でのコストシェアリングも課題として指摘される。資産運用会社側では、エンゲージメントによる企業価値向上の効果（企業価値の向上を図るための取組と因果関係等）を定性的・定量的に分かりやすく示すことで、アセットオーナーにコストシェアリングへの理解を促す動きもみられるものの、企業価値には様々な要因が影響することから、個社の取組の効果を定量的に抽出することには限界があるとの指摘も多い<sup>53</sup>。アセットオーナーの中には、エンゲージメントの役割を評価し、相応のコストを負担（通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系を提供）しているところもあるが、こうした動きに広がりは見られない。

エンゲージメントは、その効果が同じ企業に投資する投資家に広く及ぶという外部性をもつため、

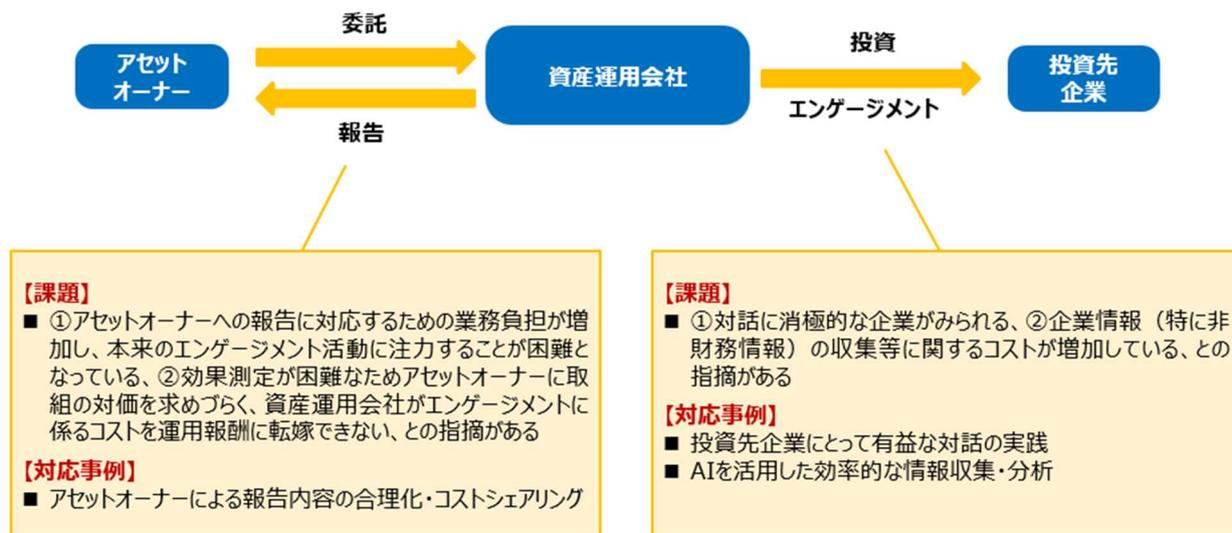
<sup>51</sup> この点について、社外取締役が投資家との対話に応じている企業も増えつつある。他方で、一部の資産運用会社では社外取締役と対話すること自体が目的化しているとの声もあり、社外取締役との議論に適したアジェンダの設定が肝要との指摘もある。（「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（第30回）資料4「スチュワードシップ活動の実態に関する調査」（2025年5月30日公表））

<sup>52</sup> その他、表面的な報告（例：企業との対話の回数）のみを一律的・形式的に求めるアセットオーナーの存在を指摘する声や、報告内容を踏まえて運用委託先をどのように評価したか等に関するフィードバックがなく、報告が活用されているかわからない、といった意見も広く聞かれた。

<sup>53</sup> 特に、多くの企業に働きかけを行い、市場全体の底上げを図るパッシブ運用のエンゲージメントは、効果を検証する際に比較する対象がないため、定量的な評価が難しいとの声が聞かれる。なお、アセットオーナー側が、エンゲージメントの効果を定量的に評価している例もある。

仮にエンゲージメントの取組が正当に評価されない場合には、資産運用会社がエンゲージメントに積極的に取り組むインセンティブを失い、最終的には投資リターンの低下を通じて投資家全体の利益を損なうおそれがある。そのため、**アセットオーナーにおいては、中長期的な投資リターンの拡大に向けた有効なエンゲージメントの取組を資産運用会社に期待するのであれば、持続的な取組となるように相応の負担を行うなど、資産運用会社とアセットオーナーとの間で適切なコストシェアリングのあり方が模索されることが望ましい。**

■ 図表 1-33 エンゲージメントに係る課題と対応事例



(まとめ)

資産運用会社は、より実効的なエンゲージメントに向けて、対話先企業の中長期的な企業価値向上につながる有意義な対話を実践することが重要である。

また、エンゲージメントを持続性のある取組とするため、資産運用会社においては、企業情報の収集・分析といった業務を効率化するための工夫を行うとともに、アセットオーナーとの間で、報告内容の合理化やコストシェアリング等に向けた連携を模索していくことが期待される。

## 1-5 新興運用業者の育成に向けた取組（日本版 EMP）

資産運用業の発展のためには、資産運用会社の新規参入を通じて、資産運用会社間の競争を促進し、業界全体の運用力の向上につなげていくことも重要である。

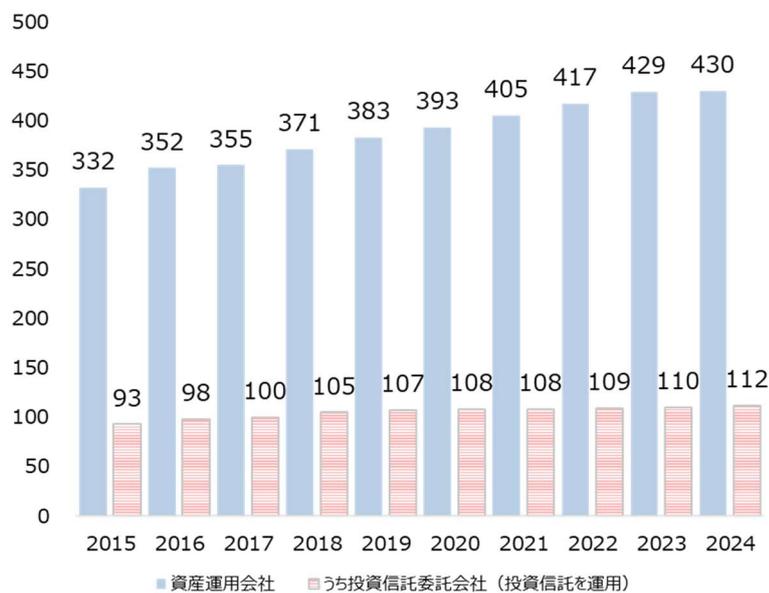
このため、「資産運用立国実現プラン」に基づき、官民連携して新興運用業者に対する資金供給の円滑化を図る観点から、新興運用業者促進プログラム(日本版 EMP: Emerging Managers Program)に取り組んでいる。以下では、日本版 EMP 実施の背景と具体的な施策の進捗を説明するとともに、ヒアリングを通じて把握した金融機関における取組事例を紹介する。

### 1-5-1 日本版 EMP の背景

資産運用会社の新規参入の促進を通じて、特色ある運用商品・手法を持った資産運用会社を増やし、顧客のニーズに合った多様な運用商品の提供につなげていくことにより、資産運用会社間の競争が促進され、業界全体の運用力の向上につながることが期待される。それがひいては、家計の運用リターンの増大や、成長企業への資金供給の活性化を通じて日本経済の持続的な成長に貢献することとなると考えられる。

しかし、図表 1-34 に見られるとおり、日本の資産運用業界においては、新規参入による競争が必ずしも十分に進んでいない状況にある。

■ 図表 1-34：日本の資産運用会社数の推移



(出所)「金融庁の1年」各年6月末の数

その要因として、新興運用業者は資産運用会社としての業歴（トラックレコード）がないために最初の運用資金（シードマネー）を獲得することが難しいといった課題や、投資運用業の登録要件を満たすためのコンプライアンス等の体制整備が容易でないといった課題が指摘されている。

そこで、アセットオーナーや金融機関に対して新興運用業者を単に業歴が短いことのみをもって排除しないように促すほか、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の外部委託を促進するといった規制緩和を行うこと等を盛り込んだ日本版 EMP が策定された。

### 1-5-2 アセットオーナーにおける取組

海外では、年金基金等のアセットオーナーが新興運用業者の発掘やアセットマネジャーの多様性の確保のために新興運用業者へ運用を委託するプログラム（EMP）を設定するなど、新興運用業者がシードマネーを得るための機会が生まれているが、日本においてはアセットオーナーの採用基準に業歴要件がある等、新興運用業者に資金を投じるプレーヤーが乏しかった。

しかし、アセットオーナーが受益者等のために最善の運用委託先を選択する観点からは、より優れたアセットマネジャーを発掘し続けることが望まれるところ、業歴のような形式基準により一定のアセットマネジャーを排除することはアセットオーナーの収益機会を逸しているとも考えられる。そこで、日本版 EMP では、資金の出し手であるアセットオーナーに対して、新興運用業者を排除しない取組を促している。具体的には、内閣官房が 2024 年 8 月に策定したアセットオーナー・プリンシプルの補充原則 3 - 4 において、運用委託先の選定に当たって、「知名度や規模のみによる判断をせず、運用責任者の能力や経験（従前の運用会社での経験等を含む）を踏まえ、検討を行うことが望ましい。例えば、新興運用業者を単に業歴が短いことのみをもって排除しないようにすることが重要である」旨を記載している。

アセットオーナー・プリンシプルの策定を受けて、2025 年 5 月末時点で、213 の主体が受入れを表明しており、特に公的アセットオーナーを中心に、新興運用業者を排除しない方針が公表されている。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）では 2023 年 12 月に運用委託先の公募要件から「運用資産残高」及び「実績年数」を撤廃したほか、国家公務員共済組合連合会（KKR）や地方公務員共済組合連合会においても、同プリンシプルの受入れに際して同様の要件の撤廃を表明するとともに、新たに運用担当責任者（CIO）を設置して運用体制の強化を図っている。

また、アセットオーナーがより優れたアセットマネジャーを発掘するとともに、新興運用業者がシードマネーを獲得するには、アセットオーナーと新興運用業者が接する機会や、新興運用業者が機関投資家へアピールする場が重要である。一般社団法人東京国際金融機構（FinCity.Tokyo）では、2019 年の創設以来、Tokyo Asset Management Forum というイベントを開催し、その中で特色ある新興運用業者を国内外のアセットオーナーに紹介する「EM Showcase」を実施している。

金融庁においても、アセットオーナーとベンチャーキャピタル（VC）間の認識を深め、ネットワーキングを推進するイベントとして、2025 年 2 月に、経済産業省、日本ベンチャーキャピタル協会（JVCA）との共催により、「アセットオーナー・ベンチャーキャピタル ミートアップ」を開催した。

この他、日本版 EMP に関連した情報発信として、2024 年 10 月の Japan Weeks 開催期間中に設立された「資産運用フォーラム」の第 1 回年次会合において、新興運用業者の振興を含めた日本の資産運用業の改革について議論が行われた。

上記の公的アセットオーナーの取組に加えて、企業年金においても、新興運用業者とのマッチングイベントに参加する基金や、運用委託先として新興運用業者を採用する例も出てきている。

### 1 - 5 - 3 金融機関における取組

アセットオーナーと並んで、金融機関も、新興運用業者に対する資金拠出や運用委託を行っているほか、ゲートキーパーとして、新興運用業者の発掘やデューデリジェンス、各種業務支援等を行っており、参入促進を図る上で大きな役割を果たしている。

そこで、金融庁では、2023 年 12 月から金融機関に対して、新興運用業者を積極的に活用した運用を行うことや、新興運用業者について単に業歴が短いということのみによって排除しないことを

要請した。この要請を受けて、2025年5月時点で、金融機関24社（銀行：7社、証券：2社、生保：10社、損保：5社）が新興運用業者の後押しにつながる取組を行う旨を表明しており、その内容は金融庁ウェブサイト公表している。

具体的な取組事例をいくつか紹介すると、以下のとおりである。

<新興運用業者（EM）への出資や運用委託に関する取組>

- ・ EMが運用するファンドを投資対象とする EMPを運用会社と保険会社の共同で開始。運用会社がゲートキーパーとなり、保険会社が投資資金を供給することにより、今後5年間で500億円を目安として投資（実績：国内上場株ファンドへ投資開始）。
- ・ これまでに（2018～2024年度）、国内上場株エンゲージメントファンドやPD・PEファンド等のEMへ累計約370億円の投資実績。今後も、生保におけるインハウス運用の補完として、プライベートアセットに6,000億円の投資を計画（2024～2026年度）、この枠内でEMの積極的な活用を検討（いずれもコミットメントベース）。
- ・ これまでに、インパクト投資を行う国内PEファンド、国内大学発ベンチャーに投資する産学連携ファンドなど計1,000億円の投資実績。今後5年間でEMに対して3,000億円の運用委託枠を設定し、うち100億円程度は東京国際金融機構が公表している「EM Showcase」で紹介されたEMに運用委託。
- ・ ①社内運用者がトラックレコードを獲得するためのパイロット運用、②社外運用者に委託する新商品開発のための投資、③トラックレコードのないEMへの投資を推進するため、EMP投資枠を設定し、将来的に1,600億円まで拡大（実績：③国内バイアウトファンド、シード～アーリー期のVCに計50億円）。
- ・ 中期的に総額500億円の投資の積上げを目標にEMP投資枠を設定。PE・VC向けのファンドオブファンズや日本株ヘッジファンドへの投資実績。
- ・ これまでも毎年平均100億円程度EMへ運用委託（具体例：シード～レイター期の国内IT系スタートアップを投資対象とするVC、PEファンド）。今後も最大年300億円程度の投資・出資を行う（2000年以降、累計約30社・1,250億円の投資・出資）。

<その他の取組>

- ・ EM等とアセットオーナー（年金基金、保険会社、大学基金等）を招き、マッチングイベントを開催。
- ・ 投信の基準価額の一者計算化も視野に、ミドル・バックオフィス業務と投信受託業務を提供。

こうした取組を通じて、金融機関が自社の運用力の向上や、将来的な顧客向け商品の委託先の開拓を図りつつ、同時に、新興運用業者にとってはシードマネー獲得のチャンスが拡大していく流れ

が広がっていくことが期待される。

#### 1-5-4 規制緩和

新規に投資運用業を立ち上げる際の体制整備に係る負担が重いという課題に対しては、欧州の例に見られるように、資産運用業における運用と業務管理を分離できるようにすることで、新興運用業者が運用に専念できるような環境整備を進めた。

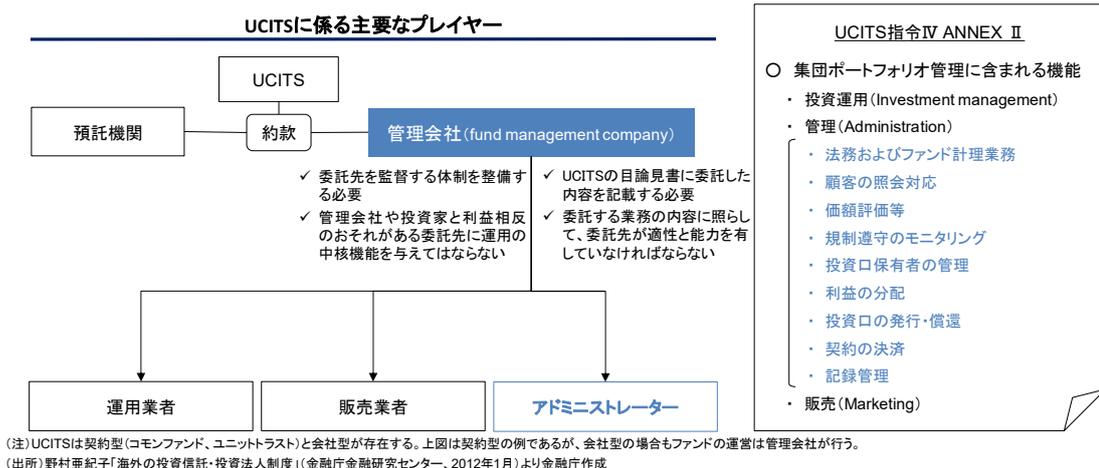
具体的には、2024年5月に成立した「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」（以下、「2024年金商法等改正」）により、投資運用業の参入要件を引き下げる規制緩和を行った。

##### ■ 図表 1-35：ミドル・バックオフィス業務の外部委託の例（欧州）

- 欧州では、UCITS<sup>(※1)</sup>に基づき運営されるファンドについて、EU母国当局の認可<sup>(※2)</sup>を受けた管理会社 (fund management company) を中心にファンドが運営されている。
- 管理会社は、UCITSの集団ポートフォリオ管理機能（投資運用、管理、販売等）を有し、また、**外部委託できる業務やルールが法律に定められている**。一般に、資産運用機能を運用会社へ、販売機能を販売会社へ、アドミニストレーション機能をアドミニストレーターへ、外部委託している。
- 管理会社が業務を外部委託したとしても、管理会社の責任は軽減されない。

※1 UCITS : undertakings for collective investment in transferable securities。不動産のような現物資産を直接保有するファンドは対象外。

※2 EU加盟国の当局によるUCITS指令に基づく認可は、全ての加盟国において有効となる。



(出所) 金融審議会「資産運用に関するタスクフォース」(第2回) 事務局説明資料

第一に、投資運用業を行う上で必要となる主な機能のうち、いわゆるミドル・バックオフィス業務の外部委託を容易にする制度整備を行った。

欧米では、ミドル・バックオフィス業務専門の業者が存在し、アセットマネジャーが少人数でも投資運用業へ参入できる仕組みとなっているが、日本では、ミドル・バックオフィス業務に係る人員も投資運用業者において確保することが求められていた。このため、投資運用業への新規参入に当たって、ミドル・バックオフィス業務を経験したことのある人材の確保が課題となっていた。

そこで、2024年金商法等改正では、投資運用業等に関して行う計理業務・法令等遵守のための指導に関する業務を「投資運用関係業務」と定義し、投資運用業者から当該「投資運用関係業務」を受託する事業者の任意の登録制度を創設した（「投資運用関係業務受託業」）。

これにより、適切な品質が確保された事業者への投資運用関係業務の外部委託を促進するとともに、投資運用業の参入要件を緩和した。



た。

これらの規制緩和策を盛り込んだ2024年金商法等改正は2025年5月に施行された。このうち、「投資運用関係業務受託業」の制度の創設については、その施行前の2025年4月に事業者向けの事前説明会を金融庁・関東財務局が実施したところ、170者を超える参加登録があり、資産運用業界における関心の高さが窺われた。

今後、投資運用関係業務受託業の登録業者が登場し、また、上記の規制緩和が活用されることで、新興運用業者の新規参入が促進されることが期待される。

#### 1-5-5 その他の取組

日本版 EMP に関する施策として、新興運用業者の積極的な活用を望む金融機関及びアセットオーナーのために、各業界団体の協力の下で作成された、新興運用業者について一覧化したリスト（エントリーリスト）を金融庁ウェブサイトでも紹介している。具体的には、投資信託協会・日本投資顧問業協会において、協会への入会又は業務開始から10年以内の業者をエントリーリストとして公表しており、2025年5月末時点で、投信協では29社、顧問協では27社の新興運用業者がリストに掲載されている。

また、海外の資産運用会社等の日本への参入を促進するため、拠点開設サポートオフィス等での支援を行っており、2025年5月末時点で同オフィスのサポートを受けて英語で業登録等を完了した件数は47件に上っている。

## 2. 確定拠出年金（企業型 DC、iDeCo）サービスの高度化に向けて

### 2-1 企業型 DC、iDeCo の概要

確定拠出年金は、拠出された掛金とその運用益の合計額をもとに、将来の給付額が決定される年金制度である。企業型確定拠出年金（企業型 DC）では、企業が主として掛金を拠出<sup>54</sup>し、運用は加入者等<sup>55</sup>が行う。具体的には、加入者等は、（多くの場合は、企業から委託を受けた）運営管理機関<sup>56</sup>が選定・提示する運用商品のラインナップ<sup>57</sup>の中から、自身の運用商品を各々決定する。

個人型確定拠出年金（iDeCo）では、加入者が自ら掛金を拠出する。加入者等は、自ら選んだ運営管理機関が選定・提示する運用商品のラインナップの中から、自身の運用商品を各々決定する。

本章では、各運営管理機関から委託され記録関連業務を行う記録関連運営管理機関（レコードキーパー（RK））4社<sup>58</sup>から提供された2024年9月末基準のデータを基に分析を行った<sup>59</sup>。その中では、必要に応じて、運営管理機関のデータを①主要行、②生保、③損保、④証券等、⑤地銀・信金・労金、⑥その他に区分<sup>60</sup>するとともに、企業型 DC では運営管理機関毎に加入者等の資産額を合計すると上位11社<sup>61</sup>で全体の約9割になること、iDeCo でも同様に運営管理機関毎に加入者等の資産額を合計すると上位11社<sup>62</sup>で全体の約8割になることを踏まえ、各上位11社を大手社と位置づけ、個別別のデータも示している<sup>63</sup>。

企業型 DC の分析データの総数・総額は図表 2-1、iDeCo の分析データの総数・総額は図表 2-2 のとおりである。加えて、各運営管理機関にもアンケート調査を行い、その内容<sup>64</sup>も分析に活用している。

<sup>54</sup> 企業が拠出する掛金に加え、加入者が拠出するもの（マッチング拠出）もある。

<sup>55</sup> 加入者及び運用指図者。運用指図者とは、掛金の拠出が行われず、運用の指図のみを行う者。例えば、定年退職等により加入者の資格を喪失した受給権者など。

<sup>56</sup> 主要行（みずほ銀行、三井住友銀行、三井住友信託銀行、三菱 UFJ 信託銀行、三菱 UFJ 銀行、りそな銀行）、地域銀行（以下、地銀）、信用金庫（以下、信金）、労働金庫（以下、労金）、生保、損害保険会社（以下、損保）、証券会社や資産運用会社（以下、証券等）、その他（企業自らが自社グループの運営管理機関となっている場合等）など、2025年5月末時点で219社が厚生労働省・金融庁に登録。運営管理機関の業務（運営管理業務）は、運用関連業務（運用商品の選定、加入者等への提示・情報提供）と記録関連業務（加入者等の記録管理、運用指図のとりまとめ・通知、給付裁定等）に大別される。企業型 DC のみの運営管理機関、iDeCo のみの運営管理機関も存在する。また、運営管理業務を複数の運営管理機関で分担して又は共同で行う場合もある。

<sup>57</sup> 確定拠出年金法（DC法）、DC法施行令上の商品上限数は35本。iDeCoも同様。

<sup>58</sup> SBI ベネフィット・システムズ、損保ジャパン DC 証券、日本インベスター・ソリューション・アンド・テクノロジー、日本レコード・キーピング・ネットワークの4社。

<sup>59</sup> 本章において、特段の注記がない場合、各種図表は RK や運営管理機関からの提供データに基づき金融庁にて集計・作成したもの。

<sup>60</sup> 損保には、保険会社の子会社である証券会社を含む。また、証券等には、資産運用会社、証券会社の子会社を含む。

<sup>61</sup> 企業型 DC の大手11社は、損保ジャパン DC 証券、第一生命、大和証券、東京海上日動火災、日本生命、野村証券、みずほ銀行、三井住友銀行、三井住友信託銀行、三菱 UFJ 信託銀行、りそな銀行。

<sup>62</sup> iDeCo の大手11社は、SBI 証券、損保ジャパン DC 証券、東京海上日動火災、日本生命、野村証券、みずほ銀行、三井住友銀行、三井住友信託銀行、三菱 UFJ 銀行/三菱 UFJ 信託銀行（共同運営管理機関）、楽天証券、りそな銀行。

<sup>63</sup> 本章では、運用商品の選定に焦点を当てた項目が多いため、運営管理業務を分担して又は共同で行う場合（共同運営管理機関が存在する場合）には、運用商品の選定業務を担う主体を運営管理機関として集計している。また、企業が運営管理業務の大半は運営管理機関に委託するものの運用商品の選定は委託せず自ら行う場合もあるが、その場合、運営管理機関が企業の商品選定に対して様々なサポートを行っていることが多いとのことであったため、本章では、当該運営管理機関を運営管理機関として集計している。

