

**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 2026**

2026 年 7 月



目次

<u>はじめに</u>	2
<u>1. 「資産運用業務・資産管理業務」の高度化に向けて</u>	5
<u>2. 金融グループにおける「機関投資家向けサービス」の高度化に向けて</u>	11
<u>3. 資産運用会社における「企業調査」の高度化に向けて</u>	27
<u>4. 資産運用会社における「生成 AI」の更なる利活用に向けて</u>	33
<u>5. 運用高度化等に向けた継続的なモニタリング</u>	41
<u>6. 「企業型 DC・iDeCo」の環境改善に向けて</u>	62
<u>7. 能力ある多様な「PE ファンド」の成長に向けて</u>	72

はじめに

1. 資産運用立国の取組の更なる発展

政府は、「資産運用立国実現プラン」（2023 年 12 月 13 日）等に基づき、これまで、家計、金融商品の販売会社、資産運用会社、アセットオーナー、企業などインベストメントチェーンを構成する各主体に向けた様々な施策を実施してきた。

これらの施策については一定の成果が表れてきているが、日本経済の成長と国民の豊かさの向上を実現するためには、「資産運用立国」の取組を更に発展させ、成長投資を支える官民双方の金融やインベストメントチェーンの機能を強化することが重要である。

この実現のため、政府は、以下を内容とする「成長投資を促進するための金融戦略－資産運用立国のアップグレードー」（2026 年 7 月 21 日、内閣官房日本成長戦略本部事務局。以下、成長投資金融戦略）を策定した。

- ① 企業に中長期的な企業価値向上に向けた積極的な成長投資を促す。このため、コーポレートガバナンス改革や、企業の取組を促すための環境整備を行う。
- ② 国民が経済成長の成果を最大限享受できるようにする。このため、アセットオーナーの機能向上や、投資家を支える資産運用サービスの高度化、家計の安定的な資産形成の促進を図る。
- ③ これらを繋ぐ立場にある銀行等の金融機関・市場の機能発揮を強力に促し、17 の戦略分野等への成長投資や大規模化する事業再構築・再編を金融面から支える。このため、銀行等による資金供給・成長支援機能を強化するとともに、プレイヤー・金融商品の多様化により厚みのある金融市場を実現する。
- ④ オンチェーンの決済手段（ステーブルコイン・トークン化預金）の実装・普及に向けた環境整備を行い、利用者保護を前提に、物流・商流・決済の一体化による経済全体の効率性向上の追求に貢献する。サイバーセキュリティ対策の強化も含め、金融インフラへの投資を促進する。

この中で、資産運用サービスの高度化は重要な柱であり、金融庁としてそれを促し、国民が経済成長の成果を最大限享受できるよう取り組んでいく。

2. 資産運用サービスの高度化に向けたモニタリング

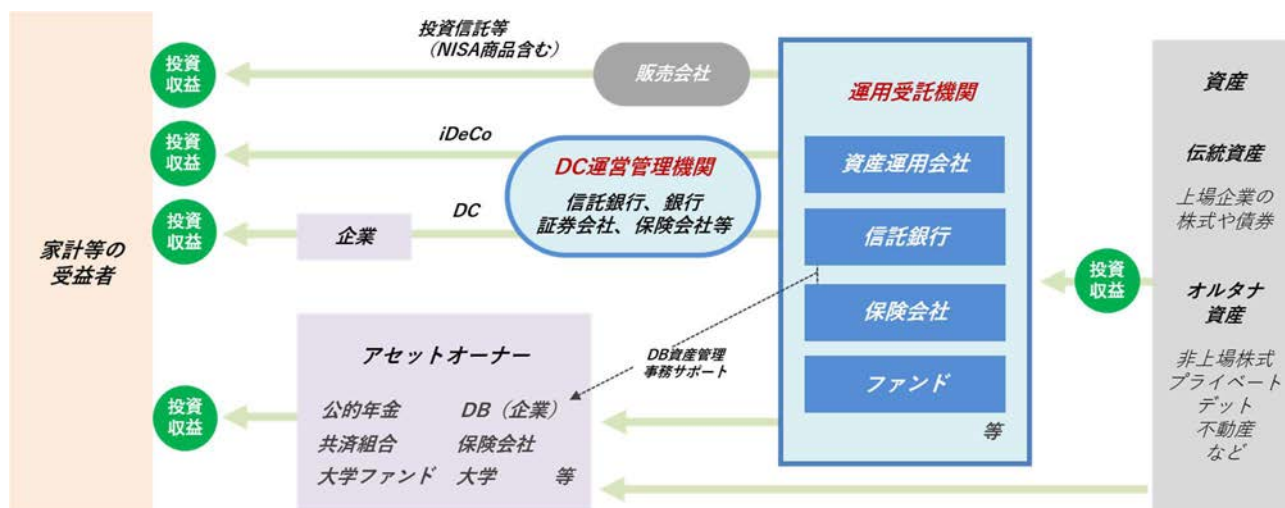
金融機関は、家計やアセットオーナーに様々な資産運用サービスを提供している。例えば、資産運用会社は、組成した投資信託を通じ、家計等の資金の運用を担っている。また、アセットオーナーは金融機関に資産運用を委託することが多く、資産運用会社や信託銀行、生命保険会社（以下、生保）等がその運用を受託し、アセットオーナーを支えている。

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、国民が経済成長の成果を最大限享受できるよう、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。

そして、質の高いサービスを継続的に提供していくためには、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る。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。



3. 「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 2026」について

家計の安定的な資産形成や、アセットオーナーの機能向上、中長期的な企業価値向上を支える資産運用サービスの更なる高度化に向け、2025 事務年度においては、以下についてモニタリングを実施した¹。

① 「資産運用業務・資産管理業務」の高度化

資産運用会社において運用力を向上させていくためには、資産運用会社が運用に専念できる環境を整備していくことが重要である。そのためには、事務処理等は信託銀行や専門会社に集約するなど、関係者間で適切な業務分担を行い、業務の効率化・合理化を進めていく必要がある。また、こうした取組は、信託銀行の業務の高度化にも繋がる。

現状の資産運用業務・資産管理業務については、各社からも、非効率な面が多々ある中、個社での取組では限界があり、業界全体での検討を望む声が多い。このため、今後、関係業界・当局が連携し、あるべき効率化・合理化について検討を行っていくことが重要であり、その基礎材料とするため実態調査を実施した。

¹ 本レポートにおいて、特段の注記がない図表については、調査対象先から提供された情報に基づき、金融庁にて集計・作成したもの。

② 金融グループにおける「機関投資家向けサービス」の高度化

アセットオーナーの機能向上を支える上で機関投資家向けサービスの高度化は重要であるが、資産運用会社、信託銀行、生保などプレイヤーが多様であるなど、必ずしも十分な統計データがあるわけではない。このため、各グループが、自らの立ち位置を把握し、ビジネスモデルの妥当性や課題、解決策を検討する際の参考となるよう、金融グループ連結ベースでの状況を調査した。

③ 資産運用会社における「企業調査」の高度化

④ 資産運用会社における「生成 AI」の利活用

⑤ 運用高度化等に向けた継続的なモニタリング

上記に加えて、資産運用会社による良質な商品組成の源泉となる企業調査の実態や、運用高度化・業務効率化に向けた生成 AI の利活用状況、資産運用の高度化に向けて継続的にモニタリングを行っている事項（プロダクトガバナンスや EMP（Emerging Managers Program）、投資先の企業価値向上）についても、調査を実施した。

⑥ 「企業型 DC・iDeCo」の環境改善

DC は、NISA と並ぶ重要な資産形成ツールであるが、例えば、iDeCo の加入者数は約 400 万と NISA の口座開設者数（2,800 万以上）の 1/7 以下である。また、その差も年々拡大している。金融機関からも、高コスト構造となっている制度の効率化・シンプル化に向けた大胆な改革や、20%前後の加入者等（以下、加入者）が実質的な目減りリスクを有する「元本確保型商品」のみで運用している中、適切な商品選択をサポートするための制度改善を望む意見が多い。政府においても、こうした制度改善を検討していく方針であるが、民間金融機関側での運営面の取組改善も促していくため、持続可能なビジネス構造の確立に向けた取組や加入者の適切な商品選択に向けた取組についてモニタリングを実施した。

⑦ 能力ある多様な「PE ファンド」の成長

企業の事業再構築・再編が活発化し、大型の M&A 案件も増加する中、能力ある多様なプライベート・エクイティファンド（以下、PE ファンド）が成長し、企業のニーズに添えていくことは日本企業・経済の発展にとってプラスであり、金融システムの一翼を担う PE ファンドの成長に向け、官民が連携して取組を進めていくことが重要である。このため、PE ファンドの資金調達上の課題や投資家サイドから見た投資環境の課題について調査した。

各金融機関、業界においては、本レポートの内容を踏まえつつ、サービスの高度化に取り組んでいくことが期待される。金融庁においても、各社の取組状況等を継続的にフォローアップしていく。

1. 「資産運用業務・資産管理業務」の高度化に向けて

家計の資産形成の進展やアセットオーナーの機能向上に伴い、投資家の資産運用は一層拡大・多様化していくことが予想される。受益者の最善の利益を追求する観点から、資産運用会社は運用力向上に、信託銀行は資産管理業務の高度化に取り組んでいくことが資産運用立国の実現に不可欠である。

こうした中、資産運用会社のミドル・バックオフィス業務や信託銀行の資産管理業務の中には、標準化やデジタル化が進んでいないものも多い。特に、①資産運用会社から信託銀行への指図等、②投資信託の計理、③資産運用会社から販売会社やアセットオーナーへの運用報告等（以下、レポートイング）について課題が指摘されている。

関係業界においては、**資産運用会社が運用に専念できる環境を整備していくため、事務処理等は信託銀行や BPO 機関²に集約するなど、関係者間で適切な業務分担を行い、業務の効率化・合理化を進めていく必要がある。**先般策定された「成長投資金融戦略」においては、2027 年度中に一定の整理を行うことを目指すとされており、当局としても関係業界における検討を後押ししていく。なお、検討に際しては、各テーマにおける競争・非競争領域の区分や、グローバルスタンダードの視点にも留意すべきである。また、本件は資産運用会社・信託銀行の大きな業務変革であり、経営陣が全社的な視点でコミットするべきである。

以下では、上記検討の基礎材料として、投資信託や投資一任契約の運用受託残高上位の大手資産運用会社 16 社³及び独立系資産運用会社 6 社⁴、信託銀行・BPO 機関 10 社⁵、システムベンダー 3 社⁶に対する調査等を基に、①指図等、②計理、③レポートイングの効率化・合理化に向けた現状や課題を整理するとともに、各社から聞かれた目指すべき姿について紹介している。

² 資産運用会社から事務の委託（BPO：Business Process Outsourcing）を受ける会社。業界においては、運用資産の信託（受託）と区別する観点から、事務受任会社などと呼ばれている。

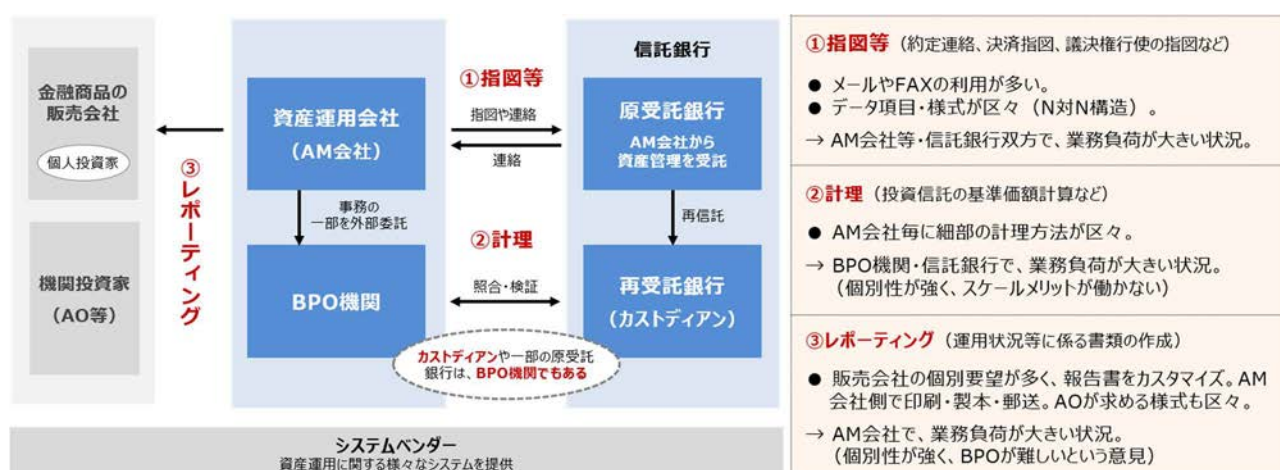
³ アセットマネジメント One、アモーヴァ・アセットマネジメント、インベスコ・アセット・マネジメント、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント、JP モルガン・アセット・マネジメント、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、大和アセットマネジメント、東京海上アセットマネジメント、ニッセイアセットマネジメント、野村アセットマネジメント、PGIM ジャパン、ブラックロック・ジャパン、三井住友 DS アセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱 UFJ アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント。

⁴ 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、運用受託残高上位 7 社に含まれる 6 社。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、ペイビュー・アセット・マネジメント、レオス・キャピタルワークス（自社グループのみの運用である 1 社を除く）。

⁵ NRI プロセスイノベーション、ステート・ストリート信託銀行、日本カストディ銀行、日本マスタートラスト信託銀行、ニューヨークメロン信託銀行、野村信託銀行、みずほ信託銀行、三井住友信託銀行、三菱 UFJ 信託銀行、りそな銀行。

⁶ エクسسネット、大和総研、野村総合研究所。

■ 図表 1-1：資産運用業務・資産管理業務の現状⁷



1-1 指図等の効率化・合理化

資産運用会社と信託銀行は、それぞれミドル・バックオフィス業務と資産管理業務を行う上で、様々な情報を授受している。例えば、資産運用会社は、証券会社との取引後、信託銀行に対して約定連絡・決済指図を行う。また、計理を行うための時価情報等の連絡や信託銀行が議決権を行使するための指図を行う。他方で、信託銀行は、資産運用会社に対して運用資産に係る利金や配当金等の情報の連絡を行う。

こうした資産運用会社と信託銀行との間の指図等には、以下のような課題が存在し、そのため、EUC⁸やマニュアル（手作業等）による対応が多く、業務負荷が大きい状況となっている。

- ・ 指図等の手段としては、ほふり・Swift・システムベンダー等が提供するシステムといったSTP⁹ツールが存在しているが、その利用が進んでおらず、メールやFAXによる指図等が多い。

なお、資産運用会社が指図等をBPOしている場合には、資産運用会社はBPO機関に対して指図等を行い、BPO機関が信託銀行に対して指図等を行うが、資産運用会社とBPO機関との間及びBPO機関と信託銀行との間の指図等についても、同様にSTPツールの利用が進んでいない。

- ・ メールやFAXによる指図等の場合、指図等のデータ項目・様式が、当事者間の関係性等により個別に決定される場合が多く、区々である¹⁰。

具体的には、信託銀行の指定様式が使用される場合、（複数の信託銀行を利用する）資産運用会社やBPO機関は信託銀行毎に異なる様式で指図等を授受し、逆に、資産運用会社の指定様式が使用される場合、BPO機関や信託銀行は資産運用会社毎に異なる様式で指図等を授受している。

⁷ 本章の図表では、資産運用会社をAM会社、アセットオーナーをAOと記載。

⁸ End User Computingの略であり、基幹システム外に従業員が独自に作成・利用するツール（Excelのマクロなど）を指す。

⁹ Straight-Through Processingの略であり、標準化されたメッセージ・フォーマットによりシステム間を自動的に連動させることによって、人手を介さずに一連の作業をシームレスに行うことを指す。

¹⁰ 2023年に、投資信託協会（現：資産運用業協会）が信託協会の協力の下、2024年の東京証券取引所の市場取引の取引時間延伸に伴い、投資信託における各種取引や基準価額計算事務に関連する後続業務への影響を極力軽微に抑えるため、協会会員向けに指図書の様式を提示している。他方で、当該様式は業務効率化を検討するにあたっての参考とされており、今回調査対象としている資産運用会社において使用している社は非常に少ない。