<sup>64</sup> 企業型 DC については、登録されている運営管理機関のうち、企業型 DC の運用関連業務を行っていない運営管理機関（iDeCo のみの運営管理機関、コールセンター業務や記録関連業務のみを行っている運営管理機関）等を除く121機関から提供された内容。iDeCo については、登録されている運営管理機関のうち、iDeCo の運用関連業務を行っていない運営管理機関（企業型 DC のみの運営管理機関、コールセンター業務や記録関連業務のみを行っている運営管理機関）等を除く158機関から提供された内容。なお、他の機関と共同で運用関連業務（情報提供等）を行う機関も存在するため、運営管理機関数は、図表 2-1、2-2 の運営管理機関数とは一致しない。

■ 図表 2- 1 : 【企業型 DC】 運営管理機関の受託状況 (2024/9 末)

	運営管理 機関数	加入者等の 資産額 (兆円)	加入者等 (万人)	規約数 <sup>65</sup>	(参考) 資産額割合
主要行	5 社	14 兆円	533 万人	4,233	62%
生保	7 社	4 兆円	156 万人	1,822	17%
損保	5 社	2 兆円	76 万人	1,277	7%
証券等	10 社	2 兆円	86 万人	653	10%
地銀・信金・労金	63 社	0.3 兆円	22 万人	509	1%
その他	19 社	1 兆円	26 万人	34	3%
合計	109 社	23 兆円	900 万人	8,528	100%

■ 図表 2- 2 : 【iDeCo】 運営管理機関の受託状況 (2024/9 末)

	運営管理 機関数	加入者等の 資産額 (兆円)	加入者等 (万人)	(参考) 資産額割合
主要行	5 社	1.5 兆円	86 万人	22%
生保	6 社	0.4 兆円	16 万人	6%
損保	4 社	0.7 兆円	47 万人	11%
証券等	13 社	3.3 兆円	219 万人	50%
地銀・信金・労金	130 社	0.6 兆円	65 万人	10%
その他	2 社	0.1 兆円	7 万人	2%
合計	160 社	6.7 兆円	440 万人	100%

<sup>65</sup> RK のうち 1 社においては、1 つの規約の中に複数の契約がある場合、契約単位でデータが管理されているため、本章では、業態別や個社別のデータを示す際、当該 RK 分のデータについては契約単位で集計している。以下において同じ。

## 2-2 加入者等の適切な商品選択に向けた取組

### 2-2-1 元本確保型商品での運用実態（企業型 DC）

#### （1）元本確保型商品で運用するリスクと安定的な資産形成の意義

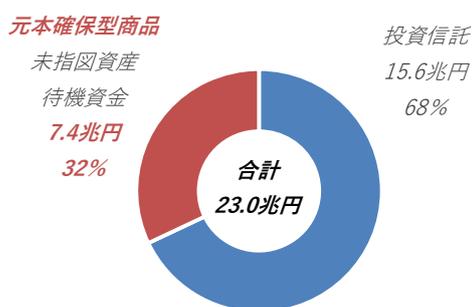
足元において、物価は上昇基調にあり、元本確保型商品（預貯金や保険商品）の金利・利率は、一般に消費者物価の上昇率を下回っている。この傾向が続き、（物価の上昇率を下回る金利・利率の）元本確保型商品で長期に運用していく場合、将来において実質的な購買力を確保できない、換言すれば、実質的な資産価値が目減りし続けることになる。

企業型 DC では、年金資産という性質を踏まえ、少なくとも将来の実質的価値の減少を防止し、老後に向け長期・安定的に資産形成を行っていくことが重要である。そのためには、長期・積立・分散投資の利点を踏まえつつ、適切な運用商品を選択し、物価上昇率を上回る運用収益率を安定的に確保していくことが期待される。「資産運用立国実現プラン」でも、こうした点が指摘されている<sup>66</sup>。

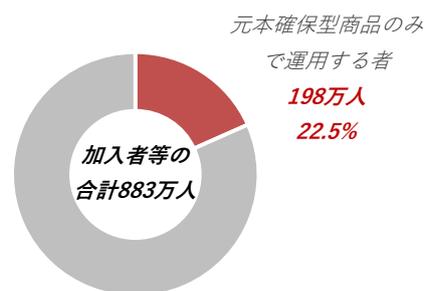
こうした中、企業型 DC の加入者等の資産状況をみると、2024 年 9 月末で約 16 兆円（全体の約 70%）が投資信託である一方、約 7 兆円（全体の約 30%）が元本確保型商品等<sup>67</sup>となっている。そして、このうち約 3 兆円（全体の約 15%）が「元本確保型商品のみで運用する者」<sup>68</sup>の資産残高となっている。また、人数ベースでみると、「元本確保型商品のみで運用する者」が全体の加入者等に占める割合は 2024 年 9 月末時点では約 22%（約 198 万人）となっている。

本項では、こうした現状を踏まえ、「元本確保型商品のみで運用する者」のデータについて、年代・加入時期別、規約別、運営管理機関別等の観点から偏りや特徴があるのかについて分析した。

■ 図表 2-3：加入者等の資産状況（2024/9 末）



■ 図表 2-4：「元本確保型商品のみで運用する者」の人数と全体に占める割合（2024/9 末）<sup>69</sup>



<sup>66</sup> 「資産運用立国実現プラン」では、企業型 DC の運用は加入者が行うことを踏まえ、運営管理機関、企業、加入者の各段階において適切な運用方法の選定が重要である旨、適切な運用方法の選定にあたっては、物価や賃金が増加している経済環境を踏まえると、インフレリスク（将来の実質的な購買力を確保できない可能性）を十分考慮する必要がある旨が指摘されている。

<sup>67</sup> データ集計上、待機資金（掛金が振り込まれた後、商品購入までの間に生じる資金）の残高と元本確保型商品の残高を区別することが困難であったため、待機資金の残高も含めている。なお、「確定拠出年金統計資料」（運営管理機関連絡協議会、2024 年 3 月末）によれば、2024 年 3 月末の待機資金の残高は約 855 億円。

<sup>68</sup> 本章では、運用資産の全てが元本確保型商品である加入者及び運用指図者を「元本確保型商品のみで運用する者」と定義している。未指図資産、待機資金は運用資産と定義していない。一方で、「確定拠出年金統計資料」（運営管理機関連絡協議会、2024 年 3 月末）では、RK4 社から提供されるデータを集計し、「元本確保型商品のみで運用している者の割合」を算出しているが、本レポートと同様の定義としている RK もあれば、資産残高ではなく現在の掛金配分を元本確保型商品のみを設定している者を「元本確保型商品のみで運用する者」と定義している RK もあるため、本レポートの数値と当該統計資料の過去の数値との間に連続性はない。

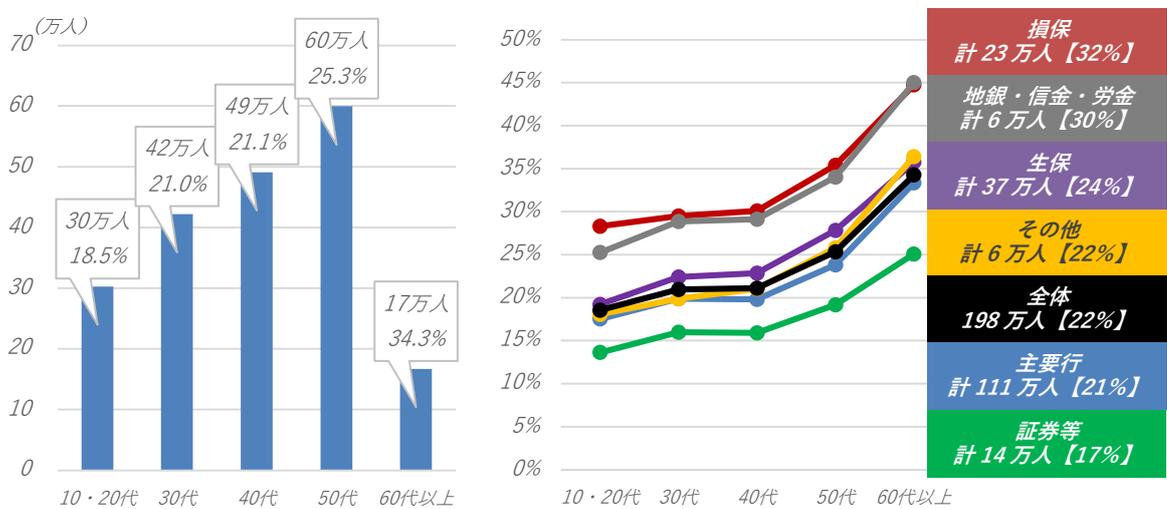
<sup>69</sup> 「加入者等の合計」には、運用資産残高がゼロの加入者等を含まない。

## (2) 年代別・加入時期別の分析

### ①年代別の分析

「元本確保型商品のみで運用する者」を年代別に区分し、各年代の加入者等の総数に占める割合をみると、10代・20代では他の年代と比べて相対的に低く、30代・40代・50代と年代が進むにつれて割合は高まっていく。人数としては30～50代が多い。これを運営管理機関の業態別にみると、「証券等」は全体の割合よりも概ね低い一方、「損保・「地銀・信金・労金」の割合は、各年代において、全体の割合よりも高くなっている。

■ 図表 2-5：年代別にみた「元本確保型商品のみで運用する者」の人数・割合（2024/9 末）



### ②加入時期別の分析

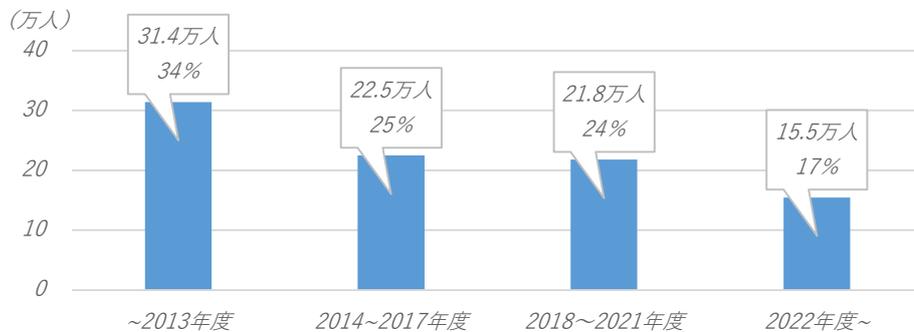
現在、「元本確保型商品のみで運用する者」がいつ企業型 DC に加入したのかをみると、国民における資産形成の関心の高まり、企業や運営管理機関の取組もあり、近年に加入した者ほど、その比率は低く、過去に遡るほどその比率は高くなっている。

運営管理機関の業態別にみると、多くの業態では、概ね全体と同様のトレンドを辿っている。一方、「その他」では、全体と比べて 2022 年度以降の加入者等の割合が高くなっている。これは、特定の運営管理機関において当該割合が高くなっていることによるが、当該運営管理機関によれば、従業員数が少ない小規模な企業においていわゆる選択制 DC<sup>70</sup>の導入が増えてきており、投資教育

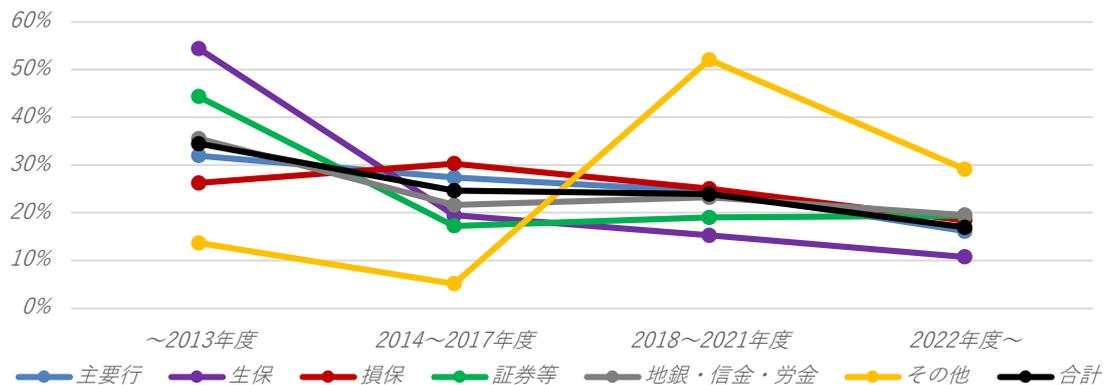
<sup>70</sup> 従業員が加入するか否かを選択できる企業型 DC。企業は加入を選択した者には掛金を拠出し、加入しないことを選択した者には掛金相当額を給与等として支払う。企業が拠出する掛金は、既存の給与等を原資とする場合や、既存の給与等とは異なる原資を活用する場合がある。既存の給与等を原資とする場合、企業が掛金を拠出した額は給与所得とみなされないため、所得税額や住民税額が減額となる可能性や、社会保険料の負担が軽減される可能性もある。ただし、これにより社会保険等の給付が減額となる可能性もあり、厚生労働省の Q&A ではこの点も従業員に説明する必要があるとされている。具体的には、厚生労働省の法令解釈通知では、「労使合意により給与等を減額した上で、当該減額部分を事業主掛金として拠出し企業型年金の個人別管理資産として積み立てるか、給与等への上乗せで受け取るかを従業員が選択する仕組みを実施するに当たっては、社会保険・雇用保険等の給付額にも影響する可能性を含めて、事業主は従業員に正確な説明を行う必要がある」とされている。また、同省の確定拠出年金 Q&A では、「給与や賞与が減額されることで、社会保険・雇用保険等の保険料負担が軽減される可能性があることだけでなく、厚生年金保険・健康保険の標準報酬月額や雇用保険の基礎手当日額等が引下げられること等により、これらを用いて算定される社会保険・雇用保険等の給付が減額する可能性があることを説明する必要がある。なお、説明にあたっては、具体的な事例を用いて説明することが望ましい。」とされている。

が必ずしも十分ではないことなどの理由から、その加入者等に「元本確保型商品のみで運用する者」が多いことが要因として考えられるとのことであった。

■ 図表 2-6：加入年度別にみた「元本確保型商品のみで運用する者」の人数・割合<sup>71</sup>



(参考) 業態別・加入年度別にみた「元本確保型商品のみで運用する者」の比率



### (3) 規約別の分析

#### ①全体

各規約を「元本確保型商品のみで運用する者」の割合で区分すると、「元本確保型商品のみで運用する者」がゼロの規約も存在するほか、その割合が10%未満の規約も全体の約2割存在する。一方、その割合が50%を超える規約も約1割存在するなど、ばらつきがある。

■ 図表 2-7：「元本確保型商品のみで運用する者」の割合で区分した規約の分布 (2024/9 末)

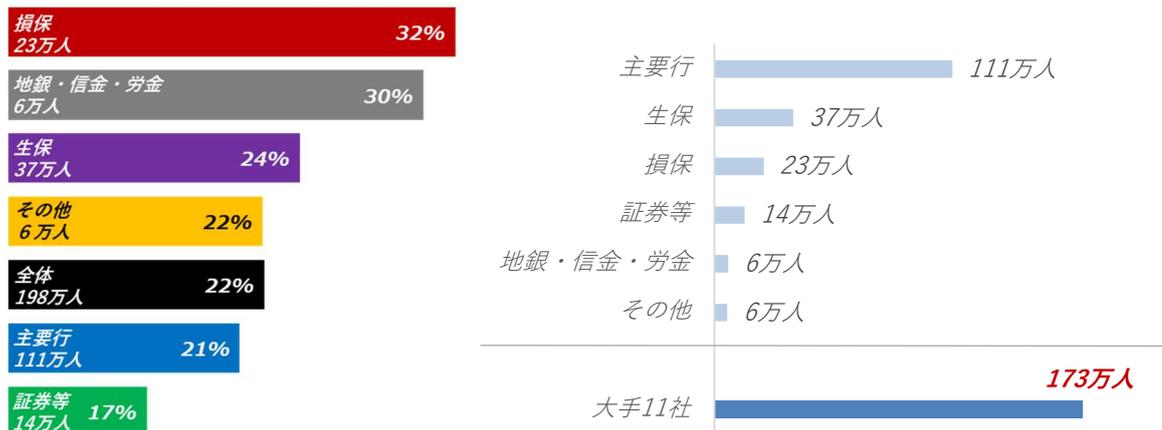
	0% (なし)	10%未満 (左欄以外)	10%~ 20%未満	20%~ 30%未満	30%~ 40%未満	40%~ 50%未満	50%~ 60%未満	60%~ 70%未満	70%~ 80%未満	80%~ 90%未満	90%~ 100%
規約数 (全体 8,384) <sup>72</sup>	225	1,653	2,186	1,652	1,060	644	418	252	144	87	60
規約数割合	3%	20%	26%	20%	13%	8%	5%	3%	2%	1%	1%

<sup>71</sup> RK 4 社のうち 3 社のデータによる。大手 RK 1 社分のデータが含まれていないことに留意が必要。

<sup>72</sup> 加入者等がゼロの規約を除く。

また、運営管理機関の業態別に「元本確保型商品のみで運用する者」の割合をみると、「損保」と「地銀・信金・労金」の割合が高くなっている。人数ベースでみると、「元本確保型商品のみで運用する者」198万人の多くは大手11社が運営管理機関を担う企業型DCに属している。ただし、大手11社の中でも「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が20～30%のところもあれば、最少の機関では14%と差がある。

■ 図表 2- 8：「元本確保型商品のみで運用する者」198万人の人数分布・割合（2024/9 末）<sup>73</sup>



■ 図表 2- 9：「元本確保型商品のみで運用する者」173万人の人数分布・割合（大手11社別）（2024/9 末）

	元本確保型のみで運用する者	加入者等に占める割合
A社	27万人	16%
B社	31万人	23%
C社	34万人	24%
D社	25万人	27%
E社	8万人	14%
F社	7万人	20%
G社	9万人	23%
H社	9万人	32%
I社	11万人	27%
J社	11万人	32%
K社	2万人	17%
合計	173万人	22.1%

### ②50歳未満の加入者等に限定した分析

前述のとおり、（物価の上昇率を下回る金利・利率の）元本確保型商品で長期に運用していく場合、将来において実質的な購買力を確保できない、換言すれば、実質的な資産価値が目減りし続けることになる。このため、ここでは各規約の50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合に着目し、その割合が20%以上の規約と20%未満の規約に区分して分析を

<sup>73</sup> 左図のパーセンテージは、加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合。

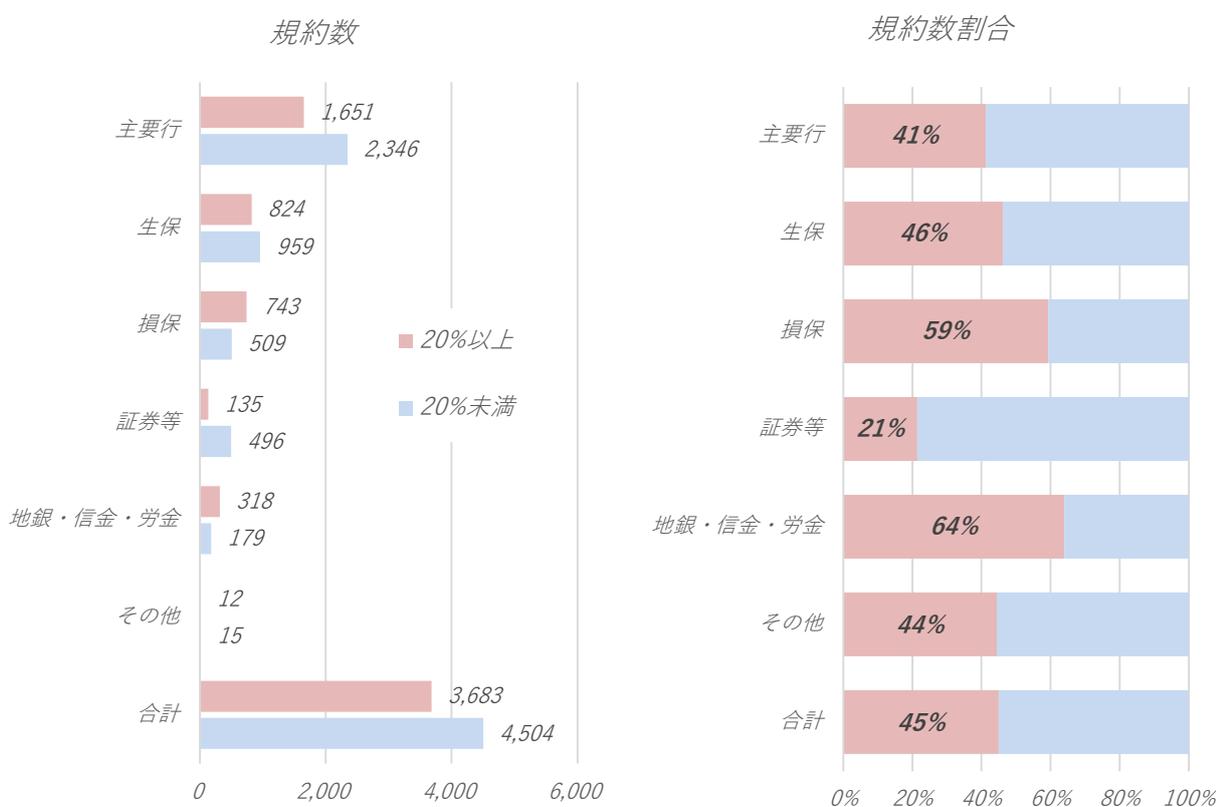
行った<sup>74</sup>。当該区分全体の規約数をみると「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が20%以上の規約が全体の約45%、20%未満の規約が全体の約55%となっている。

■ 図表 2- 10：50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合（2024/9末）<sup>75</sup>

	「元本確保型商品のみで運用する者」の割合											
	0% (なし)	10%未満 (左端以外)	10%~ 20%未満	20%~ 30%未満	30%~ 40%未満	40%~ 50%未満	50%~ 60%未満	60%~ 70%未満	70%~ 80%未満	80%~ 90%未満	90%~ 100%	
規約数 (全体 8,187)	330	2,120	2,054	1,423	890	524	343	220	144	89	50	
割合	55%			45%								

また、運営管理機関の業態毎に、50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が20%未満の規約と20%以上の規約の比率をみると、「地銀・信金・労金」、「損保」においては、相対的に20%以上の規約の比率が高い。また、「地銀・信金・労金」、「損保」においては、50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が50%以上の規約が10%以上存在している。

■ 図表 2- 11：50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が20%以上の規約と20%未満の規約の比較（業態別）（2024/9末）



<sup>74</sup> 全体の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合（2024年9月末）が22.5%であったことから、ここでは、20%を基準とした。

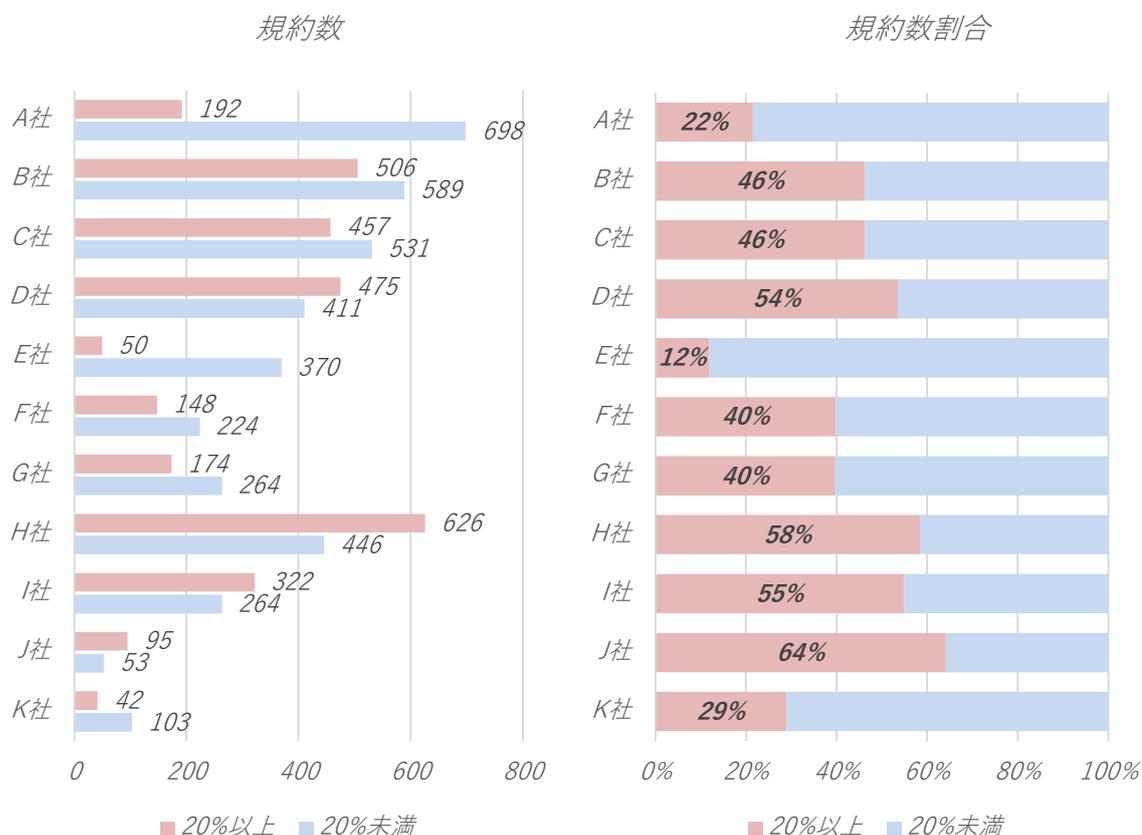
<sup>75</sup> 50歳未満の加入者等がゼロである規約を除く。以下、本項において同じ。