- ・ STP ツールを利用する場合でも、データ項目が不足している場合や、資産運用会社間で定義が異なる場合があり、メールを併用して指図等を補完することもある。

■ 図表 1-2：調査対象のカストディアン3行¹¹が受ける指図等の STP 化の現状例¹²

AM会社・BPO機関→信託銀行		投資信託		投資顧問	
		利用率	全体件数	利用率	全体件数
約定 連絡 ・ 決済 指 図	国内証券	75%	348,191	99%	227,935
	外国証券	64%	162,788	99%	116,146
	国内籍投信	31%	4,696	0%	1,406
	外国籍投信	16%	3,483	0%	2,692
	国内先物/上場オプション	59%	10,263	31%	4,025
	外国先物/上場オプション	40%	35,553	55%	8,995
	外国為替	46%	67,213	77%	37,614
国内企業の議決権行使の指図		0%	1,181	0%	562
海外企業の議決権行使の指図		29%	2,296	64%	1,973
国内証券等の時価情報の連絡		0%	143,305	0%	195
外国証券等の時価情報の連絡		45%	2,352,785	0%	1,443

関係者からは、個社での取組には限界があり、指図等の効率化・合理化に向け、業界全体の取組を進めることが必要との意見が多い。

具体的には、指図等についての目指すべき姿として、多くの社から、指図等を STP 化するとともに、データ項目・様式の標準化を行っていくべき¹³であり、これは、資産運用会社・信託銀行双方の業務効率化や処理スピードの向上、基準価額計算の誤りのリスク軽減に資するとの意見が聞かれた。さらに、一部の社からは、個別の効率化・合理化ではなく、資産運用会社・信託銀行等におけるデータ連携可能な共通のシステム・ポータル構築等により、指図等の在り方そのものを見直していくべきとの意見も聞かれた。なお、検討に際しての課題としては、以下が挙げられた。

- ・ 対応コストを上回る効果（業務効率化や費用削減¹⁴）が重要。
- ・ 計理処理の中に日本独特なものがあり、それに必要なデータを授受するため、STP ツールが使えない、又はメールで補完する場合がある。「計理の効率化・合理化」（後述）の議論と連携して検討していく必要。
- ・ 指図等の種類によっては、STP ツールが対応していないものもある。

■ 図表 1-3：指図等の効率化・合理化の重要性の各社認識（回答社数）

	AM 会社	BPO 機関	信託銀行	システムベンダー	総数
重要	21	5	7	3	36
どちらとも言えない	1	0	0	0	1

¹¹ 日本カストディ銀行、日本マスタートラスト信託銀行、野村信託銀行。

¹² 各指図等の全体件数と STP ツールの利用率。2025 年 11 月の 1 か月の値。一つの取引で STP ツールとメール等を併用する場合は、STP ツールを利用しているものとして集計。よって、STP ツールで完結する比率は更に低くなっている。なお、STP ツールが利用されている場合であっても、一部の STP ツールについて信託銀行のシステムとの接続が困難であることや指図等の内容が不十分であるなどの理由により、信託銀行が EUC やマニュアルによりデータをシステムに取り込んでいる場合もある。

¹³ 一部の資産運用会社からは、指図等の標準化の推進主体は信託銀行が適当であり、信託銀行間で意見を集約して指図等が標準化されれば、信託銀行共通のデータ項目・様式でデータ授受が可能となり、資産運用会社にとってもメリットがあるとの意見があった。

¹⁴ 取引が少ない類型は、メール等の方が合理的な場合もあるとの意見もあった。

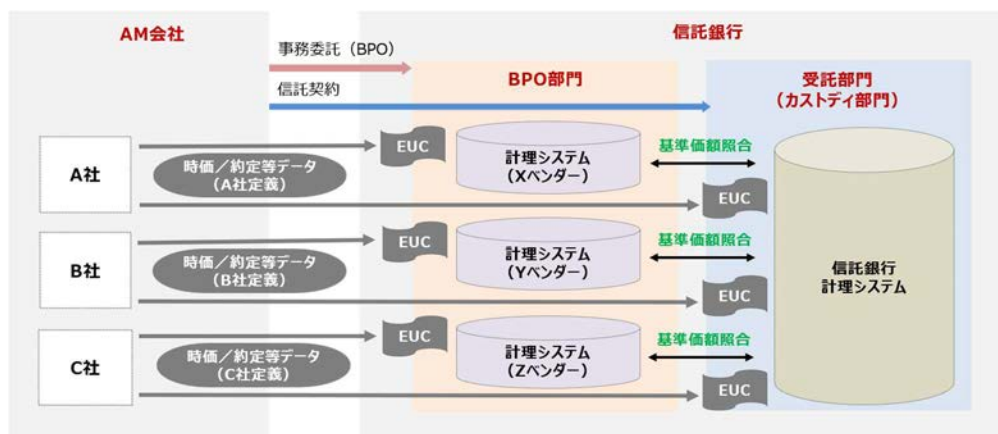
1-2 計理の効率化・合理化

投資信託の計理業務には、設定や解約・資金繰り・約定計上・権利（配当金・利金・償還金・コーポレートアクション）等に関する処理、時価評価、基準価額計算¹⁵等がある。調査対象の資産運用会社 22 社のうち、19 社はほぼ全ての計理業務を BPO しており、3 社は全ての業務を自社で実施している。

投資信託の計理については、資産運用業協会規則で定められていない細部等の事項は各資産運用会社の判断となり、例えば、個々の金融商品の時価及び基準価額計算における小数点以下の有効桁数や、上場商品以外の時価計算方法、配当金や利金等の計上タイミング、為替等の計理処理方法等について、各社固有の方法で行われている^{16、17}。このため、BPO 機関や信託銀行は、多くの EUC やマニュアルにより個別に対応するなど業務負荷が大きく、資産運用会社毎に対応部署を設置して業務を行っている社も存在する。

加えて、欧米では、専門のアドミニストレーター 1 社が基準価額を計算している一方、日本では、資産運用会社又は委託を受けた BPO 機関と信託銀行が二重で基準価額を計算し、照合している。

■ 図表 1-4：計理業務（基準価額計算）の概要¹⁸



このテーマについても、関係者の多くからは、個社での取組には限界があり、業界全体で計理の効率化・合理化を検討していくことが必要との意見が多い。具体的には、計理についての目指すべき姿として、多くの社からは以下のような意見が聞かれた。

- ・ 運用と事務の分離に向け、計理の標準化や役割分担の見直しにより、基準価額の一者計算に

¹⁵ 投資信託では、投資対象の金融商品毎の時価を日次で評価し、ファンドの基準価額を計算している。具体的には、日々の設定・解約処理や、ファンド資産の売買と実現損益（配当・利息、売買損益）、未実現損益（時価変動）、各種費用（運用報酬、カストディ費用、販売費用等）、税を認識・計上し、日次でファンド全体の純資産額とそれを口数で割った基準価額を計算。

¹⁶ 資産運用業協会規則で細部が定められていない事項については、関係者間で、会計基準・慣行や業界における類似の事例等を確認するほか、必要に応じて監査法人や協会にも確認した上で、資産運用会社の社内規則等を踏まえ、資産運用会社の最終的な判断の下で計理を実施。また、関係者が利用するシステムについても、協会規則で定められていない細部等の事項（計算式や端数処理等）はシステムベンダー間で異なっているほか、資産運用会社毎の計理方法に基づきカスタマイズされている場合もあるとの指摘がある。

¹⁷ 2024年に、投資信託の基準価額計算に関する業務の効率化の一環として、投資信託協会（現：資産運用業協会）が信託協会の協力の下、各計理処理の推奨一覧を作成し、協会会員向けに提示している。これは、新規に業務を開始する資産運用会社が新たに業務を構築する場合や既存の資産運用会社において社内の事務やシステム等の見直しを行う場合などにおける参考とされており、直ちに当該方法で業務を行う体制へ変更することを求めるものではないとされている。

¹⁸ 資産運用会社が計理業務を信託銀行に BPO しているケース。

移行¹⁹、又は計理の BPO を拡大していきたい。

- ・ 資産運用会社にとって計理は非競争領域であり、計理の BPO や標準化によって運用に専念することができ、新たな運用商品のタイムリーな組成等、投資家に更なる付加価値を提供することに資する。
- ・ オルタナティブ資産など運用商品の多様化が進む中、信託銀行や BPO 機関において、資産運用会社毎に計理方法が異なることで業務負荷が大きくなっており、取組が急務。計理の標準化は、業界全体の業務効率化やコスト削減のほか、基準価額計算の正確性向上や新たな運用商品の組成等のサービス強化に資する。

なお、検討に際しての課題としては、以下が挙げられた。

- ・ 費用対効果や基準価額の一者計算における算出責任・コスト分担等について、関係者間の合意形成が必要。
- ・ 複数の信託銀行に資産管理を委託する資産運用会社も多い。一部の信託銀行との間で一者計算に移行しても業務が複雑化してコスト増となり得る。また、信託銀行毎に計理方法等が異なり、信託銀行間での標準化も必要。このため、業界全体での計理の標準化や関係者間の円滑なデータ連携を可能とするシステム改修等が必要。
- ・ 資産運用サービスに関する他のシステムの切替え（ベンダー変更）に際し、多額の移行費用が移行前ベンダーから請求される例もある中、上記検討にあたっては、特定ベンダーへの過度な依存やベンダーロックインが生じないよう留意が必要。

■ 図表 1-5：計理の効率化・合理化の重要性の各社認識（回答社数）

	AM 会社	BPO 機関	信託銀行	システムベンダー	総数
重要	20	4	7	2	33
どちらとも言えない	2	1	0	1	4

■ 図表 1-6：基準価額の一者計算の取組方針（回答社数）

	AM 会社	BPO 機関	信託銀行	システムベンダー	総数
取り組みたい	15	4	7	3	29
どちらとも言えない	7	1	0	0	8

¹⁹ 一部の資産運用会社からは、基準価額の一者計算への移行のメリットは資産運用会社毎に異なるため、一者計算に移行するか否かは各社の判断に依るべきとの意見があった。

1-3 レポートニングの効率化・合理化

資産運用会社が販売会社やアセットオーナーに行う一部のレポートニングでは、販売会社やアセットオーナーからの多様な個別要望が積み重なり、資産運用会社は多くの EUC やマニュアルにより販売会社やアセットオーナー毎にカスタマイズして対応しており²⁰、個別性から、BPO の活用も困難との意見がある。

■ 図表 1-7：レポートニングの個別対応・課題認識（回答社数）²¹

	レポートの種類	販売会社やAOの要望により 個別対応を行っている	うち課題を認識	特定の販売会社やAOのために個別対応している例 (同一のファンドであっても複数の資料作成等を行っている例)
投資 信託	交付目論見書	14	9	● 販売会社が指定する補充書面を作成し、添付。
	月報	15	10	● 富裕層向け資料のみフォーマットを変更。販売会社のロゴを掲載した販売会社専用の仕様で作成。
	販売用資料	15	13	● 販売会社のロゴを掲載した販売会社専用の仕様で作成。内容もカスタマイズ。
	BISレポート	19	14	● 自己資本比率を計算する金融機関毎に指定される異なるフォーマット・項目に対応。
投資 顧問	運用報告書	14	9	● 公的年金・企業年金等の顧客毎の独自フォーマット・定義に合わせ、データを加工。 レイアウト(罫線、フォント、色彩など)も変更。
	週報・月報	18	14	

レポートニングについては、他社との差別化に繋がる競争領域もあり標準化が難しいとの指摘がある一方、目指すべき姿として、多くの関係者からは、非競争領域を中心に標準化を進めること、現状、投資信託の目論見書や月報（月次運用報告）、販売用資料等については資産運用会社が冊子を製本・印刷して販売会社に届けている中、レポートニング資料のデジタル提供等を進めることが効率化・合理化の観点から重要との指摘がある。

なお、検討に際しての課題としては、レポートニングの標準化について販売会社やアセットオーナーを含めた関係者間の合意形成が必要であるほか、競争領域と非競争領域（定型的な情報提供等）を区別する必要があるといった意見が聞かれた。

■ 図表 1-8：レポートニングの効率化・合理化の重要性の各社認識（回答社数）

	AM 会社	BPO 機関	システムベンダー	総数
重要	15	3	2	20
どちらとも言えない	7	2	1	10

²⁰ 現状、投資信託の目論見書や月報、販売用資料等については、資産運用会社が冊子を製本・印刷して、販売会社に届けている。

²¹ 調査対象の資産運用会社 22 社のうち、各レポートを作成している 21 社からの回答。BIS レポートとは、自己資本比率規制が適用されている銀行等の顧客に対し、自己資本比率の算出に必要なデータ等を提供するためのレポート。

2. 金融グループにおける「機関投資家向けサービス」の高度化に向けて

機関投資家向けサービスの高度化は、アセットオーナーの機能向上を支える上で重要である。また、機関投資家が厳しい目で運用機関を見極め、運用機関がそれに応えるべく取り組む中で培われる運用力は、機関投資家向けのみならず個人投資家向けサービスの高度化にも繋がる。

こうした中、機関投資家向けサービスは、資産運用会社（投資一任契約や私募投信）、信託銀行（信託契約等）、生保（保険契約）などプレイヤーが多様であり、また、信託銀行や生保で受託した運用をグループの資産運用会社に再委託する内部取引も存在している。こうした背景により、必ずしも十分な統計データが一般にあるわけではないため、今般、金融グループ連結ベースでの機関投資家向けサービスの状況を調査した。

各グループの経営戦略や強みは区々であり、機関投資家向け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た取組に唯一解があるわけでもない。各グループにおいては、レポートで示す業界全体・自社・他社の様々なデータ等も参考に、自らの立ち位置等を把握した上で、ビジネスモデルの妥当性、他社との差別化、更なる成長に向けた課題、解決策等について検討していくことが期待される。

今回調査対象とした大手 20 社²²（日系大手金融グループ 11 社²³、外資系大手 9 社²⁴）における資産運用サービス全体の運用受託残高（2025/3 末）は合計 833 兆円、営業収益（2025/3 期）は合計 1.1 兆円であるが、このうち運用受託残高の約 65%、営業収益の約 47%が機関投資家向けサービスとなっている。なお、本章では、業務態様が近い会社との横比較に資するよう、以下の 4 つに類型化し、分析を行っている。

- ① 信託銀行と資産運用会社を有する日系金融グループ²⁵（4 グループ）
- ② 生保と資産運用会社を有する日系金融グループ（2 グループ）
- ③ その他預取・証券・損保系の資産運用会社を有する日系金融グループ（5 グループ）
- ④ 外資系資産運用会社（9 社）

²² 日本投資顧問業協会（現：資産運用業協会）、投資信託協会（現：資産運用業協会）、信託協会、生命保険協会等の各種統計資料を基に 2024/3 末時点の投資運用・投資助言（法人向け）、私募投信、年金信託等、団体年金保険に関する運用受託残高を金融グループ毎に合算した上位 20 社（日系大手金融グループ 11 社、外資系大手資産運用会社 9 社）を調査対象社として選定。20 社合計で 8 割程度を占める。本章では、選定した 20 社から提供された 2025/3 期等の値に基づき分析。具体的には、日系は資産運用会社・信託銀行・生保を含めた主要なグループ会社（持分法適用会社は除外。連結子会社を含む。）の法人向けサービスに係るデータを合算した金融グループ連結ベースとし、内部取引による重複は排し委託元のみ計上。なお、アセットマネジメント One はみずほフィナンシャルグループと第一生命ホールディングス（現：第一ライフグループ）の経済的持分比率を勘案し、みずほフィナンシャルグループの主要グループ会社とした。外資系は日本法人における国内機関投資家向けサービスに係るデータのみ計上。なお、外資系数数社において、全て又は一部の数値が 2024/12 末、2024/12 期のものであるが、便宜上 2025/3 末、2025/3 期の数値として扱う。