(参考) 50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が50%以上の規約(業態別)(2024/9末)

	「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が50%以上の規約数	全規約数	割合
主要行	321	3,997	8%
生保	165	1,783	9%
損保	238	1,252	19%
証券等	22	631	3%
地銀・信金・労金	99	497	20%
その他	1	27	4%
合計	846	8,187	10%

大手11社についてみると、個社毎にばらつきがある。大手11社は、規約数ベースのシェアが約9割と高いこともあり、50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が20%以上の規約のうち約8割は大手11社に集中している。また、5社においては、自身が運営管理機関を担う規約の約10%~20%が、50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が50%以上となっている。

■ 図表2-12：50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が20%以上の規約と20%未満の規約の比較(大手11社別)(2024/9末)



(参考) 50歳未満の加入者等に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が50%以上の規約  
(大手11社別) (2024/9末)

	「元本確保型商品のみで 運用する者」の割合が 50%以上の規約数	全規約数	割合
A社	18	890	2%
B社	106	1,095	10%
C社	81	988	8%
D社	115	886	13%
E社	4	420	1%
F社	27	372	7%
G社	23	438	5%
H社	214	1,072	20%
I社	93	586	16%
J社	20	148	14%
K社	7	145	5%

#### (4) 今後の取組

「元本確保型商品のみで運用する者」のデータについて、様々な視点で分析を行ったが、各運営管理機関は、加入者等において個々人の状況や経済・金融環境を踏まえた適切な商品選択がなされるよう、企業と連携しつつ、どのような所からどのようなアプローチをしていくか、優先順位を決めて取組を強化させていくことが重要である。

特に、「元本確保型商品のみで運用する者」約198万人のうち約173万人は、大手11社が運営管理機関を担う企業型DCの加入者等であり、その多くは設定年が比較的古い企業型DCであると推察される。また、「損保」<sup>76</sup>や「地銀・信金・労金」については、様々な分析において、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が高い傾向にある。大手11社やこれら業態の運営管理機関においては、加入者等の適切な商品選択をサポートすべく、企業と対話を行うことや効果的な投資教育、加入者等の最善の利益を勘案した商品選定・商品入替等を行っていくことが重要である。

#### 2-2-2 元本確保型商品での運用実態 (iDeCo)

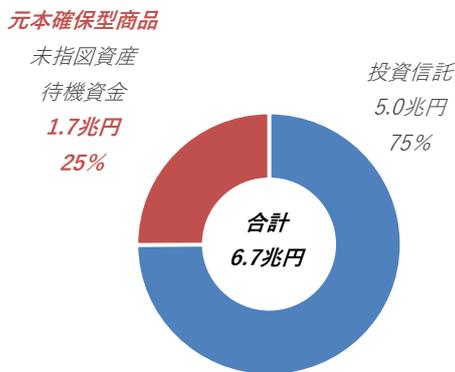
iDeCoの加入者等の資産状況をみると、2024年9月末で約5兆円(全体の約75%)が投資信託である一方、約1.7兆円(全体の約25%)が元本確保型商品等<sup>77</sup>となっている。そして、このうち約1兆円(全体の約15%)が「元本確保型商品のみで運用する者」の資産残高となっている。また、人数ベースでは、「元本確保型商品のみで運用する者」は2024年9月末で約76万人であり、全体

<sup>76</sup> 「損保」に含まれる運営管理機関の中には地域金融機関と共同で運営管理機関を担う規約を多く抱える機関もある。

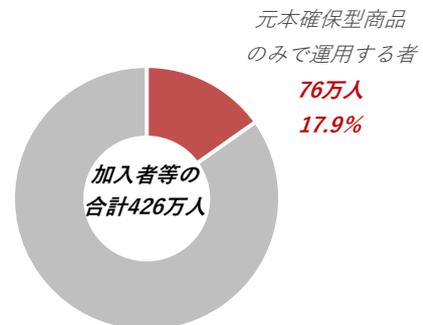
<sup>77</sup> データ集計上、待機資金の残高と元本確保型商品の残高を区別することが困難であったため、待機資金の残高も含めている。なお、「確定拠出年金統計資料」(運営管理機関連絡協議会、2024年3月末)によれば、2024年3月末の待機資金の金額は約203億円。

に占める割合は約 18%となっている。

■ 図表 2-13：加入者等の資産状況（2024/9 末）

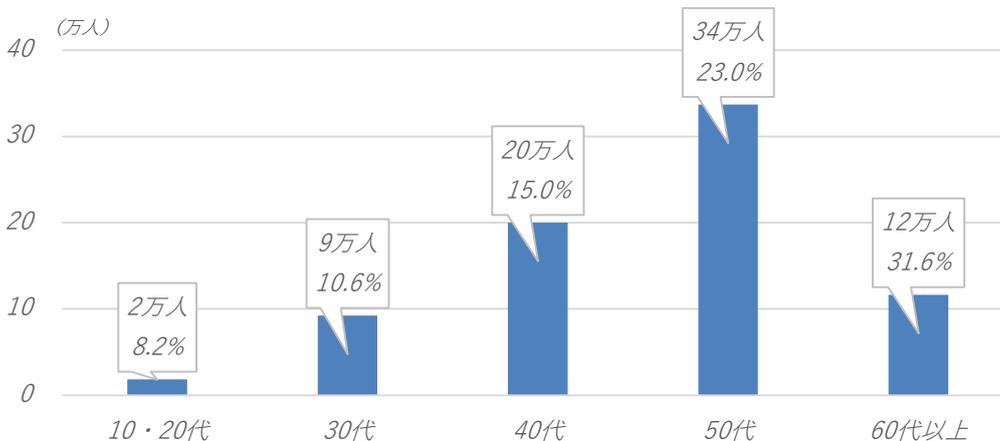


■ 図表 2-14：「元本確保型商品のみで運用する者」の人数と全体に占める割合（2024/9 末）<sup>78</sup>



「元本確保型商品のみで運用する者」を年代別に区分し、各年代の加入者等の総数に占める割合をみると、10代・20代では他の世代と比較して相対的に低く、30代・40代・50代と年代が進むにつれて割合は高まっており、企業型 DC と同様の傾向となっている。

■ 図表 2-15：年代別にみた「元本確保型商品のみで運用する者」の人数・割合（2024/9 末）

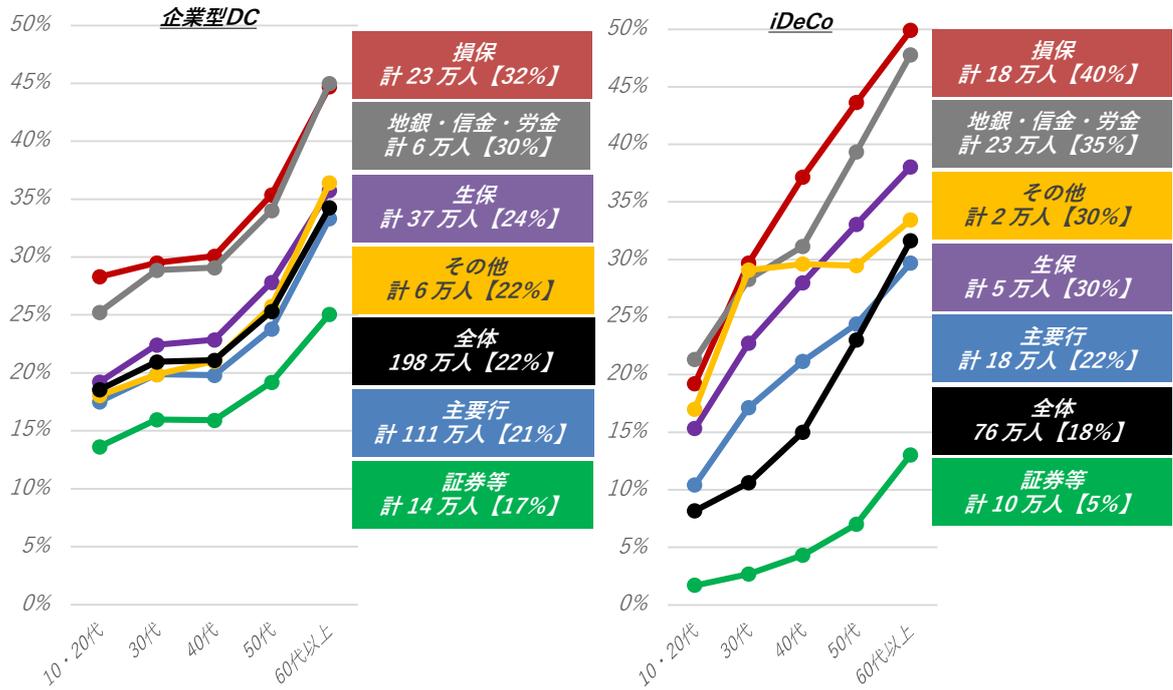


また、運営管理機関の業態別にみると、「損保」、「地銀・信金・労金」、「その他」、「生保」の「元本確保型商品のみで運用する者」の割合は、各年代において、全体の割合よりも高くなっている。特に、iDeCo と企業型 DC の年代別の「元本確保型商品のみで運用する者」の割合を比較すると、全体では概ね iDeCo の方が低い。これは加入者等の数が多い「証券等」（ネット系証券）においてその割合が低いことによると考えられる。一方で、「証券等」以外の業態では、企業型 DC よりも iDeCo の方がその割合が高い。また、大手 11 社についてみると、ばらつきがあり、数%の社から約 40%の社もある。

**企業型 DC と同様、運営管理機関は、加入者等において個々人の状況や経済・金融環境を踏まえた適切な商品選択がなされるよう、取組を強化させていくことが重要である。**

<sup>78</sup> 「加入者等の合計」には、運用資産額ゼロの加入者等を含まない。

■ 図表 2-16：企業型 DC と iDeCo の「元本確保型商品のみで運用する者」の割合の比較（2024/9 末）



■ 図表 2-17：「元本確保型商品のみで運用する者」の人数分布・割合（大手 11 社別）（2024/9 末）

	元本確保型のみで運用する者	加入者等に占める割合
a社	5万人	5%
b社	2万人	3%
c社	7万人	19%
d社	14万人	41%
e社	2万人	17%
f社	2万人	26%
g社	4万人	32%
h社	5万人	29%
i社	3万人	32%
j社	3万人	36%
k社	1万人	7%
合計	47万人	14%

## 2-2-3 指定運用方法（企業型 DC）

### （1）法令の規定

DC 法では、原則、加入者が自ら運用の指図を行うこととされている。しかしながら、加入者から例外的に運用の指図がなされない場合もある。そこで、DC 法では、加入者から運用の指図がなく資産運用がなされないことで、加入者の利益が損なわれる事態を回避するため、運営管理機関は、指定運用方法を選定できると規定している。指定運用方法が選定されている規約の加入者が運用の指図を行わない場合、一定期間を経た後は加入者から指定運用方法での運用の指図があったとみなされる<sup>79</sup>。

DC 法令上、指定運用方法は、「長期的な観点から、物価その他の経済事情の変動により生ずる損失に備え、収益の確保を図る」ための基準<sup>80</sup>に適合するものでなければならず、また、運営管理機関は、資産運用の専門的知見に基づいて、その選定を行わなければならないとされている<sup>81</sup>。

加えて、厚生労働省の法令解釈通知では、「指定運用方法で運用を継続する加入者が一定数存在することが想定されることから、加入者が自ら運用の方法を選択して運用する場合と同様に、確定拠出年金制度の趣旨を踏まえ、高齢期の所得確保に資する運用を目指すものであることが求められる。」とされている。

また、同通知では、「運営管理機関は、運用指図権に関する加入者保護を徹底し、受託者責任を果たす観点から、」「指定運用方法の運用の結果（利益・損失）について、その責任は加入者本人に帰属することに加え、元本確保型商品が指定運用方法に選定されている場合には、より収益を上げる投資機会を逃す可能性があることや、インフレになれば実質的な購買力を確保できない可能性があることについても、加入者へ情報提供することが望ましい。」とされている。

### （2）指定運用方法の選定状況

2024 年 9 月末時点のデータによれば、企業型 DC の指定運用方法の選定状況は、約 6 割が元本確保型商品、約 4 割が投資信託となっており、前者が減少傾向にある（2 年間で▲5%）。なお、iDeCo では、指定運用方法を選定しているプランの約 8 割において投資信託が指定運用方法として選定されている。

<sup>79</sup> 加入者が運用の指図を行わず、かつ、指定運用方法が選定されていない場合には、未指図資産として運用はなされない。

<sup>80</sup> DC 法施行規則では、次の①～④のいずれにも該当することが基準とされている。

①物価、外国為替相場、金利その他経済事情の変動に伴う資産価格の変動による損失の可能性が、加入者集団の属性等に照らして、許容される範囲内であること。②当該集団に必要とされる収益水準が確保されると見込まれること。③損失の可能性が、収益見込みに照らして合理的と認められる範囲内のものであること。④費用が、収益見込みに照らし、過大でないこと。

また、厚生労働省の法令解釈通知では、運営管理機関は、指定運用方法の選定・提示に当たり、例えば、集団属性（年齢別構成や退職までの平均勤続年数）、金融商品への理解度、加入者ニーズ、想定利回りや掛金額等退職給付の位置づけ、期待収益率、価格変動の大きさ、運用結果が拠出掛金の合計額を上回る可能性、インフレリスクに対応し実質的に購買力を維持できる可能性、分散投資効果等を、着眼点とすることが考えられるとされている。

<sup>81</sup> 厚生労働省の法令解釈通知では、運営管理機関は、指定運用方法の選定・提示に当たって、労使と十分に協議し、労使協議の結果を尊重して決定する必要があるとされている。

■ 図表 2-18：指定運用方法の選定状況等<sup>82</sup>

企業型 DC	2022 年 9 月末	2024 年 9 月末
指定運用方法の選定割合	43% (3,303/7,656 規約)	49% (4,006/8,218 規約)
投資信託を指定運用方法に選定している割合	31% (1,038/3,303 規約)	36% (1,460/4,006 規約)
元本確保型商品を指定運用方法に選定している割合	69% (2,273/3,303 規約)	64% (2,556/4,006 規約)
未指図による指定運用方法(投資信託)の適用者割合	データなし	19% (39 万人/211 万人 <sup>83</sup> )
未指図による指定運用方法(元本確保型商品)の適用者割合	データなし	10% (29 万人/286 万人 <sup>84</sup> )
(参考) iDeCo	2022 年 9 月末	2024 年 9 月末
指定運用方法の選定割合	48% (137/287 プラン)	53% (157/298 プラン)
投資信託を指定運用方法に選定している割合	80% (109/137 プラン)	82% (128/157 プラン)
元本確保型商品を指定運用方法に選定している割合	20% (28/137 プラン)	18% (29/157 プラン)
未指図による指定運用方法(投資信託)の適用者割合	データなし	5% (11 万人/245 万人 <sup>83</sup> )
未指図による指定運用方法(元本確保型商品)の適用者割合	データなし	1% (0.8 万人/63 万人 <sup>84</sup> )

■ 図表 2-19：指定運用方法の選定状況（大手 11 社別、業態別）<sup>85</sup>

	指定運用方法			指定運用方法	
	企業型 DC	(参考) iDeCo		企業型 DC	元本確保型の選定割合
	元本確保型の選定割合			元本確保型の選定割合	
A社	97%	選定なし	主要行	72%	
B社	76%	投資信託 (現在の募集プラン)	生保	57%	
C社	23%	元本確保型商品 (共同運営)	損保	56%	
D社	57%	選定なし	証券等	35%	
E社	29%	投資信託	地銀・信金・労金	85%	
F社	55%	選定なし	その他	72%	
G社	65%	投資信託	<b>全体</b>	<b>63%</b>	
H社	55%	投資信託			
I社	75%	投資信託 (現在の募集プラン)			
J社	58%	投資信託			
K社	選定なし	選定なし			
<b>大手11社計</b>	<b>62%</b>				

<sup>82</sup> 2024 年 9 月末時点で加入者が存在する規約が対象。企業型 DC において、1つの規約に指定運用方法として元本確保型商品と投資信託の両方を選定している（事業所毎に選定している）場合には、「未指図による指定運用方法の適用者割合」の算出対象外とした。

<sup>83</sup> 指定運用方法として投資信託が選定されている規約/プランの加入者総数。

<sup>84</sup> 指定運用方法として元本確保型商品が選定されている規約/プランの加入者総数。

<sup>85</sup> iDeCo の指定運用方法については、国民年金基金連合会、各社 HP をもとに作成。

### (3) 加入者の最善の利益を勘案した検討

運営管理機関及び企業には、DC 法上、加入者等のため忠実にその業務を遂行する義務が課されている。また、この忠実義務を確認する形で、「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」では、運営管理機関及び企業は、加入者等の最善の利益を勘案しつつ、加入者等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならないとされた。

各運営管理機関においては、経済・金融環境が変化してきている中、足元の経済・金融環境や今後の見通し、従業員の老後の所得確保を図るという DC 制度の目的等を踏まえつつ、

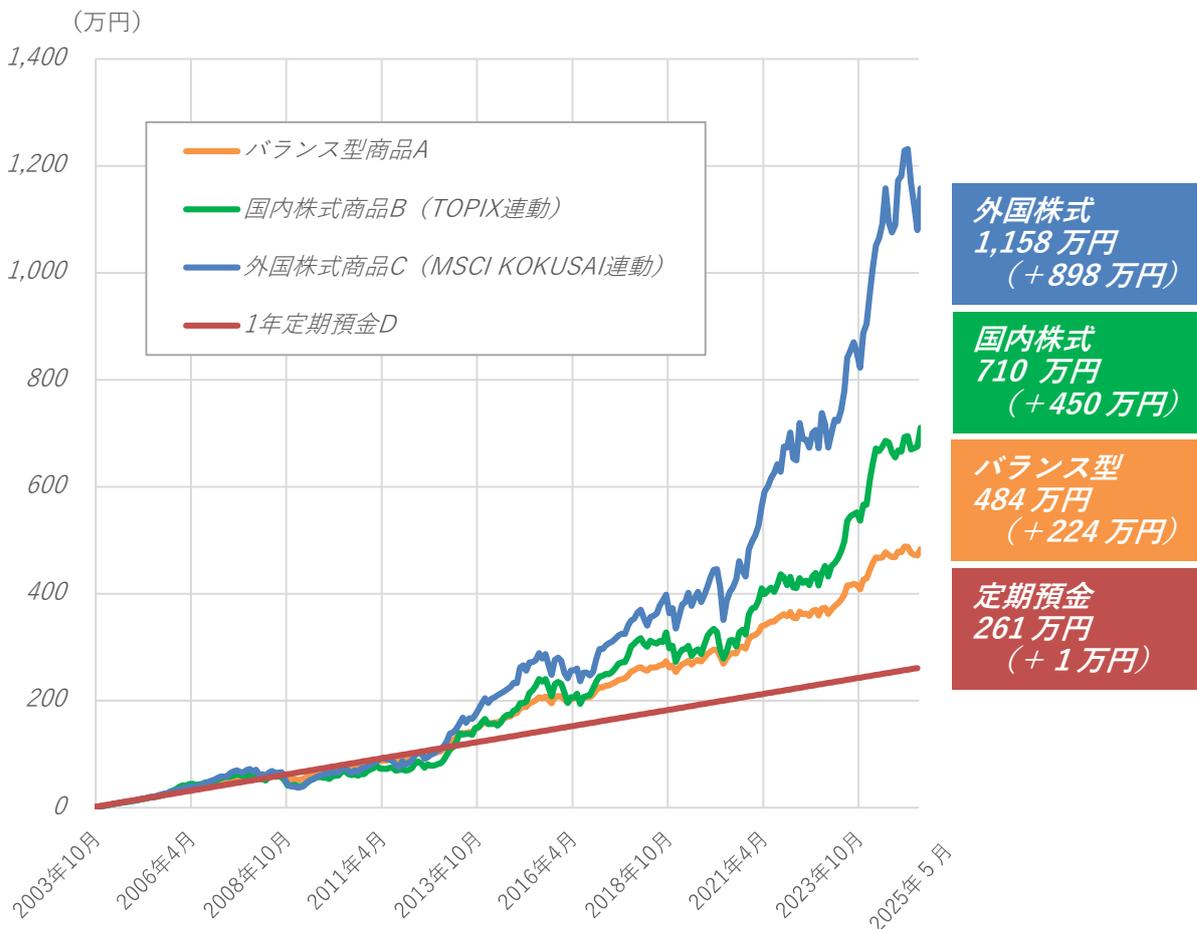
- ・ 指定運用方法として選定している商品（元本確保型商品や投資信託）が、加入者の最善の利益を勘案したものといえるか、資産運用の専門的知見に基づく最適な選定といえるか、
  - ・ そもそも加入者自身が運用の指図を行うことが重要である中、加入者において適切な指図がなされるよう、企業とも協力し、加入者に対して十分な情報提供をできているか、
- について点検することが重要である。

## 【コラム①：運用シミュレーション】

### 【仮定】

- ・ 毎月1万円が月初に企業型DCに拠出され、企業型DCで実際に運用されている投資信託・定期預金で運用。
- ・ 投資信託は、バランス型<sup>86</sup>・国内株式（TOPIX 連動）・外国株式（MSCI KOKUSAI 連動）の資産クラスにおいて純資産総額（2024年9月末時点）が最も又は2番目<sup>87</sup>に多い商品。  
定期預金<sup>88</sup>は、運営管理機関の大手11社のうち加入者等の資産額が最も大きい社が提供する商品（預入期間1年）。
- ・ 各々の商品の過去リターン実績（信託報酬等控除後）を使用。
- ・ 算出期間は最も新しい商品Bの運用開始時点である2003年10月から2025年5月まで。
- ・ 拠出額合計は260万円。

### ■ 運用シミュレーション結果

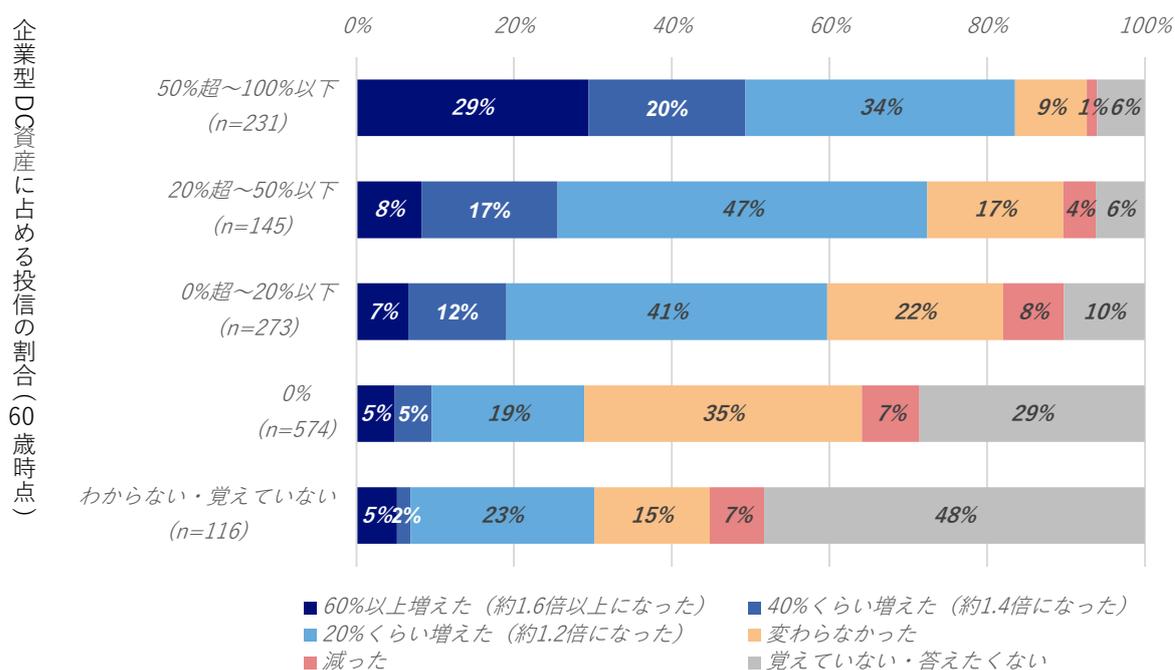


<sup>86</sup> シミュレーションに使用したバランス型商品の基準ポートフォリオは国内株式33%、国内債券42%、外国株式17%、外国債券5%、短期資産3%（2025年2月時点）。