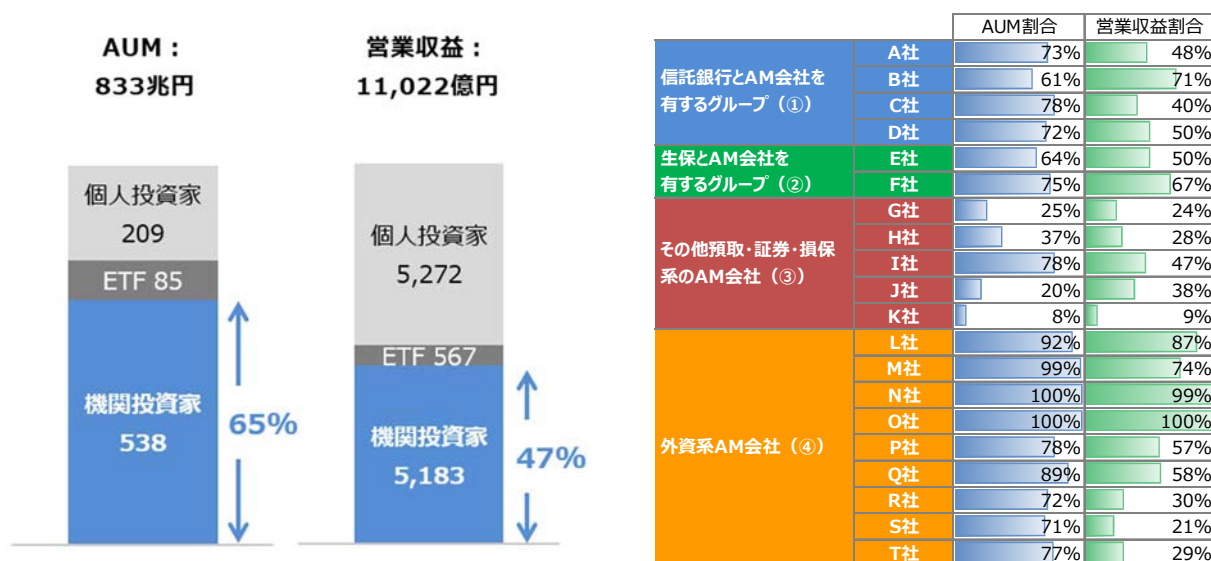
²³ みずほフィナンシャルグループ（みずほ信託銀行、アセットマネジメント One）、三井住友トラストグループ（三井住友信託銀行、三井住友トラスト・アセットマネジメント、アモーヴァ・アセットマネジメント）、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ（三菱 UFJ 信託銀行、三菱 UFJ アセットマネジメント）、りそなホールディングス（りそな銀行、りそなアセットマネジメント）、日本生命グループ（日本生命、ニッセイアセットマネジメント、他 4 社）、明治安田生命グループ（明治安田生命、明治安田アセットマネジメント）、大和証券グループ（大和アセットマネジメント、他 1 社）、東京海上ホールディングス（東京海上アセットマネジメント）、農林中央金庫グループ（農林中金全連アセットマネジメント、他 3 社）、野村ホールディングス（野村アセットマネジメント）、三井住友フィナンシャルグループ（三井住友 DS アセットマネジメント）。

²⁴ アムンディ・ジャパン、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、ビムコジャパンリミテッド、ブラックロック・ジャパン、リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン。

²⁵ 日系金融グループのうち、信託銀行と資産運用会社を有するものの、資産運用会社の営業収益がグループ内の過半を占める場合は③とした。

■ 図表 2 - 1 : 大手 20 社の運用受託残高 (2025/3 末)・営業収益 (2025/3 期) (左)

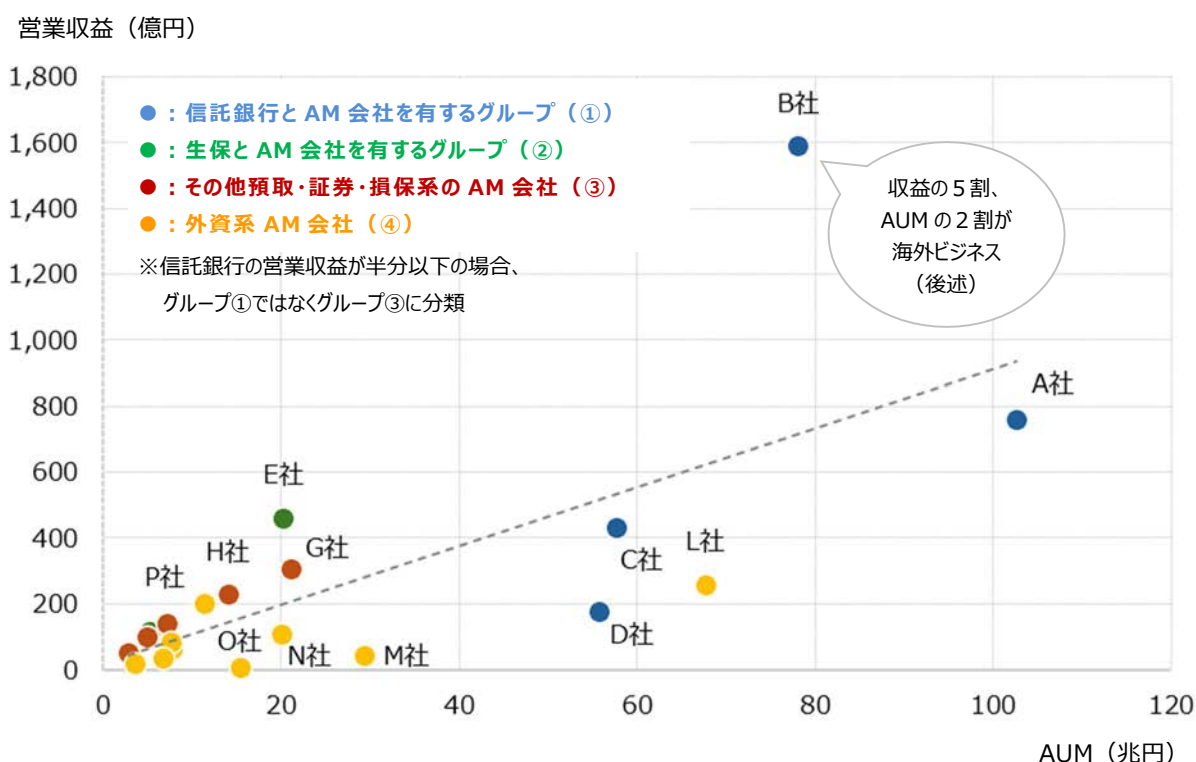
機関投資家向けサービスが各社の運用受託残高・営業収益全体に占める割合²⁶ (右)



※ AUM : 運用受託残高

AM 会社 : 資産運用会社 (以降の図表において同様)

■ 図表 2 - 2 : 大手 20 社の機関投資家向けの運用受託残高 (2025/3 末)・営業収益 (2025/3 期)



²⁶ 一部の社のETFの運用受託残高は株式会社QUICKのデータに基づき金融庁作成。

2-1 国内機関投資家向けサービスの概観

2-1-1 投資家属性別の分析

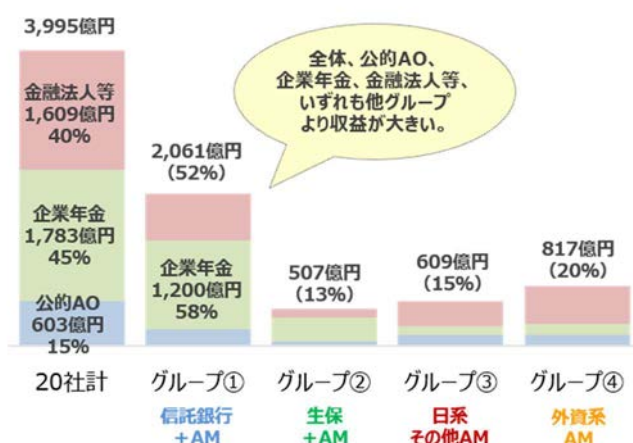
大手 20 社の営業収益を、「公的アセットオーナー」、「企業年金²⁷」、「金融法人等²⁸」という 3 つの投資家属性に分類すると、「企業年金」と「金融法人等」から得る収益が合計で 85%と大宗を占めている。類型毎にみると、信託銀行や生保を有するグループでは「企業年金」が収益の 6 割、その他の国内金融グループや外資系では「金融法人等」が収益の 6 割を占めている。

手数料率²⁹（営業収益／運用受託残高）をみると、公的アセットオーナーが 0.02%、企業年金が 0.27%、金融法人等が 0.12%となっている。公的アセットオーナーからの受託は、アクティブ運用よりも料率が低いパッシブ運用の比率が高いこと、受託残高の規模や受託による自社のプレゼンス向上効果を踏まえたディスカウント等により、手数料率が相対的に低く、運用受託残高の大きさに比して収益に占める割合は大きくない。ただし、多くの社からは、プレゼンス向上効果を踏まえ、今後とも積極的に受託獲得に取り組みたいとの意見が聞かれた。また、近年、公的アセットオーナーにおいて成功報酬体系の導入も徐々に増えてきている（20 社のうち 14 社において、公的アセットオーナーから成功報酬体系の伝統的資産アクティブ運用を受託）。