<sup>87</sup> 外国株式（MSCI KOKUSAI 連動）の純資産総額が最も多い商品は2007年9月の運用開始であるところ、他資産クラスの2商品と比べて運用期間が大きく異なるため、純資産総額が2番目に多い商品の実績を使用。

<sup>88</sup> 利息は、6か月毎の複利計算とし、6か月未満（2025年5月末分まで）の利息分は月割計算。

(参考) 企業型 DC 資産に占める投信割合(60 歳時点)と 60 歳時点の投資収益率 (掛金に対する評価益の割合) についてのアンケート調査結果<sup>89</sup>



## 【コラム② 米国 401 (k) プラン<sup>90</sup>におけるデフォルト商品】

米国の確定拠出年金制度である 401 (k) プランを含む年金制度等を対象とした Employee Retirement Income Security Act of 1974 (以下、ERISA 法) には、忠実義務や注意義務等 (404 条 (a)) の受託者責任が規定されているが、「加入者自身が口座資産に対するコントロールを有する場合<sup>91</sup>」には、企業等の受託者 (fiduciaries) はその運用結果について責任を負わないとされている (404 条(c))。

しかし、従来、加入者が運用指図をせず、デフォルト (初期設定) 商品<sup>92</sup>で運用される場合には、加入者による明確な意思表示が伴わず、企業等の上記免責が適用されないおそれがあったため、多くのプランにおいて元本維持商品をデフォルト商品に指定していた<sup>93</sup>。加えて、自動化プラン (従業員が非加入の意思表示をしない限り、401 (k) プランに自動的に加入する等<sup>94</sup>) の広がりにより、運用指図をしない者の増加が懸念された。

<sup>89</sup> 野村総合研究所「確定拠出年金出口調査 2023 アンケート調査結果」。60~64 歳の人を対象にアンケートを実施し、そこから 50~59 歳までの 10 年間にフルタイムで働いた期間が 8 年以上の企業型 DC 経験者を抽出。

<sup>90</sup> 米国の内国歳入法 401 条 (k) 項の要件を満たす確定拠出年金制度。

<sup>91</sup> ①リスク・リターン特性の異なる運用商品を 3 本以上を加入者に提示する、②最低限、四半期に 1 回、加入者が口座資産の運用指図を行えるようにする、③加入者に十分な情報提供 (事業主による投資教育の実施) を行うことが求められる (第 13 回社会保障審議会企業年金部会)。

<sup>92</sup> 運用指図をしない加入者の拠出金の投資先としてあらかじめ指定された商品。

<sup>93</sup> Federal Register /Vol.72, No.205 /Wednesday, October 24, 2007 / Rules and Regulations。なお、同資料では、元本維持商品をデフォルト商品としていたプランの割合は、各種調査によって異なり、各々の調査結果 (2006 年) によると 40%、41%、21%と推定されるとされている。

<sup>94</sup> 米国 401 (k) プランでは、日本の企業型 DC とは異なり、従業員が制度加入を決め掛金を拠出する場合に、企業がそれに上乗せする形でマッチング拠出を行うのが基本的な形態。仮に企業が 401 (k) プランを導入していても、従業員が自らの意思で制度に加入しなければ企業の拠出はなされない。一方で、自動化プランは、これとは異なり、従業員が非加入の意思表示をしない限り、401 (k) プランに自動的に加入させるもの。企業が任意に導入する。

そこで、2006年に制定された Pension Protect Act (624条(a))によって、ERISA法が改正され、米国労働省規則で定める要件に該当する商品（「Qualified Default Investment Alternative」(以下、QDIA)をデフォルト商品として設定した場合、加入者への通知の実施など一定条件を満たしていれば「口座資産に対して、加入者自身によるコントロール行使があった」として、運用結果について企業等は責任を負わないことが明確化された<sup>95</sup> (ERISA法404条(C)(5))。

これを受け、2007年にQDIAに係る規則が制定され、ターゲットデートファンド<sup>96</sup>等の分散投資効果が期待できるような商品タイプが米国労働省によって規定された。それにより、ターゲットデートファンドへの投資が増加したと考えられ、401(k)プランにおける資産割合は8% (2007年末) から38% (2022年末) へ、保有者数割合は26%から68%へ増加した<sup>97</sup>。

なお、元本維持商品については、「分散ポートフォリオの一部として重要な役割を果たすものであるが、デフォルト商品は長期投資に適した商品であるべきであり、長期的には元本維持商品は他QDIAと同程度の収益率は生み出さず、加入者の十分な退職貯蓄を確保できる可能性が低下する。<sup>98</sup>」などを理由とし、QDIAとして適合するのは最初の拠出から120日間<sup>99</sup>に限定された。

#### 【QDIAの要件<sup>100</sup>】

商品タイプ	商品例
① 加入者の年齢及び退職日を考慮した投資商品の組み合わせ	・ ターゲットデートファンド ・ ライフサイクルファンド
② 加入者の年齢及び退職日を考慮して既存の資産配分を管理する商品	・ (専門的) マネージドアカウント
③ 従業員の平均的な特徴を考慮した商品の組み合わせ	・ バランス型ファンド
④ 元本維持商品 (最初の拠出から120日限定)	・ ステータブルバリューストックファンド

なお、401(k)プランは、受託者に対して多くの訴訟が起きている。訴訟は主に、

- ①不適切な商品選定 (加入者へ提供する商品が類似のベンチマーク商品と比較して継続的にパフォーマンスが低位な場合等)、
- ②過大な手数料 (運用商品に関する手数料が合理的ではない場合等)、
- ③自己取引 (金融機関自らの401(k)プランにおいて、不芳な運用パフォーマンス又は過大な手数料あるいはその両方の自社商品の提供等)

の3つに関するものに分類される<sup>101</sup>。中には、受託者義務違反が認定された事例や、和解金を加入者へ支払った事例もある。

<sup>95</sup> ただし、QDIAの選択及びモニタリングに対する責任は免除されない。

<sup>96</sup> 株式、債券等に分散投資し、投資する加入者の年齢とともにその資産配分を自動的に変更させていくファンド。ターゲットは退職年を指し、一般的に、退職年が数年先である場合はより高いリターンを目指し株式の割合を高く設定し(リスクも大きい)、退職年が近づくにつれ、株式よりリスクの小さい債券等に資産配分を変更させていくもの(米国労働省HPの要約)。

<sup>97</sup> 米国投資信託協会(ICI)「2024 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK」

<sup>98</sup> Federal Register /Vol.72, No.205 /Wednesday, October 24, 2007 / Rules and Regulations より金融庁抜粋・和訳。

<sup>99</sup> 加入者が口座から資金を引き出す(制度から脱退する)ことが認められている期間(拠出が最初に行われた日から最大90日以内)の終了後、他のQDIAに切り替えをするために合理的な期間を提供することを意図して120日間とされている(出所は上記注98)。

<sup>100</sup> 第13回社会保障審議会企業年金部会の資料をもとに金融庁作成。

<sup>101</sup> Boston College「401(k) LAWSUITS: WHAT ARE THE CAUSES AND CONSEQUENCES?」より金融庁抜粋・和訳。

## 2-2-4 投資教育（企業型 DC）

DC 法上、企業には加入者等に対して加入時及び加入後も継続的に必要かつ適切な投資教育を行う努力義務が課されており、多くの企業は、加入者向けの研修等を運営管理機関に委託している。本レポートの作成に際し、運営管理機関にアンケートを行ったところ、運営管理機関の約 75%は、今後、投資教育の取組をより充実させていく方針である。

運用方法は加入者等の個々人が判断すべきものであるが、加入者等において個々人の状況や経済・金融環境も踏まえた適切な商品選択がなされることが重要である。こうした観点から、特に運営管理機関において効果があったと考えている商品選択のサポート事例についてまとめた。

運営管理機関における投資教育の取組は、①セミナーの開催、②動画の提供、③加入者向けツールの提供（加入者の専用サイトやアプリ）、④加入者への情報提供（運用報告レポート、冊子やメールマガジン等）に大別できるところ、それぞれについて取組内容を記載する（なお、運営管理機関以外の主体による取組も一部含まれている。）。

### （1）セミナーの開催

多くの運営管理機関では、長期・積立・分散投資の利点も踏まえ、加入者等において適切な商品選択がなされるようセミナーを開催し、投資教育を実施している。運営管理機関からは、加入時に運用方法（元本確保型商品を含む）を選択した後、その運用方法を変更する加入者は限定的といった指摘がある。このため、加入時における適切な商品選択を奨励することに加えて、定期的に自身の運用状況を見直す機会を提供する取組としてセミナーの開催は有効な手段になり得る。こうした中、運営管理機関の中には、以下のような取組を行う機関もあった。

#### <取組事例>

- ・ 元本確保型商品の選択率が高い企業や想定利回りに達していない加入者が多い企業の従業員を対象にセミナーを開催。企業と協力し、原則全員出席とした上で、各加入者の資産残高と運用利回りを個別に資料配付し、その場で加入者が自身の運用状況を把握できるようにした。併せて、運用方法の変更に必要な個人の加入者専用サイトへのログインパスワード等も個別に配付し、その場で運用方法の変更を行うための手続きを解説した。その結果、セミナー実施前後で、適切な商品選択に向けた加入者の理解が深まり、加入者全体の投資信託での運用割合（残高）が約 2 倍となった。【生保】
- ・ 小売業など従業員が全国各地で勤務し、勤務シフトの関係で全員の受講が困難な場合であっても、企業と協力し、企業の各部署の責任者が受講の奨励や欠席者へフォローを行うなど参加を促すアプローチを实践（こうした取組を行う企業においては、マッチング拠出金を活用する比率や投資信託比率が高くなる傾向。）【主要行】

## (2) 動画の提供

多くの運営管理機関では、勤務形態が異なるなどの理由でセミナー受講が難しい加入者に対して、セミナーと同様の内容について動画提供を行っている。こうした中、運営管理機関の中には、以下のような取組を行う機関もあった。

### <取組事例>

- ・ DC 制度解説動画の従業員視聴率を向上させるため加入者専用ウェブサイトではなく社内ホームページに動画を掲載。その後、企業の協力を得て、掛金配分指定書を従業員全員に配布・回収することで、適切な商品選択に向けた加入者の理解が深まり、投資信託の選択比率が約 30%から約 60%へ高まった。【証券等】
- ・ 無関心層に対して、まずは DC に興味・関心を持ってもらうことを目的とし、詳しい解説動画とは別に、制度のポイントやメリットを分かりやすくドラマ仕立てで紹介する動画を制作。【証券等】

## (3) 加入者向けツールの提供

多くの運営管理機関では、スマートフォンのアプリケーションや専用ウェブサイトを通じて、資産形成やライフプランのシミュレーションを提供する取組を行っている。こうしたツールは、加入者が自身の商品選択をより手触り感を持って考えられ、加入者の気付きを促すことに資すると考えられる。運営管理機関や企業の中には、以下のような取組を行う機関もあった。

### <取組事例>

- ・ 企業型 DC に係る自社開発のウェブアプリにおいて、自身の運用実績と社内全体の運用実績を比較する機能を実装し、加入者が自身の位置を把握できるようにしている。その他にも、定年時の受取可能額について、自社のモデル昇格パターンによる掛金水準の上昇などを考慮することで、より精度の高いシミュレーション結果を算出するなど、「自分ごと」として捉えられるような情報を提供。こうした結果、アプリの導入後 4 か月程度の間で、従業員の 1/3 が商品を見直した。(他社向けにもサービスを展開)【企業】
- ・ 無関心層へ届くよう、企業と調整の上、社用スマートフォンに DC アプリが自動でダウンロードされる仕組みとし、必要な情報をスマートフォンにポップアップ表示するようにした。併せて、「元本確保型商品のみで運用する者」のアプリには、他の加入者と異なり、バランス型投資信託<sup>102</sup>について情報提供するなど表示画面を変更した。【主要行】
- ・ 5 つの質問の回答により加入者のリスク許容度を判定し、その結果を踏まえて資産配分を提案するロボアドバイザーを導入。加入者が「何を選べばよいか分からない」と迷うことがないように、

<sup>102</sup> 資産形成において重要な長期分散投資を自動で行うバランス型投資信託を、投資初心者にとっての「資産運用の第一歩」に最適な商品であると位置づけ、当該商品について情報提供を行ったとのこと。

結果を表示する際は、併せて、情報提供の一環として、資産配分を実現するための具体的な商品一覧を商品ラインナップの中から抽出して表示している。【主要行】

#### （４）加入者への情報提供

多くの運営管理機関では、加入者の運用状況に関するレポートや収益実績についての情報提供を行っている。加入者の行動変容を促すという観点からは、自身の運用状況について把握するとともに、自らの立ち位置を知らせるといった取組が重要である。こうした中、運営管理機関の中には、以下のような取組を行う機関もあった。

##### <取組事例>

- ・ 加入者のメールアドレス（勤務先アドレス又は加入者が登録した個人アドレス）へ加入者個人の運用状況等を報告している。特に、想定利回りを下回っている加入者に対しては、その旨を明記。企業からは、多くの加入者において商品選択の変更に繋がったという声があった。【主要行】
- ・ 企業側の協力を得て、企業が加入者のメールアドレスを運営管理機関に一括で登録し、加入者ウェブサイトへのパスワードを紛失した場合の再発行を容易にするなどウェブサイトへのログイン率の向上に向けて取り組んだ。ログイン率が2年間で2割から5割近くまで上昇し、マッチング拠出利用率も20%から50%に、投資信託比率も55%から68%に上昇した。【主要行】

以上の事例は、主として運営管理機関の取組を整理したものである。一方で、これら以外にも企業型 DC の継続投資教育について企業側が好事例と考える取組を民間団体が表彰・認定する取組<sup>103</sup>も存在している。これらを参考としていくことも有益である。

<sup>103</sup> 特定非営利活動法人確定拠出年金教育協会において、「DC エクセレントカンパニー」として企業の企業型 DC に係る投資教育等の取組を表彰するもの。厚生労働省、企業年金連合会が後援。なお、本年より認定の取組も実施。厚生労働省の企業型 DC の投資教育に係るウェブサイトでも紹介されている。

<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/kyoshutsu/kyouiku.html>

## 2-2-5 適切な商品ラインナップの選定と商品入替

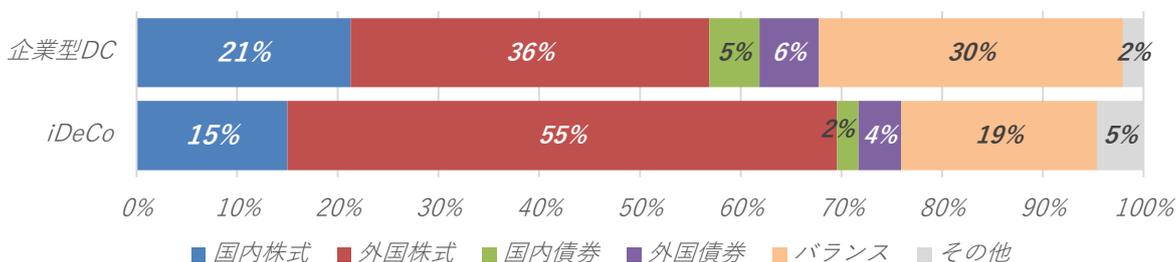
DC 法令上、運営管理機関が選定・提示できる商品ラインナップの上限は 35 本とされている。加入者等の適切な商品選択の前提として、運営管理機関においては、加入者等の最善の利益を勘案した適切な商品ラインナップを選定・提示すること、及び、適時適切に運用商品の入替を検討することが重要である。こうした中、一部の企業からは、企業型 DC の商品ラインナップについて改善を求める声もある。そこで、

- (1) 企業型 DC・iDeCo の商品は、NISA 対象の商品と比較して、パッシブ商品の場合は信託報酬、アクティブ商品の場合はシャープレシオの面で差があるのか、
- (2) プログレスレポート 2023 において、運営管理機関が選定・提示する商品ラインナップには系列の資産運用会社が組成した商品が多い旨の指摘を行ったが、現在の状況はどうか、
- (3) 商品ラインナップの入替はどの程度行われているのか、入替手続にネックはあるのか、について、みていく。

### (1) 信託報酬・シャープレシオの分布

企業型 DC・iDeCo の加入者等が運用の方法として選択している投資信託は、国内株式や海外株式に投資するものの割合が多い。

■ 図表 2- 20 : DC 向け投資信託の分類 (2024/9 末) <sup>104</sup>

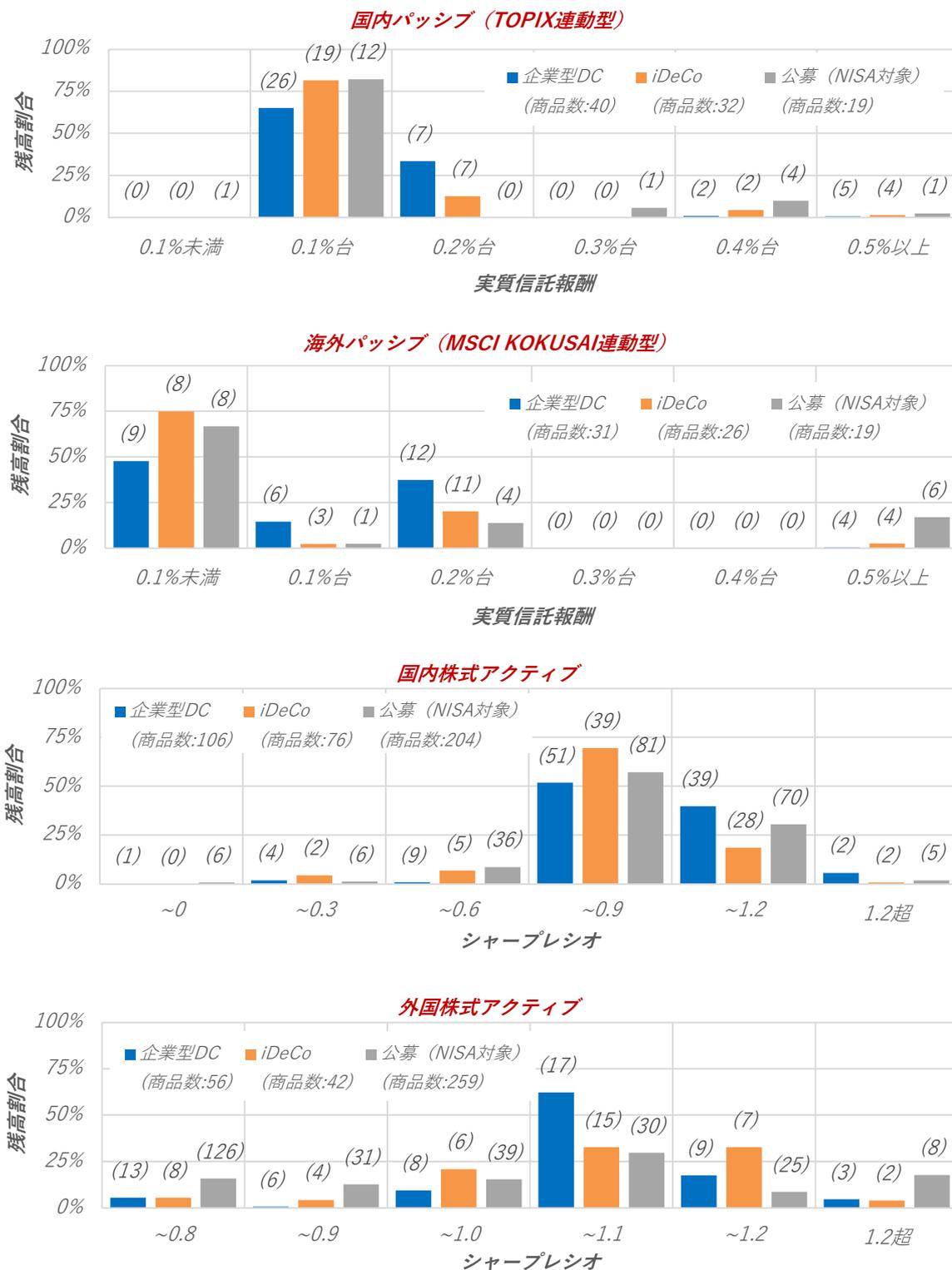


そこで、DC 向けの投資信託のうち、①パッシブ (TOPIX 連動型)、②パッシブ (MSCI KOKUSAI 連動型)、③国内株式アクティブ、④外国株式アクティブの 4 種類について、公募投信のうち NISA で投資可能となっている商品<sup>105</sup>と比較を行った (①②は実質信託報酬、③④はシャープレシオ)。概ねボリュームゾーンは重なると考えられるが、中にはそこから外れた商品も存在している。

<sup>104</sup> 商品提供機関から提供された商品データのうち、投資信託協会コードとの紐づけが可能な商品 (新規購入停止商品を除く) が対象 (残高ベースで企業型 DC の 97%、iDeCo の 98% の商品が対象)。なお RK のうち一社は運用指図者保有分の残高を含まない。本項において同じ。

<sup>105</sup> ETF を対象から除いた上で、企業型 DC 及び iDeCo による保有分 (残高) を除いている。

■ 図表 2-21 : DC 向け投資信託と公募投信 (NISA 対象) の比較 (2024/9 末) <sup>106</sup>



<sup>106</sup> 実質信託報酬は、外部ファンドへの支払い分を含めた信託報酬 (税抜き) であり、監査費用などのその他費用は含まない。シャープレシオについて、リターンは5年平均。リスクは5年間の月次データを使用。設定から5年未満のアクティブ投資信託は対象外。公募投信 (NISA 対象) におけるパッシブの分析では NISA つみたて投資枠の対象商品、アクティブの分析では NISA 成長投資枠の対象商品を分析対象としている。括弧内の数字は商品数。海外パッシブ (MSCI KOKUSAI 連動型) については、為替ヘッジなしの商品のみ。外国株式アクティブについては、QUICK 大分類の先進国株式に属し、為替ヘッジあり・なしの両方の商品を含む。(出所) 金融庁 (DC 商品の残高、採用規約数、保有者数など)、QUICK (各商品の実質信託報酬率、公募投信の残高など)

例えば、企業型 DC の①パッシブ（TOPIX 連動型）、②パッシブ（MSCI KOKUSAI 連動型）商品について、ボリュームゾーンより高い実質信託報酬が 0.3%以上のものを取り出すと、以下のとおりとなる。運営管理機関においては、こうした結果も参考としつつ、後述のとおり、加入者等の最善の利益を勘案し、適時適切に商品入替を検討していくことが重要である。

■ 図表 2-22：企業型 DC のパッシブ（TOPIX 連動型）商品のうち実質信託報酬が 0.3%以上のもの（2024/9 末）<sup>107</sup>

- ・商品数：7 商品
- ・残高：約 189 億円（企業型 DC の TOPIX 連動型の残高のうち 1.4%）
- ・保有者数：約 2.7 万人（企業型 DC の TOPIX 連動型を保有する者のうち 1.6%）

運営管理機関 の業態	実質信託報酬が 0.3%以上	
	採用されている規約数	全規約に占める割合
主要行	47	1%
生保	47	3%
損保	260	20%
証券等	11	2%
地銀・信金・労金	90	18%
その他	0	0%
合計	455	

■ 図表 2-23：企業型 DC のパッシブ（MSCI KOKUSAI 連動型）商品のうち実質信託報酬が 0.3%以上のもの（2024/9 末）

- ・商品数：4 商品
- ・残高：約 140 億円（企業型 DC の MSCI KOKUSAI 連動型の残高のうち 0.4%）
- ・保有者数：約 1.4 万人（企業型 DC の MSCI KOKUSAI 連動型を保有する者のうち 0.5%）

運営管理機関 の業態	実質信託報酬が 0.3%以上	
	採用されている規約数	全規約に占める割合
主要行	30	1%
生保	55	3%
損保	1	0.1%
証券等	2	0.3%
地銀・信金・労金	4	1%
その他	0	0%
合計	92	

<sup>107</sup> 1 つの規約を契約単位でみた場合に、契約によって運営管理機関が異なるものは対象外。

## (2) 系列商品の割合 (企業型 DC)

プログレスレポート 2023 では、「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、加入者等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。」と指摘した。2024/9 末のデータをみると傾向に大きな変化はないと考えられる<sup>108</sup>。