■ 図表 2-3：大手 20 社の投資家属性別の営業収益（国内機関投資家向け）

		営業収益（億円）			営業収益割合		
		公的 AO	企業 年金	金融 法人等	公的 AO	企業 年金	金融 法人等
20社		603	1,783	1,609	15%	45%	40%
日系	グループ①（4グループ）	226	1,200	635	11%	58%	31%
	グループ②（2グループ）	69	319	118	14%	63%	23%
	グループ③（5グループ）	160	110	339	26%	18%	56%
外資系	グループ④（9社）	148	153	517	18%	19%	63%

※ 公的 AO：公的アセットオーナー（以降の図表において同様）



²⁷ 確定給付企業年金（DB）のみ。

²⁸ 金融法人の他に、事業法人、財団・社団法人、学校、宗教法人等が含まれる。

²⁹ 平均残高を分母とする運用受託報酬率と異なる点に留意。今回は、データ制約上、平均残高ではなく期末残高を使用。

■ 図表 2-4：大手 20 社の投資家属性・アセットクラス別の運用受託残高・営業収益（国内機関投資家向け）^{30、31、32、33}

資産・投資戦略			AUM（兆円）							営業収益（億円）						
			公的AO		企業年金		金融法人等		合計	公的AO		企業年金		金融法人等		合計
国内	株式	アクティブ	8	3%	3	4%	4	3%	15	105	17%	122	7%	124	8%	352
		パッシブ	71	24%	3	4%	6	5%	80	29	5%	48	3%	32	2%	109
	債券	アクティブ	12	4%	7	10%	17	13%	36	69	12%	155	9%	65	4%	289
		パッシブ	39	13%	5	7%	4	3%	48	14	2%	64	4%	25	2%	103
	オルタナ		0	0%	1	2%	3	2%	4	9	2%	44	2%	115	7%	169
外国	株式	アクティブ	10	3%	3	5%	5	3%	18	172	29%	129	7%	204	13%	506
		パッシブ	71	23%	6	9%	4	3%	80	41	7%	92	5%	28	2%	160
	債券	アクティブ	4	1%	5	7%	53	39%	62	59	10%	143	8%	296	18%	499
		パッシブ	78	26%	7	10%	9	6%	93	27	4%	94	5%	59	4%	180
	オルタナ		6	2%	8	12%	18	13%	32	58	10%	398	22%	404	25%	860
マルチアセット・一般勘定			1	0%	16	24%	9	7%	25	11	2%	464	26%	156	10%	631
その他			1	0%	4	6%	4	3%	10	8	1%	30	2%	98	6%	137
合計			303	100%	65	100%	136	100%	504	603	100%	1,783	100%	1,609	100%	3,995
パッシブ			259	86%	19	30%	23	17%	301	110	18%	297	17%	144	9%	552
アクティブ			42	14%	26	40%	100	74%	168	474	79%	991	56%	1,210	75%	2,675
マルチアセット・一般勘定等			2	1%	19	30%	13	10%	35	19	3%	494	28%	254	16%	768

手数料率（営業収益/AUM）		
公的AO	企業年金	金融法人等
0.02%	0.27%	0.12%

2-1-2 アセットクラス別の分析

大手 20 社の営業収益をアセットクラス別にみると、各グループが得意とするアセットクラスは区々である。各グループの特徴は以下のとおりである。

【グループ①】 信託銀行と資産運用会社を有する日系金融グループ 4 社

：11 分野のうち 8 分野でシェアが最も高い。幅広い分野で受託・収益化している。

【グループ②】 生保と資産運用会社を有する日系金融グループ 2 社

：（一定の利回りを保証し、状況に応じて配当を出す）生保一般勘定が広く企業年金で活用されており、運用受託残高・収益の約半数を占める。

【グループ③】 その他預取・証券・損保系の資産運用会社を有する日系金融グループ 5 社

：パッシブの受託割合は小さく、アクティブ（特に内外株式）・内外オルタナ中心に受託・収益化している。

【グループ④】 外資系資産運用会社 9 社

：外国債券アクティブのシェアが最も高い。国内金利環境を踏まえ、金融法人のニーズが強い中、グローバルな運用体制により受託・収益化している。なお、外国株式・外国債券パッシブ、

³⁰ あくまでも大手 20 社の受託分についてのデータであり、公的アセットオーナーや企業年金等のポートフォリオの大部分を占めると考えられるが、全体ではないことに留意。

³¹ 営業収益について、金融法人等の「その他」には、一部の外資系における移転価格収益（グループ間の利益配分）が含まれる。

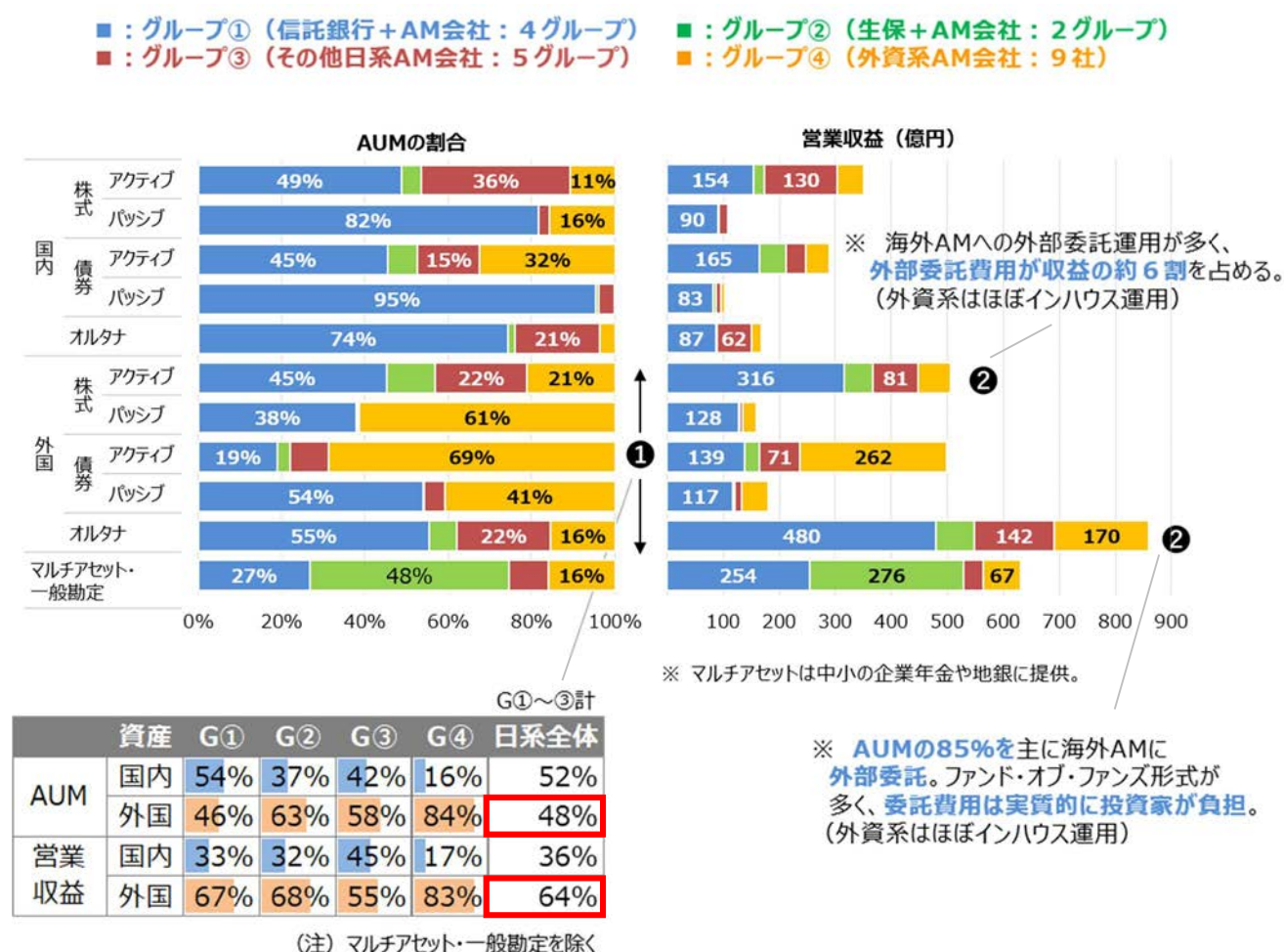
³² 大手 20 社の中には、企業年金等から一つの契約において複数の運用商品を受託し、契約単位毎に包括して報酬を受領することもあり、アセットクラス毎の営業収益が推計値となっている社もある。