加入者等の最善の利益に適うものであれば、それ自体否定されるものではないと考えられるが、厚生労働省の法令解釈通知では、企業は運営管理機関から「提示された商品群の全て又は多くが 1 金融グループに属する商品提供機関又は運用会社のものであった場合」や、「同種（例えば同一投資対象・同一投資手法）の他の商品と比較して、手数料や解約時の条件が良くない商品である」場合には、それが専ら加入者等の利益のみを考慮したものであるといえるかについて、運営管理機関から合理的な説明を受けるよう努めることとされている。

**運営管理機関においては、加入者等の最善の利益を勘案した商品ラインナップになっているかを確認し、その合理性を丁寧に説明するとともに、改善の余地がある場合には、企業と連携しつつ、改善の在り方を検討していくことが重要である。**

なお、この論点は、後述する運営管理機関の収支状況・収支構造の論点とも密接に関わるものであると考えられる。この点については後述する。

■ 図表 2-24：商品ユニバースにおける系列商品の割合（大手 11 社）（2024/9 末）

	合計	元本確保型	投資信託	
			アクティブ投信	パッシブ投信
A社	23%	11%	27%	36%
B社	26%	2%	30%	32%
C社	26%	9%	32%	38%
D社	20%	8%	23%	23%
E社	25%	0%	39%	39%
F社	19%	3%	23%	35%
G社	25%	7%	28%	23%
H社	10%	8%	10%	0%
I社	25%	6%	29%	37%
J社	9%	4%	11%	5%
K社	25%	0%	31%	44%

■ 図表 2-25：商品ラインナップ採用のべ数における系列商品の割合（大手 11 社）（2024/9 末）

	合計	元本確保型	投資信託	
			アクティブ投信	パッシブ投信
A社	60%	29%	68%	78%
B社	57%	37%	61%	61%
C社	68%	37%	74%	84%
D社	65%	51%	68%	70%
E社	64%	0%	77%	90%
F社	42%	43%	42%	57%
G社	55%	42%	57%	52%
H社	23%	60%	21%	0%
I社	59%	41%	63%	75%
J社	55%	41%	58%	33%
K社	57%	0%	70%	88%

<sup>108</sup> 今回のレポートでは、運用商品の選定に焦点を当てた項目が多いため、共同運営管理機関が存在する場合には、(RK に登録されている代表の運営管理機関ではなく) 運用商品の選定業務を担う主体を運営管理機関として集計している。このため、本章の大手 11 社とプログレスレポート 2023 の大手 11 社は異なることに留意。

### (3) 商品入替 (企業型 DC)

2017年4月から2024年9月末までの期間において、一つの商品でもラインナップに追加した又は除外した規約数を確認したところ、商品追加については全体の63%の規約が実施している一方で、除外は12%の規約に留まっている。また、大手11社別にみると、追加・除外ともに取組に差がみられる。

■ 図表 2-26：商品追加/除外ありの規約数・割合 (業態別) <sup>109</sup>

	規約数合計	追加あり		除外あり	
		規約数 (割合)	規約数 (割合)	規約数 (割合)	規約数 (割合)
主要行	2,469	66%	20%		
生保	1,286	60%	7%		
損保	741	57%	2%		
証券等	541	73%	7%		
地銀・信金・労金	388	49%	11%		
その他	21	81%	33%		
合計	5,446	63%	12%		

■ 図表 2-27：商品追加/除外ありの規約数・割合 (大手 11 社)

	規約数合計	追加あり		除外あり	
		規約数 (割合)	規約数 (割合)	規約数 (割合)	規約数 (割合)
A社	615	55%	8%		
B社	642	68%	27%		
C社	614	68%	25%		
D社	617	59%	7%		
E社	343	86%	4%		
F社	315	65%	11%		
G社	271	68%	11%		
H社	612	53%	3%		
I社	327	73%	24%		
J社	98	81%	1%		
K社	139	42%	4%		

追加した商品がこれまでの商品ラインナップにない特徴を有しているというわけではなく、例えば、商品ラインナップに類似商品が存在しており、**新たに追加した商品の方が信託報酬が低いなど差がある場合には**、(加入者等が不利な商品を選び続けないよう) **除外と追加をセットで行うことが望ましいと考えられる**。運営管理機関においては、**安定的な資産形成に向け、加入者等や企業の関心も高まりを見せている中、(1)(2)(3)の集計結果も踏まえつつ、加入者等の最善の利益を勘案して積極的な商品入替を企業とも連携しつつ検討していくことが重要である**。

なお、商品の追加には加入者等の同意は不要であるが、商品の除外については、DC 法令上、商品選択者の 2/3 以上の同意が必要とされており、以下のとおり、運営管理機関において、商品の除外には一定の負担があるとの指摘があった。具体的には、個別同意の取得方法は、実務上、各商品選択者への郵送又は電子メールの送付において行われるところ、複数の運営管理機関においては、

- ・ 加入者等の連絡先は運営管理機関において管理しているが、商品除外を行おうとする都度、

<sup>109</sup> 2017年4月から2024年9月末の期間において、商品ラインナップの追加や除外を行った規約数を集計。商品の償還は商品除外として、ターゲットイヤーファンドのシリーズ内での商品追加は商品追加としてカウントしている。総合型の規約の場合、企業型 DC 実施企業の追加/脱退に伴う商品の追加/除外もカウントしている。2017年4月以降に開始された規約は対象から除外している。

最新の連絡先を企業から入手する。

- ・ その際、運営管理機関から企業に、今回除外しようとしている商品の選択者が誰かを共有することは個人情報保護の観点から認められておらず、連絡が必要な商品選択者にとどまらず全加入者等の最新の連絡先を企業から入手する。その上で、該当者をピックアップし、連絡を実施する。といった流れが一般的であるとしており、入替には相応の手間を要するとの指摘があった。

一方で、ある運営管理機関では、企業と相談し、以下の理由から、商品選択者をピックアップするのではなく全加入者に一齐に、そして、運営管理機関からではなく企業から電子メールを送付し、該当商品を選択している場合であって除外に反対の意見であれば返信するよう求めるという方法で、同意・不同意の確認を行った<sup>110</sup>事例もある。

- ・ 商品選択者に限定した郵送・送付に際しては、ある時点で除外しようとする商品の選択者をシステム上抽出するが、(同意取得の方法が郵送・電子メールの別を問わず、)抽出から実際の郵送・送付にはある程度のタイムラグが生じる。その間に除外しようとする商品を新規に選択した者がいる場合にその者に同意・不同意の意思を示す機会を奪うことになる。
- ・ 金融機関を騙る偽メールも多いため、従業員に開封しないように指示している企業もあるほか、普段直接やりとりがあるわけではない金融機関からよりも、より身近な存在である企業の総務部や人事部、財務部等から連絡がなされた方がメールを見てもらえる確率が上がるのではないかと考えられる。

**運営管理機関においては、こうした方法も参考にしつつ、企業と連携し、適時適切な商品入替が進むよう検討することが望ましい。**

また、商品の除外には、商品ラインナップから完全に除外され、保有する当該商品の売却を要する除外と新規購入停止がある。後者は商品ラインナップからは除外され、新たにその商品を購入することはできないが、これまで購入した商品については売却せず保有し続けることができるものである。

これに関して、複数の運営管理機関からは、例えば、

- ・ 新規購入停止を行おうとする場合であって、かつ、
- ・ 同一のインデックスを参照し、かつ、信託報酬がより低い商品に入れ替える場合や、除外しようとする元本確保型商品よりも金利・利率が高い元本確保型商品が商品ラインナップに存在している場合など、

加入者等の利益を損ねるおそれがないと考えられるケースにおいては、個別同意を取得する現行の商品除外の手続がより緩和されること（例えば、企業内のイントラネットにおける周知など）を期待するとの意見も聞かれた。

<sup>110</sup> 運用指図者に対しては、一般的に行われている方法と同様、企業から全運用指図者の住所を入手し、対象者をピックアップして郵送で確認を行ったとのこと。

## 2-3 企業における運営管理機関の評価・変更等（企業型 DC）

### 2-3-1 運営管理機関による運用方法一覧の分かりやすい開示

DC 法令上、運営管理機関は、自身を取り扱う運用商品の一覧（ユニバース）を公表することとされており、各社が公表しているホームページのリンクは、厚生労働省が公表している「運営管理機関登録業者一覧」<sup>111</sup>に記載されている。

一方で、その表示内容については、厚生労働省の「社会保障審議会企業年金・個人年金部会における議論の整理」（2024年12月）において、「ホームページ上で信託報酬や実績等の項目を比較できるものから、信託報酬や実績等の項目を確認するために目論見書や月次レポートを参照する必要があるものまで、運営管理機関ごとに、その公表のあり方は異なっている。運用の方法の一覧は、企業や加入者に提示されている商品が適切かどうかを判断するために重要であり、ホームページ上の分かりやすい場所に掲載する、信託報酬や実績等の主な項目についてホームページ上で比較できるようにするなど改善し、企業や加入者の適切な商品選択に繋がるよう、運営管理機関等による取組を促進すべきである。」とされている。

そこで、運営管理機関に対し、以下の商品情報（項目）のうち、目論見書等の PDF ファイルを個別に開かなくても同一のホームページ上で比較可能な形で閲覧できるようにしているかどうかを確認した。

結果をみると、信託報酬については多くの運営管理機関において個別に PDF を開かなくても閲覧できるようになっているが、他の項目では、その比率が低い。

今後、厚生労働省の社会保障審議会企業年金・個人年金部会の整理に従い、取組が促進され、どのような改善の在り方がよいのかについて検討が進んでいく中で、企業が運営管理機関を評価する際に他の運営管理機関と比較しやすい環境整備が進むことが期待される<sup>112</sup>。

■ 図表 2-28：運営管理機関の商品ユニバースの商品情報の公表状況（2024/9 末）  
（個別に PDF を開かなくても閲覧できるようになっている運営管理機関数の割合）

	預貯金		投資信託		
	利率	保証利率	信託報酬率	リターン	リスク
主要行	20%	20%	100%	20%	0%
生保	14%	14%	86%	14%	0%
損保	60%	40%	100%	40%	0%
証券等	27%	18%	73%	18%	18%
地銀・信金・労金	33%	19%	86%	30%	13%
その他	36%	36%	50%	36%	29%
合計	32%	22%	81%	29%	13%

<sup>111</sup> <https://www.mhlw.go.jp/content/000789869.pdf>

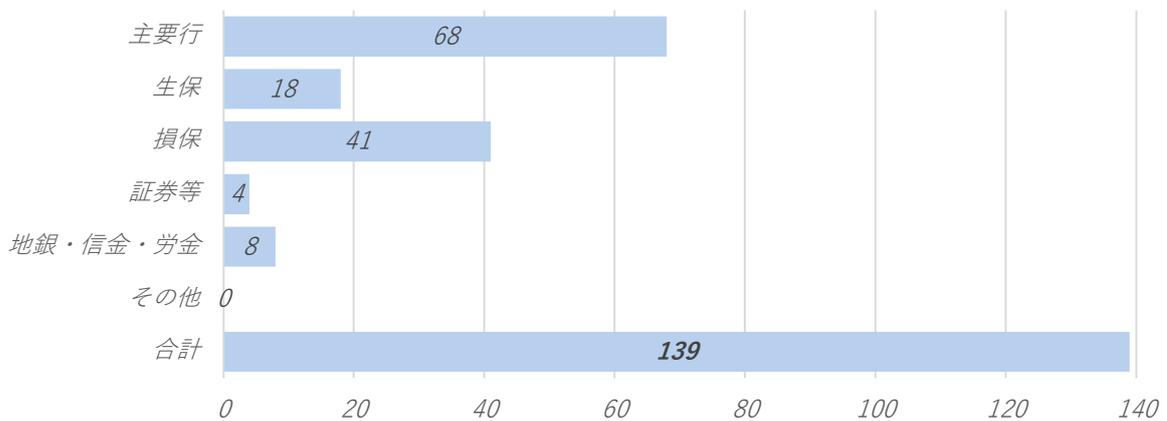
<sup>112</sup> なお、企業からは、投資信託の名称は長く、略称が用いられていることもあり、複数の運営管理機関の取扱商品を横比較しにくいいため、ユニバースの投資信託については、投資信託協会コードも付してほしいとの意見も聞かれた。

## 2-3-2 運営管理機関の変更

運営管理機関の間において適切な競争が働くためには、企業が必要に応じて運営管理機関を変更できることが重要である。こうした中、企業側からは運営管理機関の変更のハードルが高いという声も聞かれている。

そこで、過去5年間における運営管理機関の変更状況をみると、企業合併や新たに企業型DCを始める企業からの受託等の要因を除き全体で139件の受託があり、年平均では28件程度の運営管理機関の変更が考えられる。いくつかの運営管理機関によれば、従業員の資産形成の関心の高まり等を背景に企業側も従来に増して、より良い商品ラインナップにしていこうとする意識が高まっており、それに伴い、他社からの運営管理機関の変更に関する相談も増えてきているとのことであった。

■ 図表 2-29：運営管理機関の変更による受託件数（2019/4～2024/9）



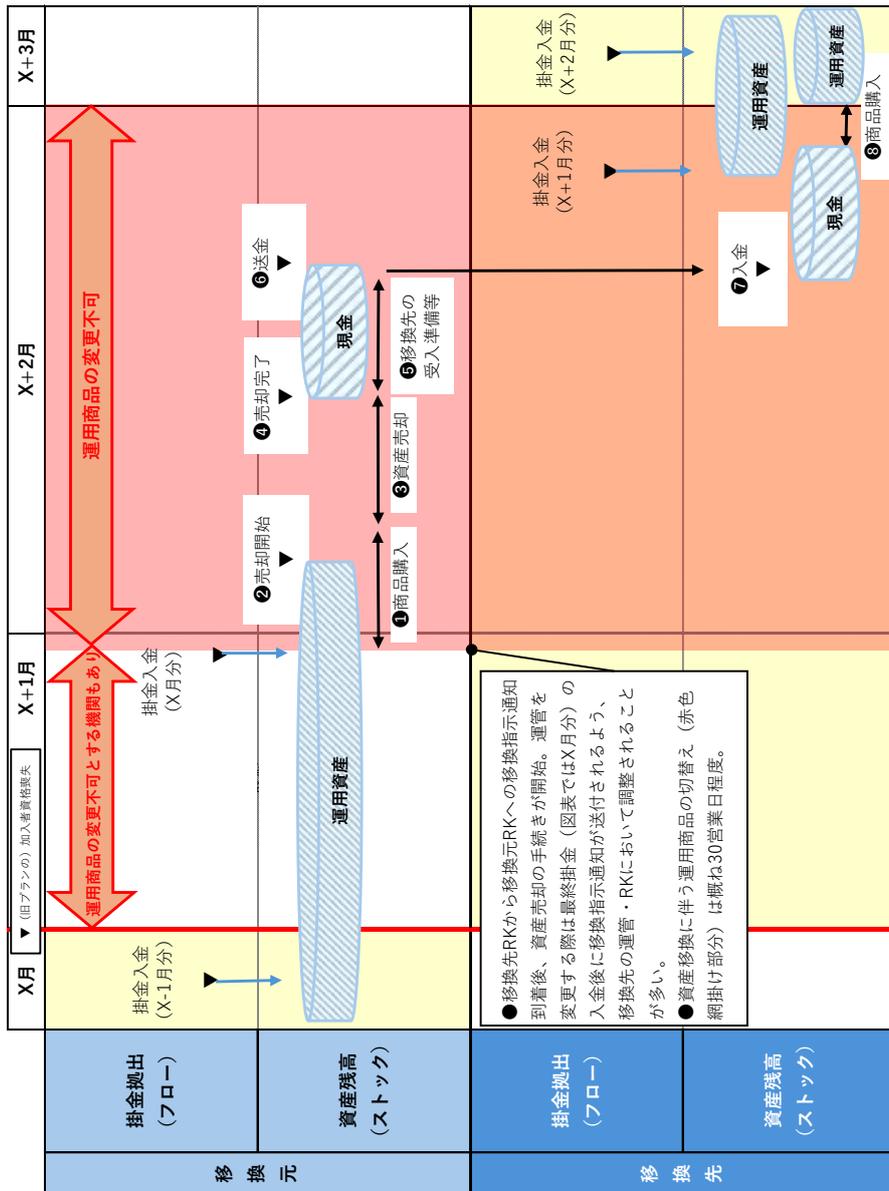
一方で、企業側からは、資産移換に伴う運用商品の切替えに要する期間<sup>113</sup>が長くなるほど、その間に生じる相場変動リスクが高まることから、運営管理機関の変更を躊躇する理由として挙げられるとの意見が聞かれた。

そこで、RK・大手運営管理機関に運営管理機関を変更する場合の資産移換の流れを確認した。資産移換には新旧運営管理機関、新旧RK（同一の場合もあり）、新旧資産管理機関（同一の場合もあり）、新旧商品提供機関（同一の場合もあり）が関与し、運用商品の切替えに要する期間はケースにおいて区々であるものの、概ね30営業日程度を要する。

ただし、RK4社のうち3社においては、資産移換の手続きに入るより前の、旧規約の終了（加入者資格を喪失）後から商品変更を不可にしており、その期間が追加される。

<sup>113</sup> これまでの運用商品（旧商品）の変更の受付停止→旧商品の売却→現金化→新たな運営管理機関が選定した運用商品の中から各加入者が指定した商品の買付

■ 図表 2- 30：資産移換の流れの例（企業型 DC から企業型 DC、運営管理機関の変更時）



運用商品の切替に要する期間の長さ（や商品変更が不可の期間）については、一般的な目安が公表されているわけではなく、企業から問われた運営管理機関においては、トラブルにならないよう利用する RK に応じて保守的に回答することが多いとのことであった。また、今般、アンケートを実施したところ、4 割程度の運営管理機関からも運営管理機関の変更に要する日数が長く、改善の余地があるのではないかと意見があった。

冒頭に述べたとおり、運営管理機関の間において適切な競争が働くためには、企業が必要に応じて運営管理機関を変更できることが重要である。こうした観点から、各 RK においては、期間を短縮する余地がないか資産管理機関（信託銀行）等と協議して点検するとともに、運営管理機関の変更に伴う商品の切替えに要する標準処理期間を公表することが期待される。なお、加入者数や特定の事情により日数が増減するケースがある場合には、必要に応じて場合分けを行い、公表することが望ましい。

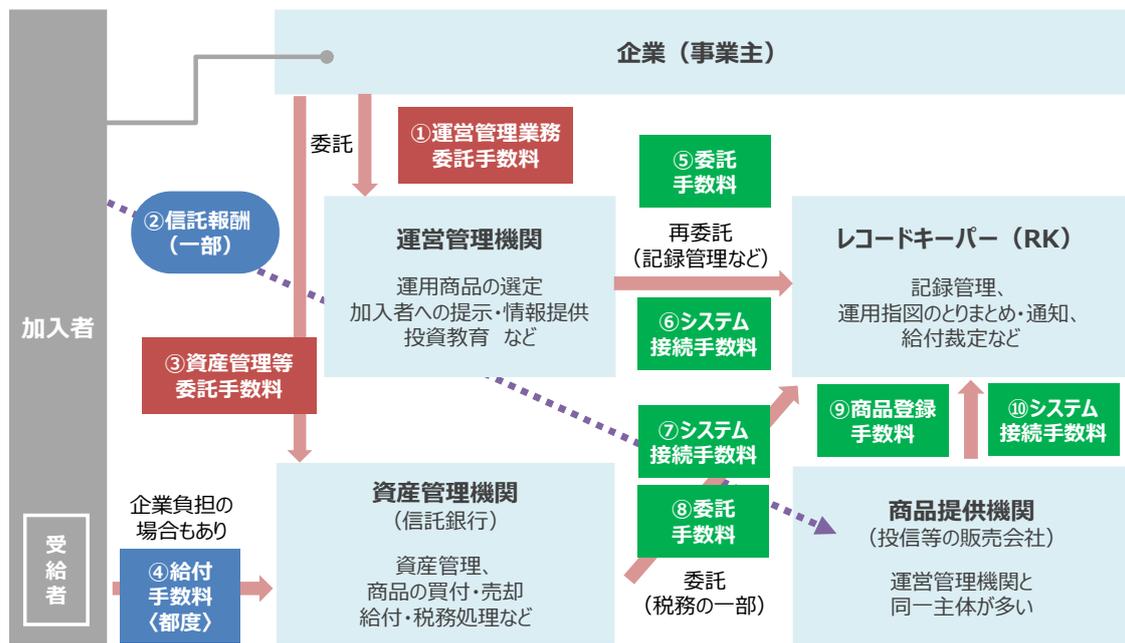
## 2-4 企業型 DC、iDeCo のビジネス構造について

### 2-4-1 企業型 DC のビジネス構造

運営管理機関や RK が安定的かつ質の高いサービスを継続的に提供していくためには、持続可能なビジネス構造であること、(現状そうでない場合には) そうしたビジネス構造を確立していくことが重要である。このため、運営管理機関や RK の収支状況、手数料の流れを含め、企業型 DC のビジネス構造についてみていく。

まず、企業型 DC の一般的な<sup>114</sup>手数料の流れをまとめると、下図のとおりである。

■ 図表 2-31：企業型 DC の手数料の流れ<sup>115</sup>



#### 【解説】

##### ① 企業から運営管理機関への委託手数料

① 運用関連業務（運用商品の選定、加入者等への提示・情報提供）や投資教育の対価

② 記録関連業務（加入者等情報・個人別資産額等の記録、運用指図のとりまとめ、資産管理機関への通知、給付裁定等）

##### ② 加入者等から支払われる信託報酬

・投資信託の組成会社から信託報酬の一部が商品提供機関に支払われる

##### ③ 企業から資産管理機関への委託手数料

##### ④ 加入者等（又は企業）から資産管理機関への給付手数料（給付の都度）

##### ⑤ 運営管理機関から RK への委託手数料

・上記②の業務の再委託の対価

##### ⑥⑦⑩ 各社から RK へのシステム接続手数料

・企業型 DC のバック業務のハブとなる RK とシステムを接続するための手数料

##### ⑧ 資産管理機関から RK への委託手数料

・税務業務の再委託の対価

##### ⑨ 商品提供機関（多くの場合、運営管理機関）から RK への商品登録手数料

・企業型 DC 対象商品を RK のシステムに登録する手数料

<sup>114</sup> 運営管理機関の中には、上記①を複数の運営管理機関で共同・分担しながら実施している機関や、企業が自ら運営管理業務を実施するところもある。

<sup>115</sup> RK が得る手数料について、一部を徴収していない社もあり。また、例えば、⑦⑧や⑨⑩を各々一体として徴収している場合もあり。

## 2-4-2 運営管理機関の収支状況（企業型 DC）

運営管理機関の収入は、大別して①企業から得る運営管理業務委託手数料や、②（商品提供機関を兼ねる場合に）加入者等から得る信託報酬の一部からなる。費用としては、人件費・システム費などの経費に加え、⑤RK への再委託手数料と（商品提供機関を兼ねる場合に）⑨RK への商品登録手数料、⑥⑩RK とのシステム接続手数料などである。運営管理機関の 2024/3 期の収支状況をみると、管理会計として、企業型 DC の運営管理機関の業務のみを切り出して収支を算出することができない機関を除くと、黒字が 43 機関ある一方で、赤字が 42 機関ある。

■ 図表 2-32：運営管理機関の収支状況（2024/3 期）（単位：機関数）

企業型 DC	黒字	赤字	算出困難
全体	43	42	36
主要行	3	2	0
生保	4	2	1
損保	2	2	1
証券等	2	6	3
地銀・信金・労金	28	27	24
その他	4	3	7

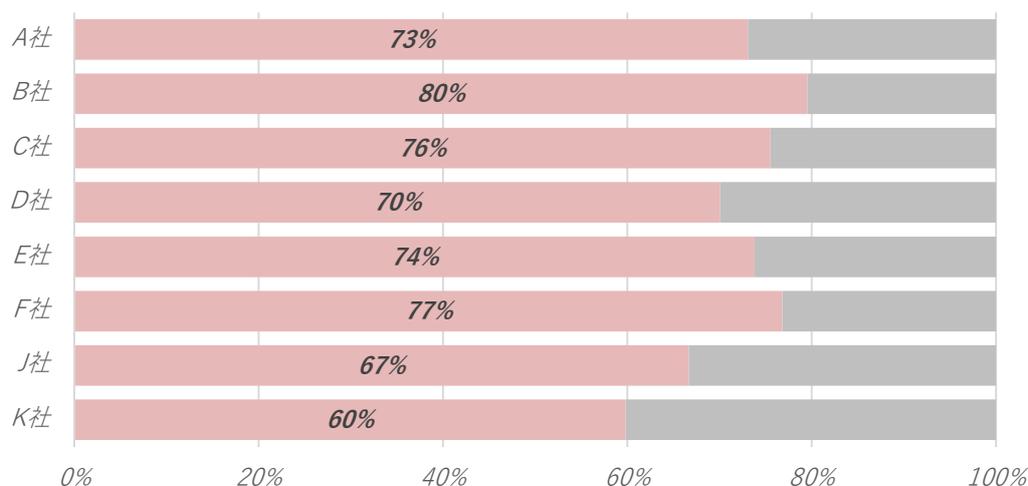
大手 11 社の中にも、企業型 DC の運営管理機関の業務のみを切り出して費用を算出することができないとする社も数社あるが、具体的な利益額を算出できた運営管理機関の利益額をみると、黒字の会社で数億円～十数億円の利益となっている一方、赤字の会社では数億円～十数億円の損失となっている。また、運営管理業務（運用関連業務、記録関連業務）に着目すると、多くの運営管理機関において、企業から得た運営管理業務委託手数料のうち約 70～80%は RK への記録関連業務の再委託手数料として RK に支払われている。そして、黒字の運営管理機関であっても、現状、企業から得る運営管理業務委託手数料と RK に支払う再委託手数料の差額では運用関連業務に伴う人件費やシステム費を賄うことはできておらず、加入者等が負担する信託報酬（一部）により全体として利益が出ている構図となっている。換言すれば、信託報酬（一部）がなければ赤字となる。

こうした収支構造は、企業から得る運営管理業務委託手数料が運営管理機関の持続的なサービス提供の観点から十分でない場合には、（運営管理機関が商品提供機関として、又は、系列の資産運用会社が）加入者等から得る信託報酬を頼る方向に誘引し、加入者等の最善の利益を勘案した運用商品の選定・提示について疑念を生むおそれもあると考えられる<sup>116</sup>。

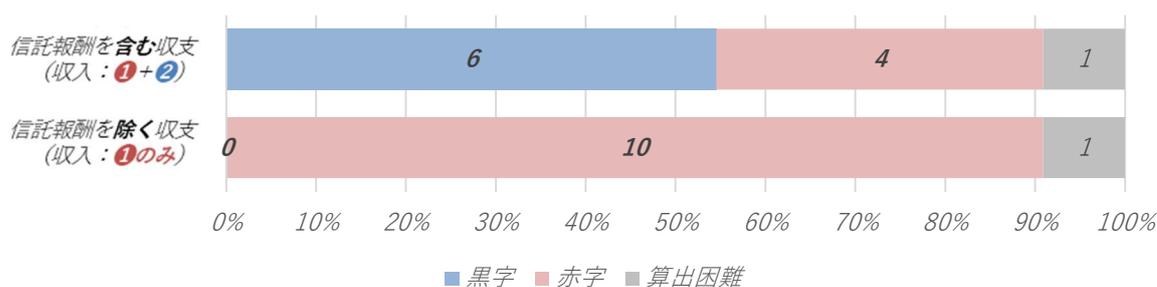
運営管理機関においては、持続可能な収支構造を確立すべく、後述する点も含め必要に応じてコスト削減を検討することも期待される一方、企業と運営管理機関手数料について協議を行う場合や企業が運営管理機関を選定する際に行うコンペに参加する場合には、上記の点も踏まえつつ、必要な手数料水準を検討・提示していくことが期待される。

<sup>116</sup> DC 法上、運営管理機関には、加入者等のため忠実にその業務を遂行する義務が課されている。また、この忠実義務を確認する形で、「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」では、加入者等の最善の利益を勘案しつつ、加入者等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならないとされている。

■ 図表 2-33：企業から得る運営管理業務委託手数料に占める RK への再委託手数料の割合（2024/3 期）<sup>117</sup>  
 （大手 11 社。共同運営管理機関から RK に支払っている社や費用の切り分けが困難な社を除く。）



■ 図表 2-34：大手 11 社における企業型 DC の収支状況（2024/3 期）<sup>118</sup>



### 2-4-3 iDeCo のビジネス構造

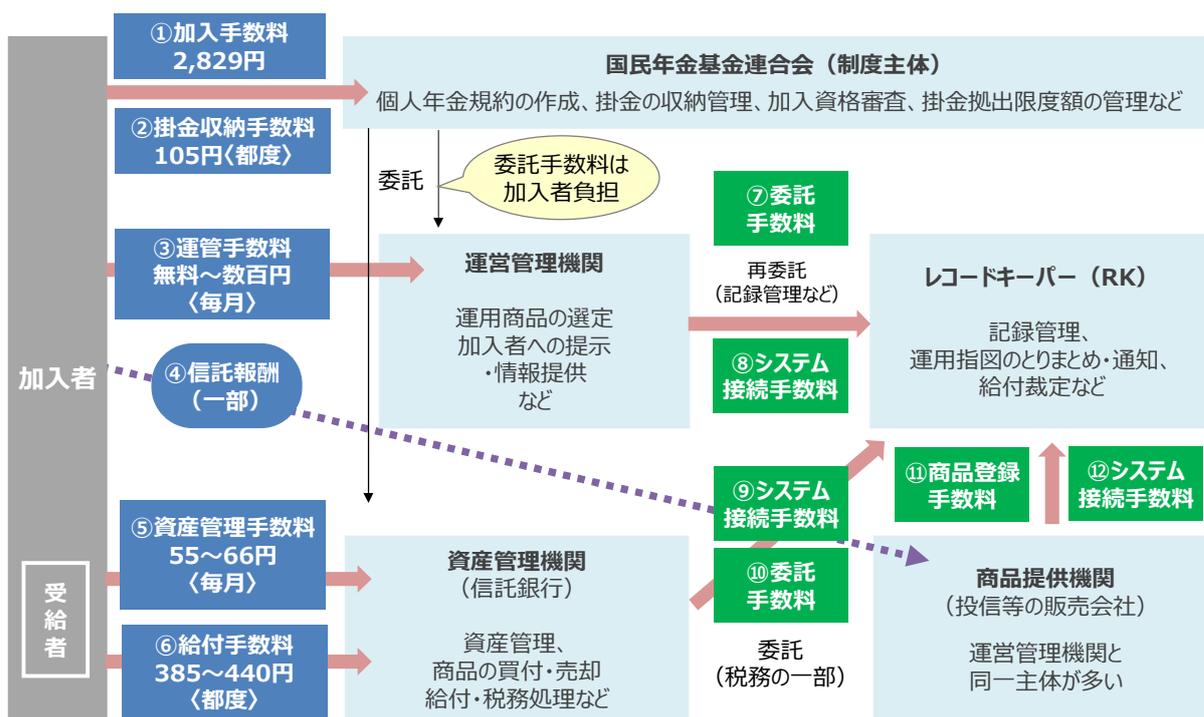
iDeCo の一般的な手数料の流れをまとめると、下図のとおりである。企業型 DC の場合は、制度主体である企業が委託先の運営管理機関や資産管理機関に手数料を支払うが、iDeCo の場合は、加入者等が制度主体である国民年金基金連合会（国基連）に加え、運営管理機関、資産管理機関<sup>119</sup>に手数料を支払う仕組みになっている（国基連から運営管理機関・資産管理機関に業務を委託しているが、国基連が定める規約において、委託先が加入者等から手数料を徴収可とされている）。

<sup>117</sup> 大手 11 社のうち 1 社は、iDeCo ビジネスにおいて加入者等から得る運営手数料、RK への再委託手数料を含む。

<sup>118</sup> 大手 11 社のうち 1 社は、iDeCo ビジネスにおける収支を含む。「信託報酬を除く収支」は、商品提供機関業務にかかるコストを費用から除く。

<sup>119</sup> DC 法令上の事務委託先機関。

■ 図表 2- 35 : iDeCo の手数料の流れ<sup>120</sup>



#### 2-4-4 運営管理機関の収支状況 (iDeCo)

iDeCo の運営管理機関の収支状況を見ていく。収入は、上記のとおり加入者等から得る③運営手数料、④(商品提供機関を兼ねる場合に)信託報酬の一部がある。費用としては、人件費・システム費などの経費に加え、⑦RK への再委託手数料と⑪(商品提供機関を兼ねる場合に)RK への商品登録手数料、⑧⑫RK とのシステム接続手数料などがある。

運営管理機関の 2024/3 期の収支状況を見ると、管理会計として、iDeCo の運営管理機関の業務のみを切り出して収支を算出することができない機関を除くと、黒字が 39 機関ある一方で、赤字が 80 機関ある。

■ 図表 2- 36 : 運営管理機関の収支状況 (2024/3 期) (単位: 機関数)

iDeCo	黒字	赤字	算出困難
全体	39	80	39
主要行	2	3	0
生保	2	3	1
損保	3	0	1
証券等	2	8	3
地銀・信金・労金	29	65	33
その他	1	1	1

<sup>120</sup> RK が得る手数料について、一部を徴収していない社もあり。また、例えば、⑨⑩や⑪⑫を各々一体として徴収している場合もあり。

## 2-4-5 RKの収支状況（企業型DC・iDeCo）

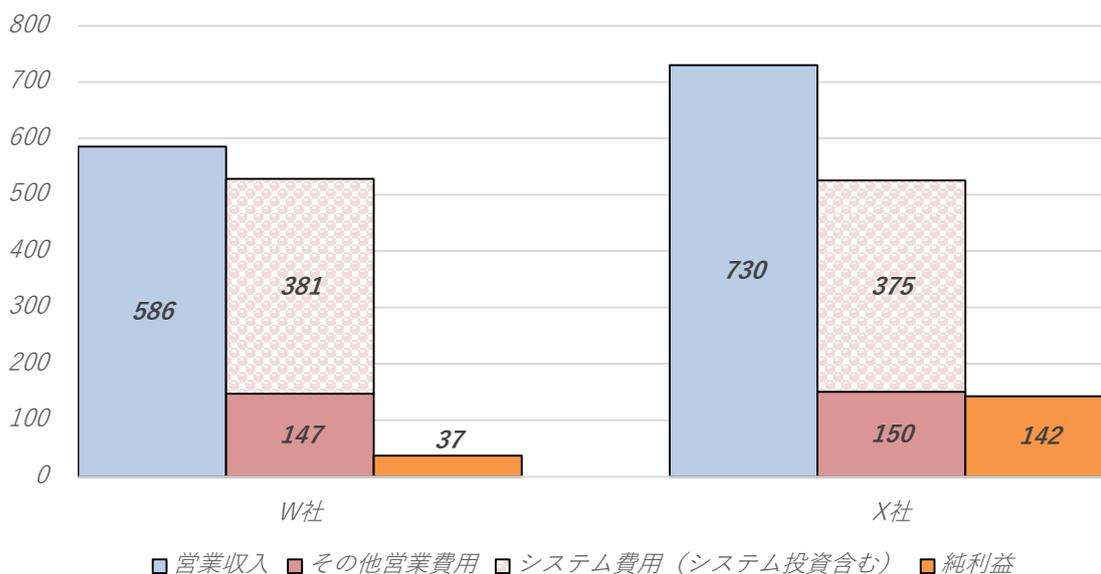
日本にRKは4社存在するが、企業型DCについては、大手2社で加入者等の人数の94%のシェアを有する。ともにRK業務を集約的に行う観点から多くの運営管理機関等の共同出資により設立された（他の2社は単一の運営管理機関が設立又は運営管理機関自身で実施）。

RKのうち大手2社の直近5年間の決算を合算すると、RKの業務の中心はデータの管理をはじめ企業型DCに携わる事業者のハブとなりデータ授受を行うことにあることから、システム開発費の割合が高くなっている。

■ 図表 2-37：RK4社の概要（2024/9末）

	出資する 運営管理 機関等	接続する 運営管理 機関数	企業型DC				iDeCo			
			加入者等 (万人)	加入者等 シェア	加入者等 資産額 (兆円)	資産額 シェア	加入者等 (万人)	加入者等 シェア	加入者等 資産額 (兆円)	資産額 シェア
W社	73機関	43機関	485	54%	12.6	55%	97	22%	1.7	26%
X社	65機関	117機関	364	40%	9.2	40%	223	51%	2.9	44%
Y社	自グループ会社	25機関	19	2%	0.3	1%	108	24%	1.8	27%
Z社	自グループ会社	15機関	32	4%	0.8	4%	12	3%	0.2	3%

■ 図表 2-38：RK大手2社の収支状況（2019~2023年度合計）（単位：億円）<sup>121・122</sup>



<sup>121</sup> X社の「システム費用」は「システム開発投資額」を含む。RK4社のうち他2社は、純利益やその他営業費用などについてRK業務のみを切り出して試算することが困難とのことであったため、対象としていない。

<sup>122</sup> RKによって業務内容は異なる。例えば、一社は企業型DC業務に関して必要なやり取りを企業と直接行う一方、もう一社は企業とのやり取りを運営管理機関が間に入って行っている。また、コールセンター業務の対応の有無にも違いがある。

■ 図表 2-39：RK4 社のシステム費用<sup>123</sup>

		営業収入に占める システム費用の割合	システム費用に占める 制度対応費用の割合
W社	2019年度	66%	19%
	2020年度	65%	24%
	2021年度	64%	27%
	2022年度	64%	28%
	2023年度	67%	22%
	2024年4～9月末	74%	34%
X社	2019年度	59%	11%
	2020年度	29%	2%
	2021年度	42%	18%
	2022年度	57%	4%
	2023年度	67%	10%
	2024年4～9月末	50%	6%
Y社	2019年度	11%	16%
	2020年度	9%	27%
	2021年度	12%	29%
	2022年度	46%	3%
	2023年度	39%	0%
	2024年4～9月末	96%	4%
Z社	2019年度		10%
	2020年度		33%
	2021年度		6%
	2022年度		32%
	2023年度		13%
	2024年4～9月末		3%

## 2-4-6 今後の取組

複数の運営管理機関からは、RK の手数料水準や体系の在り方について改善の余地があるのではないか、アナログな業務も残っており合理化・効率化の余地があるのではないかとの意見があった。

また、ある RK を利用している運営管理機関では採用可能な投資信託（信託報酬が低廉なインデックス投資信託）であっても、別の RK を利用している運営管理機関では（商品提供機関として）RK に支払う手数料率が当該投資信託の信託報酬率（商品提供機関の取り分）を上回っており、採算割れとなるため採用できないとの意見もあった。

反対に、RK からは、制度改正対応を含め、多額のシステム費用を賄う必要があり、現在の収益では将来のシステム更改費用を賄えないおそれもある、運営管理機関等からの個別依頼により業務・システムが複雑化している面もある、といった意見もある。

一般に、サービス手数料は提供側と利用側の交渉によるものと考えられるが、多くの運営管理機関は RK のサービス利用者であるとともに、RK の株主でもある。事務的なコストやハードルに加え、こうした出資関係により、RK を乗り換えることは難しい可能性もある。

このような関係性に鑑み、各々の RK・運営管理機関においては、加入者等の最善の利益や双方のビジネスの持続性に配慮しつつ、短期的及び中長期的視点から、手数料の在り方、業務の合理化・

<sup>123</sup> X社の「制度対応費用」は、「システム開発投資額」に係る費用のみを含み、「システム維持・保守費」に係る費用を含まない。Y社の営業収入は概算値。「システム費用」は、主要ベンダーへの支払い費用のみを含む。「制度対応費用」は、基幹システム更新に係る費用を含まない。

**効率化、将来的なシステムの在り方等について議論を行うことが重要である。**

また、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025 年改訂版」(2025 年 6 月 13 日)においては、「資産運用を支えるバックヤードの業務・システムについて、カストディアン(資産管理信託銀行)・レコードキーパー(確定拠出年金の記録関連運営管理機関)・システムベンダーなどの様々な関係者が存在し、その内容が複雑化・高コスト化しているとの指摘もある中で、資産運用のインフラとなっている業務・システムの合理化に向けた実態把握を進める。」とされている。その一環として、上記の RK・運営管理機関の議論についてもフォローしていく。

### 3. 確定給付企業年金 (DB) サービスの高度化に向けて

#### 3-1 DB の概要

確定給付企業年金 (DB) とは、加入者等が将来受け取る給付の内容が予め決まっておき、企業が必要な掛金を原則負担する制度であり、運用は企業又は企業が設立した企業年金基金が行う。

確定給付企業年金法 (DB 法) 上、DB の積立金は、信託銀行との信託契約や生保との保険契約<sup>124</sup>により管理され、その運用は企業・基金が選定・委託した信託銀行や生保、資産運用会社が行うこととされている<sup>125</sup>。

2025 年 3 月末時点の DB 加入者数は 887 万人、資産額は 69 兆円となっている。資産額で見ると、企業型 DC の 3 倍程度の額となっている。

本章においては、DB の総幹事業務を担う信託銀行 4 社・生保 8 社<sup>126</sup>から提供された 2024 年 9 月末基準のデータを基に、信託銀行・生保の DB 向けサービスについて分析を行っている<sup>127</sup>。分析データの総数・総額は図表 3-2 のとおりである<sup>128</sup>。

#### ■ 図表 3-1 : DB 概況<sup>129</sup>

	2023/3 末	2024/3 末	2025/3 末
DB 制度数 (企業・基金数)	11,928	11,794	11,653
加入者数	911 万人	903 万人	887 万人
資産額	66 兆円	70 兆円	69 兆円

#### ■ 図表 3-2 : 本章における分析の総数・総額 (2024 年 9 月末) <sup>130</sup>

DB 制度数 (企業・基金数)	11,312
加入者数	909 万人
資産額 <sup>131</sup>	71 兆円
年間の掛金額	2.41 兆円
年間の給付額	3.49 兆円

<sup>124</sup> このほか、農業協同組合連合会を相手方とする生命共済の契約がある。

<sup>125</sup> DB 法上、積立金の運用は、信託銀行との信託契約又は生保との生命保険契約、農業協同組合連合会との生命共済契約、資産運用会社との投資一任契約を締結して行わなければならないとされている。また、基金においては自家運用を行うことも認められている。

<sup>126</sup> 信託協会及び生命保険協会より、総幹事業務を行っている社として回答があったジブラルタ生命保険、住友生命保険、第一生命保険、大樹生命保険、大同生命保険、日本生命保険、富国生命保険、みずほ信託銀行、三井住友信託銀行、三菱 UFJ 信託銀行、明治安田生命保険、りそな銀行の 12 社。(運用の方法が団体年金保険 (一般勘定) に限定され、積立不足が発生しないことが見込まれる) 受託保証型 DB (かつ閉鎖型) の総幹事業務のみを行っている生保は対象外とした。

<sup>127</sup> 本章において、特段の注記がない図表については、総幹事会社 12 社から提供されたデータ (2024 年 9 月末時点) に基づき、金融庁が作成したもの。

<sup>128</sup> 分析データ毎に対象となる DB 制度数は異なる。例えば、積立水準の分析では受託保証型 DB やリスク分担型企業年金 (コラム参照) を対象外としている。

<sup>129</sup> 信託協会・生保協会・全国共済農業協同組合連合会 (2025 年 3 月末)

<sup>130</sup> 2024 年 9 月末時点で把握可能な各 DB の直近決算日における値。対象は、総幹事会社 12 社が資産額を左記基準日において把握できている DB (初回財政決算未済等は対象外)。掛金額・給付額は、各 DB の 2024 年 9 月末時点で把握可能な直近 1 年間分の合計。DB のほか厚生年金基金の計数も含むが、本章では便宜上、単に DB と記載する (図表 3-1 のみ厚生年金基金を除く)。

<sup>131</sup> 各 DB における総幹事会社 12 社 (信託銀行 4 社・生保 8 社) の受託残高合計 (2024 年 9 月末) が、各 DB の資産額 (2024 年 9 月末を基準として各 DB の直近決算日における値) を上回っている場合には、同 12 社の受託残高合計に置き換えて計算。

DB 制度数を資産規模別にみると、資産額 10 億円未満の DB 制度数が全体の約 65%を、100 億円未満の DB 制度数が全体の約 93%を占める。一方で、資産額 100 億円以上の DB 制度数は全体の約 7%であるが、この 7%の DB で DB 全体の資産額の約 84%を占めている。

■ 図表 3-3：資産額の区分毎にみた DB 制度数、資産額、加入者数<sup>132</sup>

DBの資産額区分	制度数		資産額		加入者数	
	数	割合	金額 (兆円)	割合	人数 (万人)	割合
10億円未満	7,341	65%	2.2	3%	101	11%
10億～50億円未満	2,555	23%	5.8	8%	147	16%
50億～100億円未満	551	5%	3.9	5%	89	10%
100億～300億円未満	478	4%	8.3	12%	130	14%
300億～500億円未満	139	1%	5.4	8%	64	7%
500億～1,000億円未満	128	1%	9.1	13%	107	12%
1,000億円以上	120	1%	36.6	51%	272	30%

また、DB 全体の特徴をみると、DB の積立水準<sup>133</sup>は約 8 割の DB（資産額 10 億円以上の DB に限れば 9 割以上の DB）で 1.0 以上となっており、概ね健全な状態にある。

■ 図表 3-4：資産額の区分毎にみた積立水準（純資産額/責任準備金）<sup>134</sup>

DBの資産額区分	制度数	積立水準1.0以上		積立水準
		制度数	割合	中央値
10億円未満	6,846	4,953	72%	1.07
10億～50億円未満	2,547	2,313	91%	1.23
50億～100億円未満	549	530	97%	1.30
100億～300億円未満	475	469	99%	1.36
300億～500億円未満	137	133	97%	1.42
500億～1,000億円未満	127	125	98%	1.40
1,000億円以上	117	111	95%	1.31
合計	10,798	8,634	80%	-

年間の掛金額と給付額の状況については、各 DB において区々であるが、全体の約 5 割の DB において給付超となっている。金額ベースでも、全体では掛金額約 2.4 兆円、給付額約 3.5 兆円と給付超となっているほか、資産規模が大きくなるほど掛金額に対する給付額の割合は高い傾向にある。

<sup>132</sup> 金融庁において金融機関（総幹事会社）にヒアリング。

<sup>133</sup> 将来の給付を賄うために現時点で保有しておくべき積立金の額（責任準備金）に対する純資産額の割合。

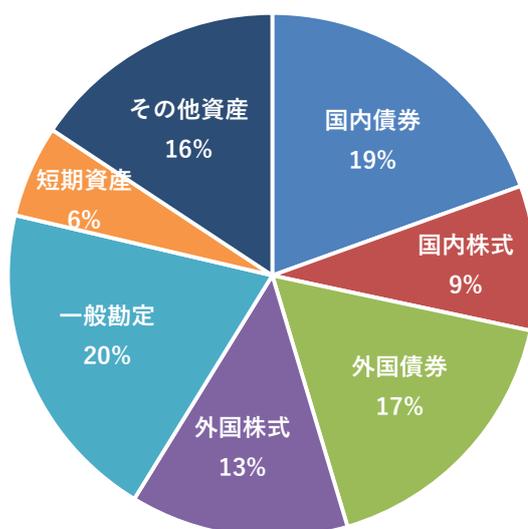
<sup>134</sup> 金融庁において金融機関（総幹事会社）にヒアリング。

■ 図表 3-5 : DB 資産額の区分毎にみた給付超の DB 制度数<sup>135</sup>

DBの資産額区分	制度数	給付超の制度		①給付額 (兆円)	②掛金額 (兆円)	①÷②
		制度数	割合			
10億円未満	7,292	3,166	43%	0.1	0.1	96%
10億～50億円未満	2,547	1,304	51%	0.3	0.3	104%
50億～100億円未満	547	304	56%	0.2	0.2	102%
100億～300億円未満	475	301	63%	0.4	0.3	123%
300億～500億円未満	139	105	76%	0.3	0.2	145%
500億～1,000億円未満	128	92	72%	0.4	0.3	140%
1,000億円以上	120	98	82%	1.8	1.0	181%
合計	11,248	5,370	48%	3.5	2.4	145%

また、DB 全体の資産構成割合は、国内債券 19%、国内株式 9%、外国債券 17%、外国株式 13%、生保の団体年金保険<sup>136</sup>（一般勘定）20%、短期資産が 6%、その他資産（オルタナティブ資産等）16%となっている。

■ 図表 3-6 : DB の資産構成割合<sup>137</sup>



<sup>135</sup> 金融庁において金融機関（総幹事会社）にヒアリング。

<sup>136</sup> 生保の団体年金保険商品で、個人保険や企業年金資産等を合同して一つの勘定で運用するもの。元本と一定の利率の保証（保証利率）がなされており、生保が運用リスクを負う。また、運用の結果次第では配当がある。