³³ 本章では、オルタナティブをオルタナと記載。

国内債券アクティブのシェアも高いが、手数料率が低い公的アセットオーナーからの受託が多く、収益面での貢献は運用受託残高に比して小さい。

また、内外資産の別に着目すると、日系大手金融グループ 11 社の機関投資家向けサービスにおける運用受託残高の約 5 割、営業収益の約 6 割は、外国資産の運用に関するものとなっている。収益の柱は外国オルタナと外国株式アクティブであるが、いずれも主に海外資産運用会社への外部委託運用が中心である。国内資産の運用力向上とともに、外国資産の運用に関する中期的な方針（インハウス運用と外部委託運用の使い分け等）をどう描くかが経営戦略上の重要なポイントとなっている。

■ 図表 2-5：大手 20 社のアセットクラス別のシェア（国内機関投資家向け）



2-2 海外機関投資家向けサービスの概観

日系大手金融グループ 11 社において、国内機関投資家からの運用受託残高は過去 3 年間で約 55 兆円増加している。他方で、その増加要因をみると、時価変動等（約 45 兆円）が主であり、資金流入は約 9 兆円となっている。資金流入の内訳をみると、収益の中心である企業年金からの資金流入は微増に留まり、公的アセットオーナーからの資金流入が主であるが、これは外国株式等の時価上昇に伴う公的アセットオーナー側のリバランスの影響が大きいと考えられる。給付超の DB の増加や企業型 DC への移行、公的年金の積立金活用に影響を与える人口動態等の状況次第では、国内機関投資家からの資金流入自体は大きく増えない可能性もある。

こうした中、海外機関投資家向けサービスを強化している社もあり、中には、機関投資家向けの営業収益に占める海外機関投資家の割合が 50%以上の社も存在している。他方で、5%未満の社も半数以上あり、各社の状況は様々であるが、海外機関投資家からの営業収益の割合が相対的に高い社では、以下の取組がみられる（組み合わせもあり）。

- ① 海外の資産運用会社を買収し、海外顧客基盤と外国資産（株式・債券・オルタナ）の運用機能を獲得することで、海外ビジネスを拡張。
- ② 自社の海外拠点網を活かし、国内チームで組成した国内資産商品や海外拠点チーム（現地採用）で組成した外国資産商品を海外拠点を通じて海外顧客に展開。

日系大手金融グループにおいては、自社のビジネスモデルにおける海外ビジネスの位置付けを明確化した上で、海外ビジネスの強化を志向する社は、こうした取組を通じて、運用力・収益力の向上を図っていくことが期待される³⁴。

■ 図表 2-6：日系大手金融グループ 11 社の過去 3 年間の運用受託残高の増減要因（国内機関投資家向け）

単位：兆円		AUM
22/3末（Ⅰ）		280
25/3末（Ⅱ）		335
増減額（Ⅱ－Ⅰ）		+55
	資金流入	+9
	公的AO	+10
	企業年金	+1
	金融法人等	▲2
	うち学校	+0.1
	時価変動等	+45
	公的AO	+42
	企業年金	+0.3
	金融法人等	+3
	うち学校	+0.02

³⁴ なお、「成長投資金融戦略」に基づき、銀行等による機動的な海外資産運用会社の買収を可能とするため、銀行等が資産運用業と一般業務を兼営する外国会社を保有可能とする制度改革を行う方針。

■ 図表 2 - 7 : 日系大手金融グループ 11 社の機関投資家向けの運用受託残高 (2025/3 末)・営業収益 (2025/3 期) に占める海外機関投資家の割合 (左) ³⁵

■ 図表 2 - 8 : 日系大手金融グループ 11 社の海外機関投資家向けのアセットクラス別の運用受託残高 (2025/3 末)・営業収益 (2025/3 期) (右)

	AUM	営業収益
① A社	7%	8%
B社	19%	52%
C社	3%	3%
D社	0%	0%
① E社	13%	15%
F社	—	—
② G社	30%	54%
H社	14%	20%
I社	3%	2%
J社	3%	4%
K社	0%	1%
平均	9%	27%

投資対象 地域	資産・投資戦略	AUM (兆円)		営業収益 (億円)	
国内	株式 アクティブ	5	15%	119	10%
	株式 パッシブ	2	6%	3	0%
	債券 アクティブ	—	—	—	—
	債券 パッシブ	—	—	—	—
	オルタナ	0	0%	1	0%
外国	株式 アクティブ	9	27%	471	40%
	株式 パッシブ	5	15%	12	1%
	債券 アクティブ	7	21%	116	10%
	債券 パッシブ	0	1%	5	0%
	オルタナ	5	14%	450	38%
マルチアセット・一般勘定等		1	2%	10	1%
合計		35	100%	1,188	100%

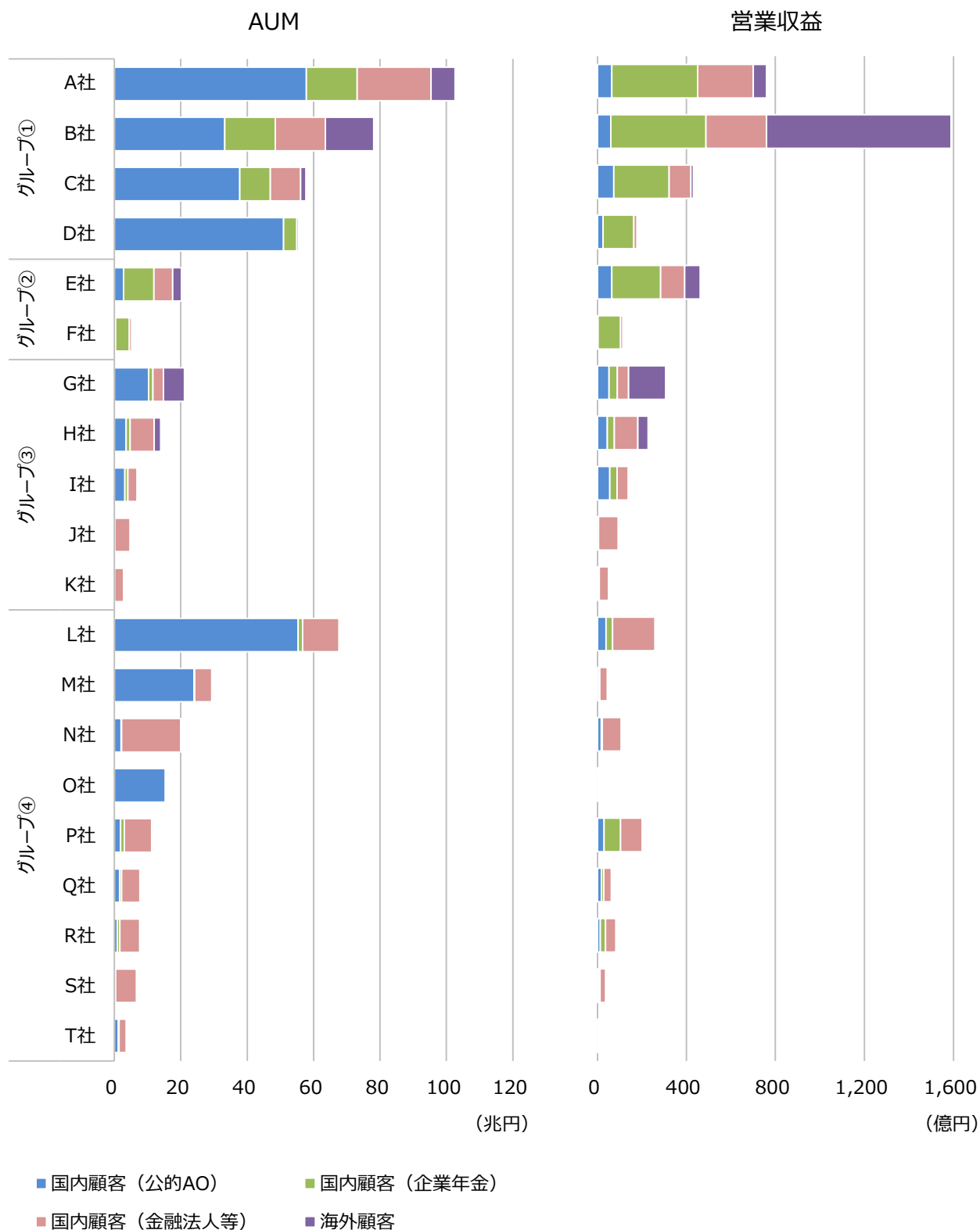
³⁵ 表の「—」は、運用受託残高・営業収益がないことを指す (図表 2 - 8 についても同様)。