<sup>137</sup> 厚生労働省「確定給付企業年金の事業状況等（2022（令和4）年度）」

### 3-2 金融機関の業務概要

金融機関のDB向け業務を大別すると、①総幹事業務と②資産運用業務がある。

①総幹事業務とは、企業・基金の規約や規程に従い、拠出金の受入れと配分、給付金の支払いとその取りまとめを行う業務をいう。企業・基金と総幹事業務契約を締結した金融機関を総幹事会社という。国内では、信託銀行や生保が主にその役割を担っている<sup>138</sup>。

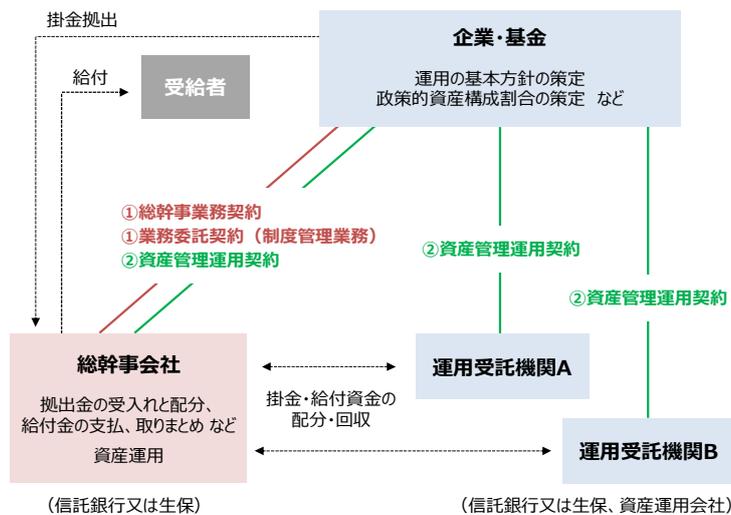
なお、企業・基金は、別途又は総幹事業務と一体で、年金制度の管理業務（数理計算、加入者・受給者の管理業務等）に関する業務委託契約を総幹事会社と締結する場合が多く、本章においては、業務委託契約も合わせて総幹事業務とする。

また、②資産運用業務とは、企業・基金から委託を受けてDBの資産を運用する業務をいう。前述のとおり、DBの積立金は法令上、信託銀行との信託契約や生保との保険契約により管理され、信託銀行や生保、資産運用会社が企業・基金から委託を受けて運用している。資産規模が相対的に小さいDBを中心に特定の運用委託先1社に委託するケースもあれば<sup>139</sup>、資産規模が相対的に中程度又は大きいDBを中心に様々な運用手法を有する金融機関の商品に分散投資を行う観点から、複数の運用委託先に委託をするケースもある。

総幹事会社は、自身が総幹事業務を担う企業・基金から、運用についても複数の委託先とともに又は単独で委託を受けることが一般的であるが、企業・基金は、その委託に際し、資産運用の効率化の観点から、

- ①（特に給付超過のDBにおいて）総幹事会社に給付に備えた資金を集約の上、運用する役割を担わせることや、
- ②（特に資産規模が大きく複数の運用委託先・商品を採用しているDBにおいて）時価変動に対して企業・基金が予め定めた基本ポートフォリオを維持するために、総幹事会社に機動的に売買ができるパッシブファンドを通じて、全体のリバランスをする役割を担わせることがある。

■ 図表 3-7：DB関係機関の一般的なイメージ・役割



<sup>138</sup> その他の総幹事会社として全国共済農業協同組合連合会が存在する。

<sup>139</sup> 特定の運用委託先1社に委託する場合でも、複数の資産に投資できないいわゆるバランス型商品等により、投資対象資産や運用手法の分散を図ろうとするDBも多い。

### 3-2-1 総幹事業務の受託状況

総幹事業務の受託状況をみると、資産規模が小さい DB の総幹事業務を生保が担うことが多く、資産規模が大きい DB の総幹事業務を信託銀行が担うことが多い<sup>140</sup>。資産規模が 10 億円未満の DB では、生保の受託割合が 8 割超となっており、資産規模が大きくなるにつれ、信託銀行の受託割合が大きくなっている。

■ 図表 3-8：総幹事会社 12 社の総幹事業務の受託数

DB の資産区分	10 億円未満	10 億～50 億円	50 億～100 億円	100 億～300 億円	300 億～500 億円	500 億～1,000 億円	1,000 億円以上
信託銀行	1,201 16%	1,423 56%	398 72%	370 77%	117 84%	112 88%	100 83%
生保	6,140 84%	1,132 44%	153 28%	108 23%	22 16%	16 13%	20 17%

### 3-2-2 資産運用業務の受託状況

総幹事業務を行う信託銀行・生保 12 社は、合計で DB の資産額全体の約 75% に当たる約 53 兆円の運用を受託している。運用受託残高を、①自身が総幹事業務を担う企業・基金（以下、総幹事先）からの受託残高と②自身が総幹事業務を担っていない企業・基金（以下、非総幹事先）からの受託残高に分解すると、①の方が大きい社は 7 社、②の方が大きい社は 5 社、12 社全体では、総幹事先からの受託割合が 56%、非総幹事先からの受託割合が 44% となっている。

運用報酬ベースでみると、①総幹事先から得る報酬の方が大きい社は 7 社、②非総幹事先から得る報酬の方が大きい社は 5 社、12 社全体では、総幹事先からの運用報酬の割合が 59%、非総幹事先からの運用報酬の割合が 41% となっている。

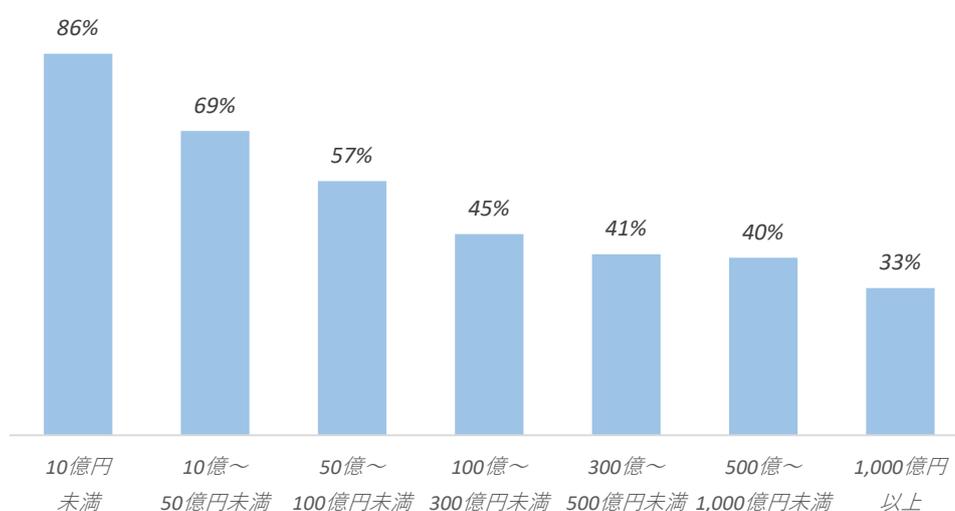
■ 図表 3-9：総幹事会社の運用受託額の内訳（左表・単位：兆円）及び運用報酬の内訳（2023 年度）（右表）

	合計	総幹事先	総幹事先以外		総幹事先	総幹事先以外
A社	14.0	74%	26%	A社	69%	31%
B社	12.3	60%	40%	B社	61%	39%
C社	5.9	57%	43%	C社	52%	48%
D社	3.6	71%	29%	D社	70%	30%
E社	7.3	33%	67%	E社	40%	60%
F社	3.5	45%	55%	F社	51%	49%
G社	3.6	30%	70%	G社	26%	74%
H社	1.8	47%	53%	H社	50%	50%
I社	0.9	26%	74%	I社	30%	70%
J社	0.0	82%	18%	J社	79%	21%
K社	0.2	51%	49%	K社	38%	62%
L社	0.0	73%	27%	L社	83%	17%
合計	53.2	56%	44%	合計	59%	41%

<sup>140</sup> 適格退職年金制度（2012 年に廃止され、DB 等へ移行）の創設当初の承認基準において、信託契約は加入者 300 人以上、生保契約は加入者 25 人以上とされていた経緯があるためと考えられる。

また、DB 資産額の区分毎に 12 社の運用受託状況をみると、DB の資産規模が大きくなるほど、総幹事会社の運用受託シェアは減少している。一般に言われているように、資産規模が大きい DB ほど、自らの運用管理体制を整備するとともに必要に応じてコンサルティング会社も活用することで、様々な運用手法を有する金融機関の商品に分散投資する観点から複数の運用委託先を利用して運用を行い、一方で、資産規模が小さい DB ほど、委託可能額（ロット）の観点や効率性の観点から、総幹事会社に運用も委託するケースが多く、総幹事会社が事務・制度運営面に加えて運用面でも重要な役割を果たしていると考えられる。

■ 図表 3-10：DB 資産額の区分毎にみた総幹事会社（12 社）の総幹事先からの運用受託シェア<sup>141</sup>



なお、資産額 1,000 億円以上である DB（120 制度）について、総幹事会社の運用受託シェアは全体平均で 33%であるが、この区分の DB においては、他の区分よりも掛金額に対する給付額の割合が高く、全体では年間約 8,000 億円の給付超となっている（図表 3-5）。また、運用委託先の数も規模が小さい DB と比べて多いと考えられる。このため、前述のとおり、総幹事会社が給付に備えた資金をまとめて運用する役割や機動的なポートフォリオ調整を行う役割もより重要になっていると考えられる。

一方で、総幹事会社に対しては、総幹事業務に加えて資産運用業務も受託することで、その運用受託シェアが固定化されているのではないかと、他の取引関係が運用受託に影響しているのではないかとといった指摘もある。総幹事会社の運用受託シェアの変更状況をみると、過去 1 年での新規受託数と解約数はともに 3,000 件程度の変更はあるが、総幹事会社を含めた運用受託機関においては、母体企業との取引関係を背景に DB の運用受託機関の選択が歪められないことがないよう、業務を行っていくことが重要である。

こうした中、2025 年 1 月には、厚生労働省の「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」が改正され、総幹事会社を含む運用受託機関の運用実績を定期的

<sup>141</sup> DB の資産額の区分毎に、総幹事会社が総幹事先から受託した運用額合計を DB 資産額合計で除算することで区分毎の総幹事会社のシェアを計算。

に評価し、必要な場合には、適当と認められる意思決定手続に従って、運用受託機関の見直しを行うことが望ましい旨が規定された。

また、2024年8月に内閣官房により策定された「アセットオーナー・プリンシプル」においては、運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を選定すべきである旨などが規定されている<sup>142</sup>。上記ガイドラインの改正や「アセットオーナー・プリンシプル」を踏まえ、今後、企業・基金においては、加入者等の最善の利益を追求する観点から、運用目的・目標の達成のために運用受託機関をより厳しい眼で見極めていくことが期待されている。

**各運用受託機関においては、加入者等の最善の利益を勘案した運用提案を行っていくことが期待される。その際、DB制度や各DBの財政状況・規約特性等を熟知している総幹事会社においては、こうした点を踏まえた包括的な視点からの提案が期待される。**

### 3-2-3 総幹事会社の収支構造

総幹事会社12社における総幹事業務（それに付帯する業務も含む）の管理会計上の収支状況をみると、全体では約23億円の黒字であるが、個社毎に見ると、12社のうち6社が黒字（1社を除いて利益額は数千万円～3億円程度）、6社が赤字（▲1億円～▲7億円程度）となっている。

■ 図表 3-11：総幹事会社における総幹事業務の年間収支（2023年度）（億円）<sup>143</sup>

収入	費用	収支
416	393	+23

■ 図表 3-12（参考）：総幹事会社のDB業務に関する年間の収入内訳（2023年度）（億円）

	①総幹事先から 得る総幹事業務 手数料等	運用報酬合計	運用報酬		合計 (①+②+③)
			②総幹事先 から得る運用報酬	③非総幹事先 から得る運用報酬	
12社 合計	416 (21.1%)	1,559 (78.9%)	919 (46.6%)	640 (32.4%)	1,975 (100.0%)

総幹事業務は、DBの安定的な運営を支える重要な業務である。DBを熟知した総幹事会社は、各企業・基金にとって最も身近な専門家であり、多くのケースにおいて各企業のDBの立ち上げ以来、様々な形でその運営を支えていると考えられる。

総幹事会社の中には、総幹事業務は他の取引関係との総合採算と捉えている社や、資産運用業務と一体で収支管理を行っている社もあると考えられるが、本来的に、各種手数料は業務によって

<sup>142</sup> アセットオーナー・プリンシプルの原則3。また、補充原則3-3では、「アセットオーナーは、運用委託先の選定に当たっては、運用目的・運用目標の達成に資する観点から判断すべきである。その際、1つの金融機関等のみに運用を委託することは、効率性の観点から必ずしも否定されるものではないが、従来から委託している金融機関等であることや、選択している運用方法であるという理由のみで同じ金融機関等を選定し続けるべきでない。また、自らや資金拠出者等と、運用委託先及びそのグループ金融機関との取引関係がある場合、運用目的・運用目標に反していないか、適切に利益相反管理を行うべきである。」とされている。

<sup>143</sup> 収入は、総幹事業務及びそれに付帯される業務（例えば、ALM・退職給付債務計算に関する業務や制度変更のコンサルティング業務）について企業・基金から得る手数料。費用は、人件費やシステム費等。

生み出される付加価値を基準に決められていくことが望ましい<sup>144</sup>。

総幹事会社においては、総幹事業務が恒常的な赤字等になっている場合には、コストの削減余地等について検討することも期待される一方、企業との間においても、自身が提供する総幹事業務（及びその周辺サービス）が生み出す付加価値に見合った手数料水準・体系となっているのかどうかについて対話を行っていくことも期待される。

### 3-3 小規模 DB への運用サポート

前述のとおり、資産規模が大きい DB では資産運用会社を含め複数の運用委託先を利用して運用している一方、資産規模が小さい DB では、委託可能額（ロット）の観点や効率性の観点から総幹事会社に運用も委託し、総幹事会社が提供する商品、具体的には少額でも複数の資産に投資可能ないわゆるバランス型商品や、元本と一定の利率が保証される団体年金保険（一般勘定。各商品のコスト控除後リターン（5年平均）の平均は0.68%）、又はその組み合わせで運用する DB が多い<sup>145</sup>。

■ 図表 3-13：DB 資産額の区分毎の受託資産に占めるバランス型商品・団体年金保険（一般勘定）の割合（単位：億円）<sup>146</sup>

	10 億円 未満	10 億円～ 50 億円	50 億円～ 100 億円	100 億円～ 300 億円	300 億円～ 500 億円	500 億円～ 1,000 億円	1,000 億円 以上
①資産額	22,135	57,562	38,841	82,835	54,166	90,814	366,155
②うち団体年金保険 （一般勘定）	10,728	14,372	7,287	14,408	9,469	15,535	61,310
③うちバランス型残高	7,928	26,928	13,386	13,505	3,760	2,107	2,368
割合 (②+③) ÷ ①	84%	72%	53%	34%	24%	19%	17%

各 DB は、自身のリスク許容度を踏まえ、積立金の運用収益の長期の予測に基づき予定利率<sup>147</sup>を合理的に定めることとされている。予定利率が高く設定される場合は期待収益率が高くなる傾向にあり、相対的にリスクが高い運用となる。反対に、予定利率が低く設定されている場合は期待収益率が低くなる傾向にあり、相対的にリスクが低い運用となる。運用結果が予定利率を上回り、剰余金が発生した場合、将来の積立不足の可能性に備えられる。運用結果が予定利率を下回り、積立の不足金が一定範囲を超えた場合、企業が追加で掛金を拠出することになる。

資産規模が小さい DB の運用実績は、バランス型商品の運用状況<sup>148</sup>や団体年金保険（一般勘定）の利率状況、その配分割合に左右されるが、仮に、運用リターン実績が予定利率を下回る状況が常態化しており、かつ、積立水準が低位の企業・基金においては、今後、追加拠出の必要に迫られやすい状況にあると考えられる。

<sup>144</sup> アセットオーナー・プリンシプルの補充原則 3-3 では、アセットオーナーは「運用委託先への報酬を検討するに当たっては、運用委託先がもたらす付加価値に応じたものとすべきである」、注釈 12 では、「資産運用その他の複数の機能を委託する際には、機能毎に付加価値に見合うか検討することが重要である。」とされている。

<sup>145</sup> パッケージ型の商品や団体年金保険により、様々な DB の資金を信託銀行や生保がまとめて運用している。また、企業年金連合会による共同運用事業もある。

<sup>146</sup> 金融庁において金融機関（総幹事会社）にヒアリング。

<sup>147</sup> 予定利率は、給付を賄うための掛金計算に用いるために設定する利率。

<sup>148</sup> 総幹事会社の多くは、様々な企業・基金のニーズに応えるため、資産構成割合の異なる複数のバランス型商品を提供している。このため、どのような資産構成割合のバランス型商品を選択するかが重要となる。

■ 図表 3-14：DB 資産額の区分毎にみた DB の予定利率（平均）とコスト控除後リターン（5年平均の平均）<sup>149</sup>

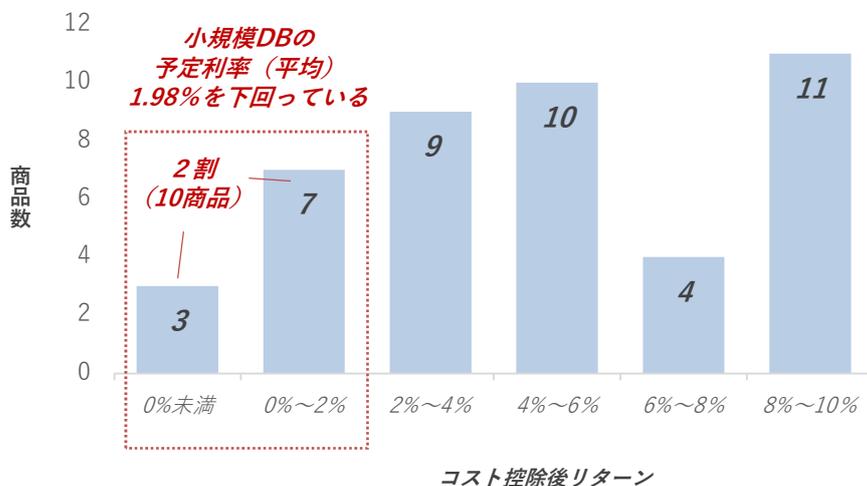
	小規模	中規模	大規模	
	10 億円未満	10 億～100 億円	100 億～1,000 億円	1,000 億円以上
予定利率（平均値）	1.98%	2.08%	2.19%	2.24%
コスト控除後リターン （5年平均）（平均値）	1.84%	3.29%	3.98%	3.90%

こうした中、総幹事会社 12 社が中小規模の DB を中心に提供しているバランス型 44 商品<sup>150</sup>のコスト控除後リターン（5年平均）をみると、平均で+4.65%となっている。

上記 44 商品のコスト控除後リターン（5年平均）<sup>151</sup>と予定利率を比較すると、約 8 割の商品（34 商品）において小規模 DB の予定利率の平均（1.98%）を上回っている<sup>152</sup>。

一方で、残り約 2 割の商品（10 商品）の多くは、各総幹事会社においていわゆるリスク抑制型として位置付けている商品<sup>153</sup>であるが、各商品が定める目標リターンを下回っているとともに、小規模 DB の予定利率の平均（1.98%）を下回っている。また、このうち 3 商品については、コスト控除後リターン（5年平均）がマイナスとなっている。特に、小規模 DB においては、バランス型商品のみで又は団体年金保険（一般勘定）と組み合わせて運用することも多いところ、バランス型商品の実績が低位となれば、全体の運用実績が予定利率を下回る可能性が高まる。

■ 図表 3-15：総幹事会社が提供するバランス型商品のコスト控除後リターン分布（5年平均）



<sup>149</sup> 金融庁において金融機関（総幹事会社）にヒアリング。各 DB の予定利率、コスト控除後リターン（5年平均）は、総幹事会社が把握している計数（2024 年 9 月末時点で把握可能な各 DB の直近決算日における値。コスト控除後リターンは、財政決算報告書の時価ベース利回り）。いずれも、各 DB の数値を単純平均して算出。なお、ここでは、便宜上、資産規模が 10 億円未満の DB を小規模、資産規模が 10 億円以上 100 億円未満の DB を中規模、資産規模が 100 億円以上の DB を大規模としている。

<sup>150</sup> 12 社の残高上位 10 商品（取扱商品が 10 商品に満たない社は取扱商品全て）。データ対象期間は 2019 年 10 月～2024 年 9 月末。コスト控除後リターン（5年平均）は、各商品の受託残高の平均値（単純平均）に該当する運用報酬等（コスト）を控除したものの。

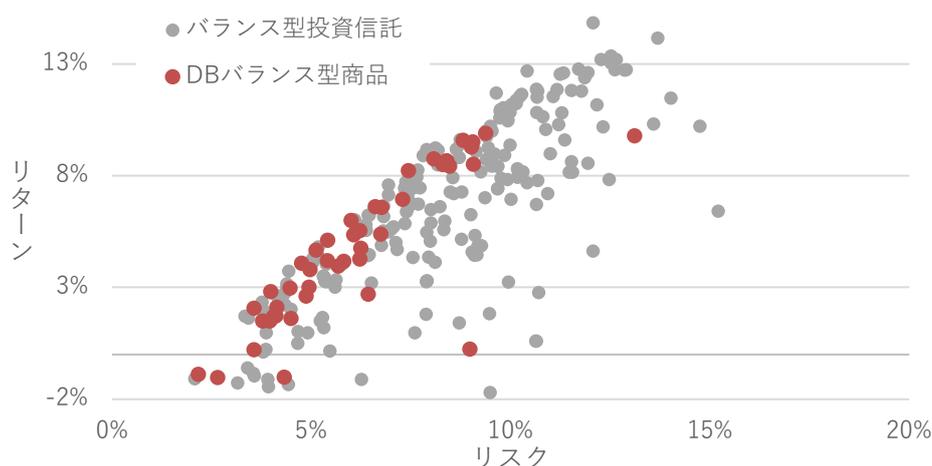
<sup>151</sup> 詳細データは後述の『【参考】各社のバランス型 44 商品の状況（残高上位 10 商品）』に掲載。

<sup>152</sup> 投資商品の評価は、リターン水準の高低だけをもって判断できるものではなく、リスクなども考慮する必要があるため、小規模 DB においては、利率保証がある団体年金保険（一般勘定）も組み合わせるなど、各 DB の予定利率やリスク許容度に鑑み、バランス型商品への委託割合を調整していると考えられる。

<sup>153</sup> 市場環境に応じて機動的に資産構成割合を変更したり、オルタナティブ資産の組入れやデリバティブ取引を利用することで、リターンを追求するよりリスクを想定内に抑えることを重視している商品。

また、上記 44 商品のコスト控除後リターン（5年平均）と個人向けのバランス型公募投信との比較も行った。これについては、ともにリスクを計測可能であるため、運用効率（リターン÷リスク）の観点から分析すると、各商品の資産配分が異なるため一概に比較することは難しいものの、全体で見れば、概ね個人向けのバランス型公募投信と比較して劣後していない結果であると考えられる。

■ 図表 3-16：個人向けバランス型投資信託商品と 12 社の DB 向けバランス型商品の運用実績の比較<sup>154</sup>



前述のとおり、小規模 DB の運用実績は、バランス型商品の運用状況や団体年金保険（一般勘定）の利率状況、その配分割合に左右される。総幹事会社においては、安定的な DB 制度の維持・運営に向け、各企業・基金の意向や特性を踏まえた上で、市場環境に沿った運用提案を行うなど、各 DB の状況に寄り添った総幹事会社ならではのサポートが期待される。

<sup>154</sup> 個人向けのバランス型投資信託は、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、QUICK の投信分類がバランス型運用に分類され、内外資産に投資している残高 100 億円以上のものを対象とした（2019 年 10 月～2024 年 9 月末の実績があるものに限る）。リスク、リターンは課税前前分配金再投資ベース。コストについては、信託報酬等（基準価額算出時に控除している費用のすべて）は控除し、販売手数料や信託財産留保額などは控除していない。リスクについては、QUICK（個人向けの投資信託）及び総幹事会社（DB バランス型商品）が月次収益率から年率に換算したもの。

【参考】 各社のバランス型 44 商品の状況（残高上位 10 商品）<sup>155</sup>

金融機関名	商品	残高 (億円)	報酬率 (平均)	目標 リターン	コスト控除後 リターン (5年平均)	リスク	コスト控除後リ ターン÷リスク (5年間)
A社	商品1	2,813	0.39%	3.2%	6.60%	6.76%	0.98
	商品2	2,307	0.45%	4.0%	8.68%	8.39%	1.03
	商品3	2,295	0.45%	2.3%	3.81%	4.96%	0.77
	商品4	986	0.37%	3.1%	2.82%	3.98%	0.71
	商品5	707	0.39%	3.5%	4.10%	4.75%	0.86
	商品6	627	0.37%	4.1%	6.01%	5.99%	1.00
	商品7	106	0.37%	4.4%	6.63%	6.59%	1.00
B社	商品1	2,516	0.53%	2.0~3.0%	1.71%	4.05%	0.42
	商品2	2,052	0.64%	3.1%	3.02%	4.93%	0.61
	商品3	1,971	0.70%	3.5%	3.97%	5.67%	0.70
	商品4	1,256	0.60%	3.4%	4.17%	5.81%	0.72
	商品5	1,110	0.66%	3.8%	5.40%	6.74%	0.80
	商品6	1,042	0.46%	3.6%	6.96%	7.28%	0.95
	商品7	958	0.39%	4.1%	8.43%	8.46%	1.00
	商品8	904	0.60%	3.5%	4.76%	6.23%	0.76
	商品9	860	0.64%	2.8%	1.73%	4.10%	0.42
	商品10	473	0.46%	3.2%	5.36%	6.06%	0.88
C社	商品1	2,901	0.60%	4.5%	2.11%	4.12%	0.51
	商品2	1,808	0.47%	-	4.68%	5.11%	0.92
	商品3	1,232	0.40%	-	8.77%	8.07%	1.09
	商品4	757	0.60%	4.0%	1.51%	3.95%	0.38
	商品5	625	0.44%	-	5.12%	5.41%	0.95
	商品6	542	0.51%	-	8.24%	7.43%	1.11
	商品7	365	0.64%	3.0%	1.51%	3.77%	0.40
	商品8	298	0.42%	2.5%	1.62%	4.48%	0.36
	商品9	275	0.58%	-	2.08%	3.55%	0.58
	商品10	76	0.45%	-	5.55%	6.21%	0.89
D社	商品1	5,380	0.60%	4.0%	2.62%	4.86%	0.54
	商品2	484	0.45%	-	2.98%	4.46%	0.67
	商品3	401	0.45%	-	4.20%	5.39%	0.78
	商品4	9	0.35%	超過0.5%	8.51%	8.29%	1.03
E社	商品1	2,623	0.45%	3.5%	8.52%	9.06%	0.94
	商品2	2,036	0.45%	2.5%	-0.89%	2.16%	-0.41
	商品3	877	0.45%	3.0%	-1.01%	4.31%	-0.24
F社	商品1	7,276	0.48%	3.0%	0.23%	3.55%	0.06
	商品2	2,001	0.48%	3.9%	9.59%	8.80%	1.09
	商品3	341	0.58%	国内短期金利 +5%	0.25%	8.97%	0.03
	商品4	229	0.54%	2.5%	2.71%	6.42%	0.42
G社	商品1	2,111	0.45%	5.0%	9.30%	9.01%	1.03
H社	商品1	1,574	0.51%	-	9.53%	9.04%	1.05
	商品2	872	0.51%	-	-1.03%	2.64%	-0.39
I社	商品1	454	0.45%	-	9.91%	9.36%	1.06
K社	商品1	737	0.49%	2.4%	3.84%	4.99%	0.77
	商品2	349	0.52%	4.6%	9.48%	8.96%	1.06

<sup>155</sup> データ対象期間は 2019 年 10 月～2024 年 9 月末。提供商品が 10 商品に満たない社は提出があった分のみ記載。(運用期間 5 年未満は対象外)。

【参考】 各社の団体年金保険（一般勘定）の状況<sup>156</sup>

金融機関名	商品	残高 (億円)	報酬率 (平均)	保証利率	コスト控除後リターン (5年平均)
ア生命	商品 1	57,233	0.27%	0.50%	1.35%
	商品 2	2,717	0.15%	0.25%	0.10%
イ生命	商品 1	18,838	0.15%	0.25%	1.02%
	商品 2	910	0.15%	0.25%	1.02%
ウ生命	商品 1	29,836	0.27%	1.25%	1.04%
エ生命	商品 1	10,065	0.37%	1.25%	0.93%
	商品 2	321	0.01%	0.01%	0.01%
オ生命	商品 1	5,963	0.27%	1.30%	1.43%
カ生命	商品 1	320	0.44%	0.75%	0.31%
	商品 2	2	0.00%	1.25%	1.25%
キ生命	商品 1	419	0.01%	0.22%	0.04%
	商品 2	112	0.16%	0.49%	0.03%
	商品 3	2	0.40%	0.59%	0.47%
	商品 4	2	0.19%	0.75%	0.60%
ク生命	商品 1	220	0.47%	1.00%	0.53%

### 3-4 「人への投資」に向けた取組へのサポート

「新しい資本主義」の下、「賃上げと投資が牽引する成長型経済」の実現に向け、官民が連携して取り組んでおり、人への投資や設備投資の促進が展開されるなど、前向きな取組が動き始めている。

これまで、経済・金融環境の影響も含めて、持続可能な制度にするための制度変更等により、給付水準が趨勢的に引き下げられてきたDBも少なくない。また、給付水準を据え置いてきたDBにおいても、物価や賃金が上昇する経済環境が見込まれていく中で、今後は、物価上昇による給付価値の目減りへの対応について考慮することも重要になってくると考えられる。

こうした中、「人への投資」という観点から、賃上げに加え、退職給付制度においてもその水準の引上げを実施する企業が出始めている。本項では、給付改善の事例やこれらに関連して金融機関が取り組んできた、また、取り組もうとしているサポート事例をまとめた。

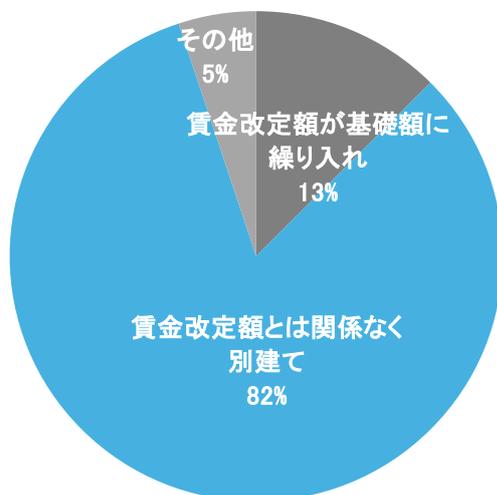
政府においては、「物価高を上回る持続的・構造的な賃上げ」を目指す中、春季労使交渉では、2年連続で5%を上回る水準となっている。

こうした中、DBにおいては、大企業を中心に、DB給付水準が賃上げと自動的に連動する仕組と

<sup>156</sup> データ対象期間は2019年4月～2024年3月末（当該年度の決算に基づく配当実績を含む。運用期間5年未満は対象外）。

なっていないものも多い<sup>157</sup>。日本経済団体連合会のアンケート調査では、DB を含む退職金制度の給付水準が賃金に連動しない企業が約 8 割となっている。

■ 図表 3-17：退職給付制度における給付水準と賃金の連動状況<sup>158</sup>



総幹事会社が把握している過去 2 年間の DB 給付水準の改善数を確認したところ、全体で 290 制度であった。DB の資産額の区分毎にみると、資産規模が相対的に小さい DB の数が多い。

■ 図表 3-18：DB 資産額の区分毎にみた給付水準の改善を実施した制度数（2022/10～2024/9）<sup>159</sup>

DB の資産区分	10 億円未満	10 億～50 億円	50 億～100 億円	100 億～300 億円	300 億～500 億円	500 億～1,000 億円	1,000 億円以上
合計	157	82	13	22	6	3	7
割合	54%	28%	4%	8%	2%	1%	2%
制度数に占める割合	2%	3%	2%	5%	4%	2%	6%

給付水準の引上げを実施する理由は、企業により様々であるが、相対的に資産規模が小さい DB において給付改善が行われている理由としては、定年延長による人事制度の変更の際に、併せて給付水準を見直す例も多いということが考えられる<sup>160</sup>。

<sup>157</sup> DB の給付設計は、①定額制（退職時の勤続期間や年齢等に応じて定める）、②最終給与比例制（退職時の給与に、勤続期間や年齢等に応じた支給率を乗じる）、③ポイント制（従業員の勤務 1 年ごとにポイントを付与し、その累積にポイント単価を乗じる）、④キャッシュバランスプラン（予め定められた拠出額（持ち分）と指標等による利息額の合計額が個人毎の勘定（仮想個人勘定）に累積される）に大きく分けられる。そのうち賃金又は物価に連動する DB は、一般的に②最終給与比例制と④キャッシュバランスプランの一部（全国消費者物価指数、賃金指数を指標とするもの）である。キャッシュバランスプランの仕組みやその他の連動する指標については、コラムを参照。

<sup>158</sup> 日本経済団体連合会、東京経営者協会「2021 年 9 月度 退職金・年金に関する実態調査結果」※調査対象：経団連企業会員及び東京経営者協会会員企業 2,061 社

調査時期：2021 年 9 月末現在（前回は 2018 年 9 月末）

回答状況：集計企業数 276 社（有効回答率 13.4%、製造業 44.9%、非製造業 55.1%、従業員 500 人以上 72.5%）

<sup>159</sup> 金融庁において金融機関（総幹事会社）にヒアリング。計数は総幹事会社において把握している数。

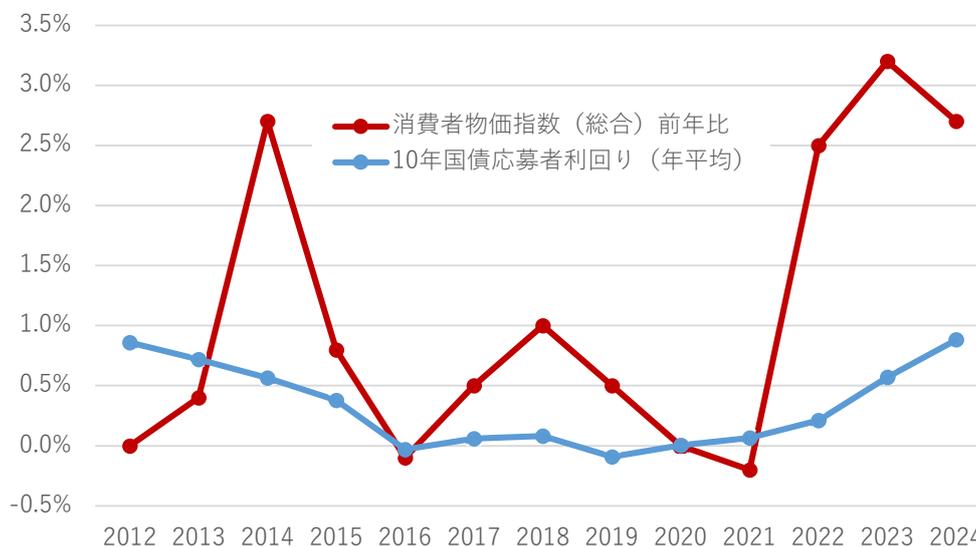
<sup>160</sup> 令和 6 年「高年齢者雇用状況等報告」によると、定年制の廃止又は定年の引上げの実施割合は、中小企業（従業員数 21～300 人規模）が 33.6%（73,840 社）、大企業（同 301 人以上規模）が 20.6%（3,506 社）と、大企業よりも中小企業のほうが高い割合となっている。（集計対象は、中小企業は 219,992 社、大企業は 17,060 社）。

総幹事会社によれば、中小企業を中心に、労働力の確保などを目的として、定年延長を実施する企業の割合が増加している。その定年延長の実施に際して、人事制度の見直しに伴って退職給付制度も一体で検討し、シニア層のモチベーション維持向上といった観点から、DB 給付水準を据え置くのではなく、引き上げる企業がある。給付改善を行った 290 制度のうち、定年延長等の退職給付制度自体の変更を契機に給付改善を行った DB は、202 制度（約 7 割）となっている。

こうした定年延長を実施しようとする企業に対して、複数の総幹事会社においては、定年延長と併せて DB の給付水準の改善や企業型 DC の掛金引上げを提案する取組を実施している。ある総幹事会社においては、その取組の結果、定年延長を実施した従業員 300 名以上の企業の約半数（64 制度）で、60 歳以降の DB 給付水準を引き上げる制度改正を行っているとのことであった。

また、キャッシュバランスプラン<sup>161</sup>に関する給付改善もある。総幹事会社によれば、キャッシュバランスプランを採用している DB の大半は付与される利息の計算に用いる指標に国債の利回り<sup>162</sup>を選択しているため、これまでの金融政策の影響で国債の利回りの実績が低位で推移してきた中、当初想定した給付額を下回る給付が続いており、そうした DB に対し、セミナー等でその課題や改善の必要性について説明し、国債の利回りとあわせて設定されている最低保証利回りを引き上げることや、指標を消費者物価指数等へ変更することをサポートしたとのことであった。このほか、給付の改善に加え、人事戦略との整合性（例えばジョブ型雇用への移行）といった企業毎の考えやニーズに沿って、退職金制度を見直す提案を行う事例もあった。

■ 図表 3-19：物価上昇率と 10 年国債応募者利回りの比較<sup>163</sup>



これまで述べた事例のほか、給付改善に関して複数の総幹事会社が行った取組としては、以下などが挙げられる。

- ・ 良好な運用実績等により積み上がった剰余金の使い道として、将来の運用実績悪化局面に備え

<sup>161</sup> 予め定められた拠出額（持ち分）と付与される利息額の合計額が個人毎の勘定（仮想個人勘定）に累積され、それを原資として給付額が決まる仕組みの DB 制度。詳細はコラムを参照。

<sup>162</sup> キャッシュバランスプランのうち、各加入者の持ち分に付与される利息が国債の利回りに連動するもの。

<sup>163</sup> 総務省「消費者物価指数（総合）」、財務省「10 年利付国債募入平均利回り」より金融庁にて作成。

る他に、従業員への還元や物価高への対応として給付改善を行うことを提案（提案内容を実施した DB も見られた）。

- ・ 退職給付水準の引上げやインフレ対応について、DB に限らず株式報酬制度といったチャンネルにも裾野を広げ提案（提案内容を実施した DB も見られた）。

給付改善を実施する上では給付原資が必要となる。給付原資としては、①これまで DB 制度において築き上げてきた積立剰余金の活用、②企業が拠出する掛金の増額、③運用のリスク・リターンの見直し等が考えられる。給付改善を行った 290 制度のうち、その原資を総幹事会社が把握できている 119 制度をみると、約 8 割の DB が掛金の増額を給付原資としている。

■ 図表 3-20：給付改善の実施時の原資（2022/10～2024/9）<sup>164</sup>

	①剰余金の活用		②掛金の増額		③運用のリスク・リターンの見直し	
	件数	割合	件数	割合	件数	割合
全体	21	16%	113	84%	1	1%

給付改善を行う目的や実現方法は企業によって様々であると考えられるものの、政府において「物価高を上回る持続的・構造的な賃上げ」を目指す中、DB 等の退職給付水準においても、物価上昇・賃上げの状況も踏まえた給付改善が期待されている。**DB 制度等を熟知する総幹事会社においては、人への投資という観点からこうした給付改善に取り組もうとする企業の事情に応じて、その取組をきめ細かくサポートしていくことが期待される。**

例えば、制度自体を大幅に変更するのか現行制度の延長線に対応するのか、制度変更前の過去分に遡及するのか将来分を改善するのか、一時的か継続的かといった論点がある。

さらに、給付改善を実施する場合、年金財政だけでなく企業自体の決算やキャッシュフローにも影響があるため、企業において人事・財務部署で横断的に検討し、労使合意を形成する必要がある。

**そのため、総幹事会社においては、その企業の人事・経営方針や特性等を踏まえながら、給付改善のために企業が取り得る適切な選択肢を提示する、課題がある場合はそれを解決する方策を提案するなどのサポートが期待される。**

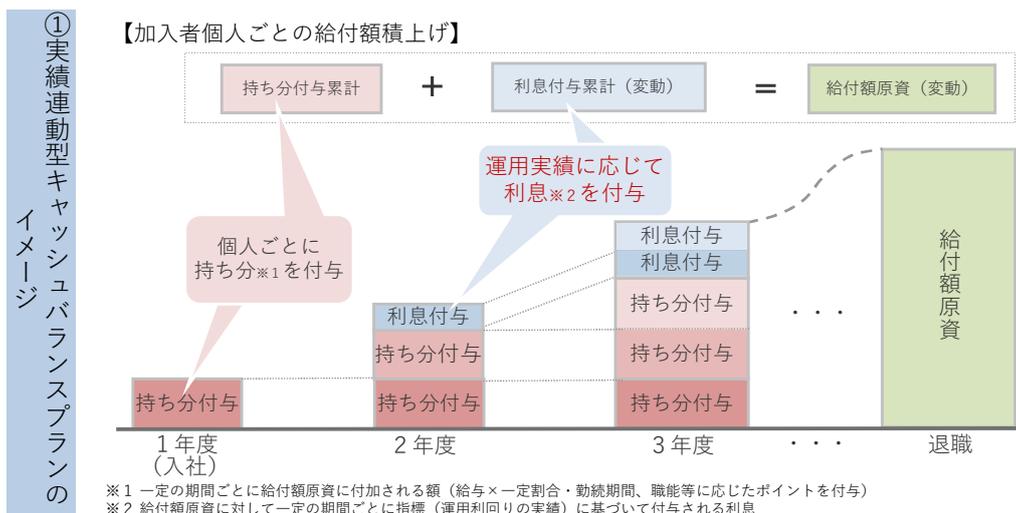
<sup>164</sup> 金融庁において金融機関（総幹事会社）にヒアリング。複数項目に該当する DB もあるため、合計数は一致しない。なお、過去の運用成果の還元は①剰余金の活用に含めている。

## 【コラム】キャッシュバランスプラン（実績連動型）とリスク分担型企業年金について

DBでは、一般に、加入者等が将来受け取る給付の内容が予め決まっているが、中には①キャッシュバランスプラン（のうち実績連動型）や②リスク分担型企業年金など、各DBの運用実績によって給付額が決定されるDBもある。これら①や②のDBにおいては、運用実績が好調である場合に給付額が増加する可能性がある一方、運用実績が不調であった場合に給付額が減少する可能性がある点に留意する必要がある。総幹事会社が把握している範囲では、キャッシュバランスプラン（実績連動型）（2014年4月施行）は23制度<sup>165</sup>、リスク分担型企業年金（2017年1月施行）は24制度存在する。

①キャッシュバランスプランは、従来のDB制度と同様に、予め定められた拠出額（持ち分）と利息額の合計額を原資として給付額が決まる仕組みである。従来のDB制度と異なる点は、利息額が指標に基づく利率で付与され、その利息と持ち分が個人毎の勘定で仮想的に管理される点である。付与される利息の計算に用いる指標としては、①定率、②国債の利回りその他の客観的な指標であって、合理的に予測することが可能なもの、③積立金の運用利回りの実績（実績連動型）、④上記①②③の組合せ、⑤上記②③④にその上限又は下限を定めたものとDB法令において定められている。どの指標とするかは各DBが決める。②のその他の客観的な指標については、「確定給付企業年金の規約の承認及び認可の基準」において、例えば、①総務省において作成する年平均の全国消費者物価指数、②厚生労働省において作成する年平均の賃金指数、③東証株価指数、Russell/Nomura Prime インデックスが規定されている。一定の拠出額をもとに、利息額部分が指標に連動して給付額が決定されるという意味ではDC制度と類似した特徴を持ち、積立不足になった場合に企業が追加掛金を拠出するという意味ではDB制度の特徴をもつと考えられる。

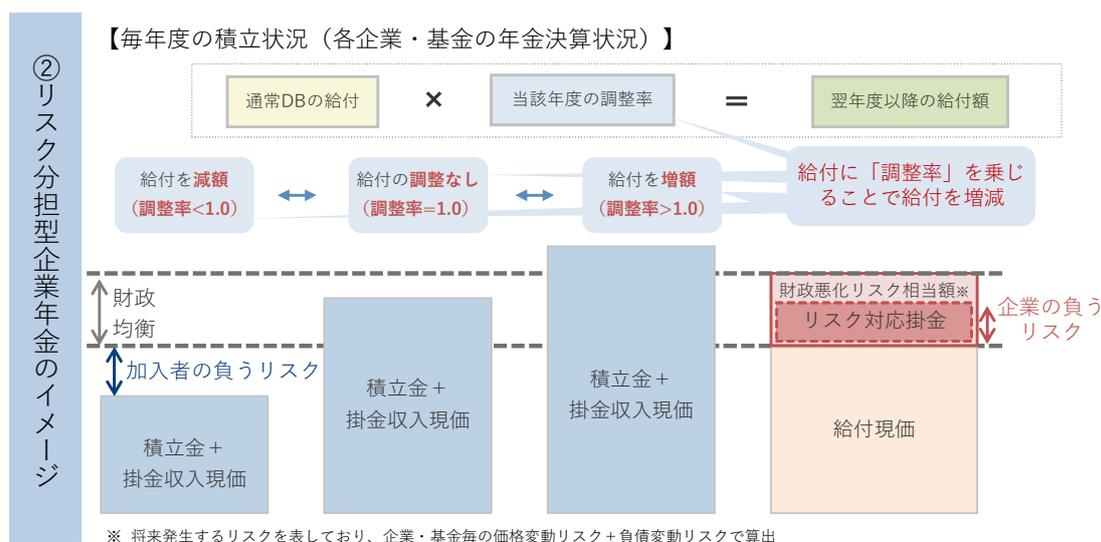
③の実績連動型の場合は、利息部分がDBの運用実績に連動し、給付額が決定される。ただし、利息部分は期間通算でゼロを下回ることは不可（元本である持ち分部分を下回らない）というDB法令上の制約がある。また、適用される利率に上下限を設けることも可能である。



②リスク分担型企業年金は、将来発生するリスクを労使でどのように分担するかを予め労使合意により定めておき、運用実績等により、年金財政上の剰余・不足が発生した場合には、加入者等の

<sup>165</sup> 総幹事会社12社が把握しているキャッシュバランスプランは全体で3,840制度。

給付の増額・減額が行われる制度である。具体的には、企業がリスク対応掛金<sup>166</sup>を上乗せした固定の掛金を負担し、リスク対応掛金を考慮してもなお積立不足が発生した場合、給付水準を減額し、年金財政の均衡を図る。企業側は将来発生するリスクに備えて予め掛金を拠出することで、加入者等側は財政悪化時（運用悪化時等）には給付水準を減額されることで、運用リスクを労使各々で分担する仕組みである。そのため、仮に運用実績（財政）が悪化しても企業の追加的な拠出は生じない。従って、退職給付会計上（日本会計基準や国際会計基準）では、原則、退職給付に係る負債を計上する必要はなく、DCと同様の取扱いとなる。



また、①キャッシュバランスプラン（実績連動型）及び②リスク分担型企業年金は、運用の成果が加入者等の給付に反映される可能性があることから、加入者の代表が参画する委員会を設置する義務など、従来のDB制度より強固なガバナンス体制による運営が求められている。

なお、総幹事会社によれば、両制度については、前述のとおり、従来のDB制度と異なる点も多く、各企業・基金によって適する・適さない場合があるため、各企業・基金の意向、規模、財務状況や運営体制などを踏まえながら提案を行っているとのことであった。

	リスク負担のイメージ			
	企業 ←			→ 従業員
	従来のDB	キャッシュバランスプラン（実績連動型）	リスク分担型企業年金	DC
①運用主体		企業・基金が一括して運用指図		従業員が各々運用指図
②支払給付額	運用実績によらず固定	運用実績により利息部分変動 (ただし、加入時からの持ち分累計は下回らない。また、利息付与率には上下限の設定が可能。)	積立状況により変動 (一定の範囲内であれば変動なし)	運用実績により変動
③運用リスク	企業が負う	企業と従業員が負う		従業員が負う
		・運用良好・悪化時は加入者の給付が増額・減額 ・運用実績が利息の下限を下回るリスクは、企業が負う。	・企業がリスク対応掛金を拠出 ・運用良好・悪化時等は加入者の給付が増額・減額	
④掛金拠出額		運用実績等により変動	運用実績によらず固定	
⑤資産運用委員会	総資産100億円以上は設置必須	従業員が意思決定に参画するための委員会設置が必要		不要

<sup>166</sup> 予め測定した運用悪化等のリスクに備えるための掛金。将来発生するリスク（各DBの積立金の資産構成に応じ、20年に一度の損失が起こると仮定した場合の損失額）を算定し、労使合意によりその範囲内において予め拠出する掛金。