【その他参考資料】

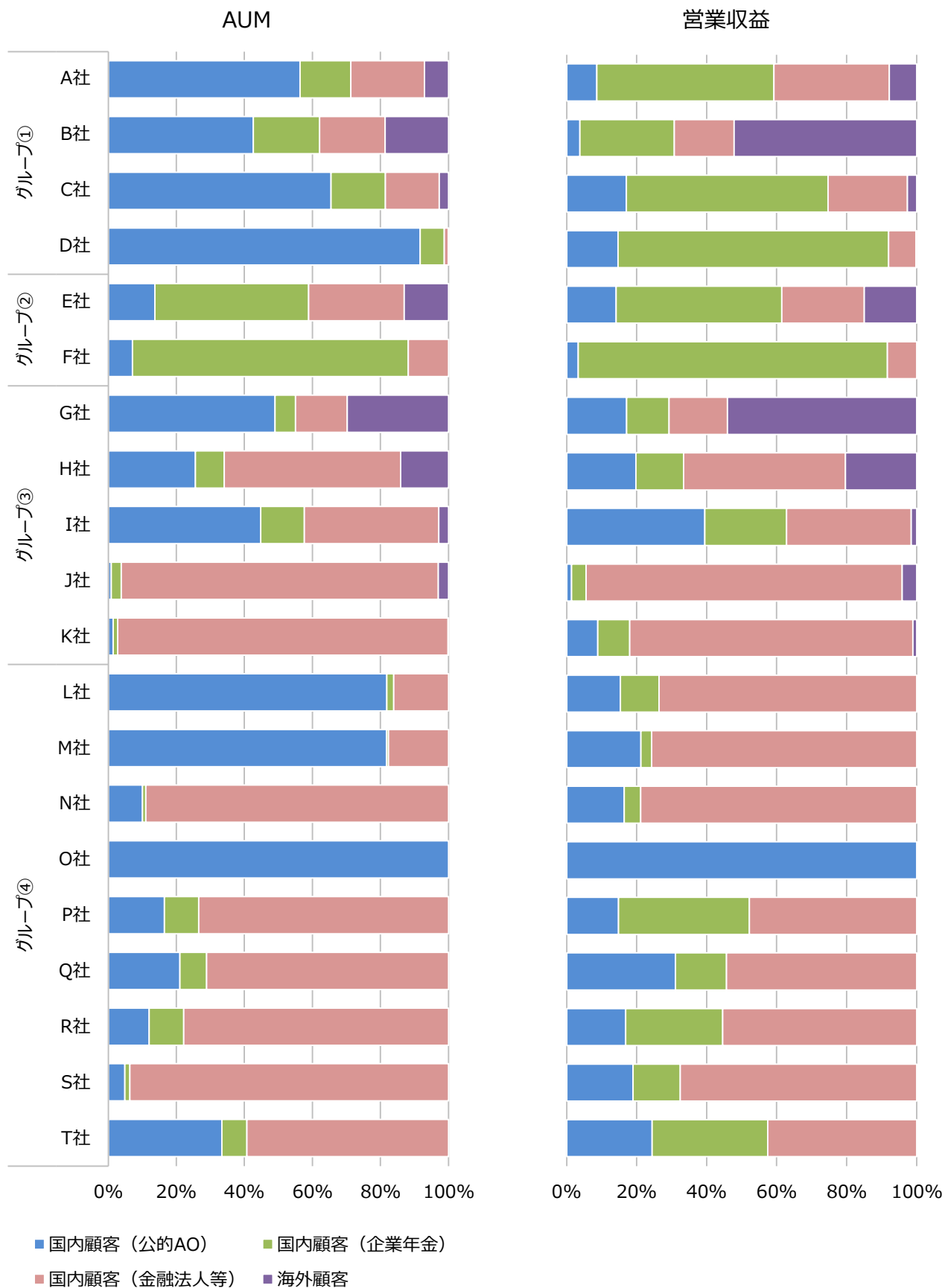
- ・グループ①：信託銀行と資産運用会社を有する日系金融グループ（4グループ）
- ・グループ②：生保と資産運用会社を有する日系金融グループ（2グループ）
- ・グループ③：その他預取・証券・損保系の資産運用会社を有する日系金融グループ（5グループ）
- ・グループ④：外資系資産運用会社（9社）

■ 図表2-9：大手20社の機関投資家向けの運用受託残高（2025/3末）・営業収益（2025/3期）（投資家属性別）

【金額グラフ】

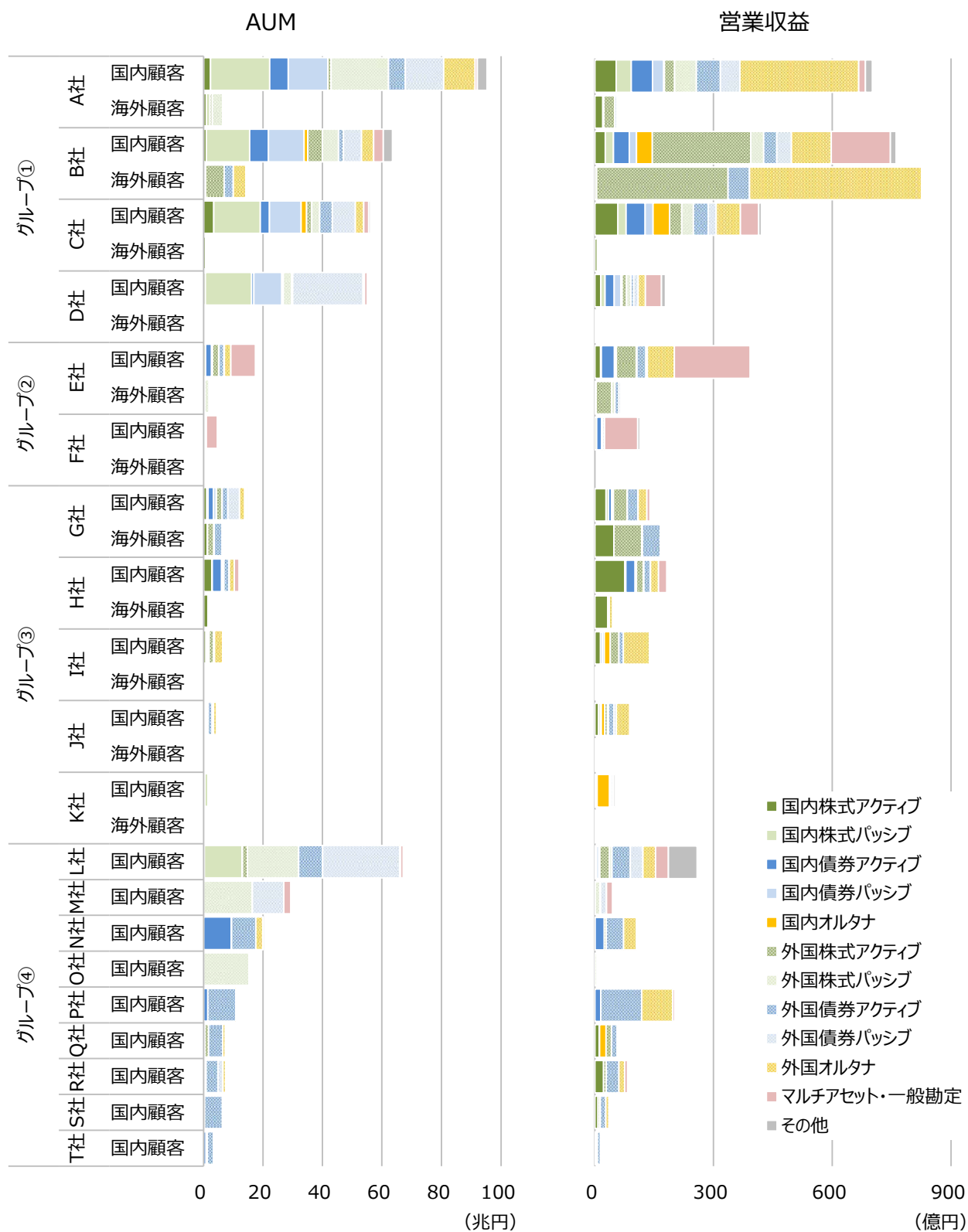


【割合グラフ】

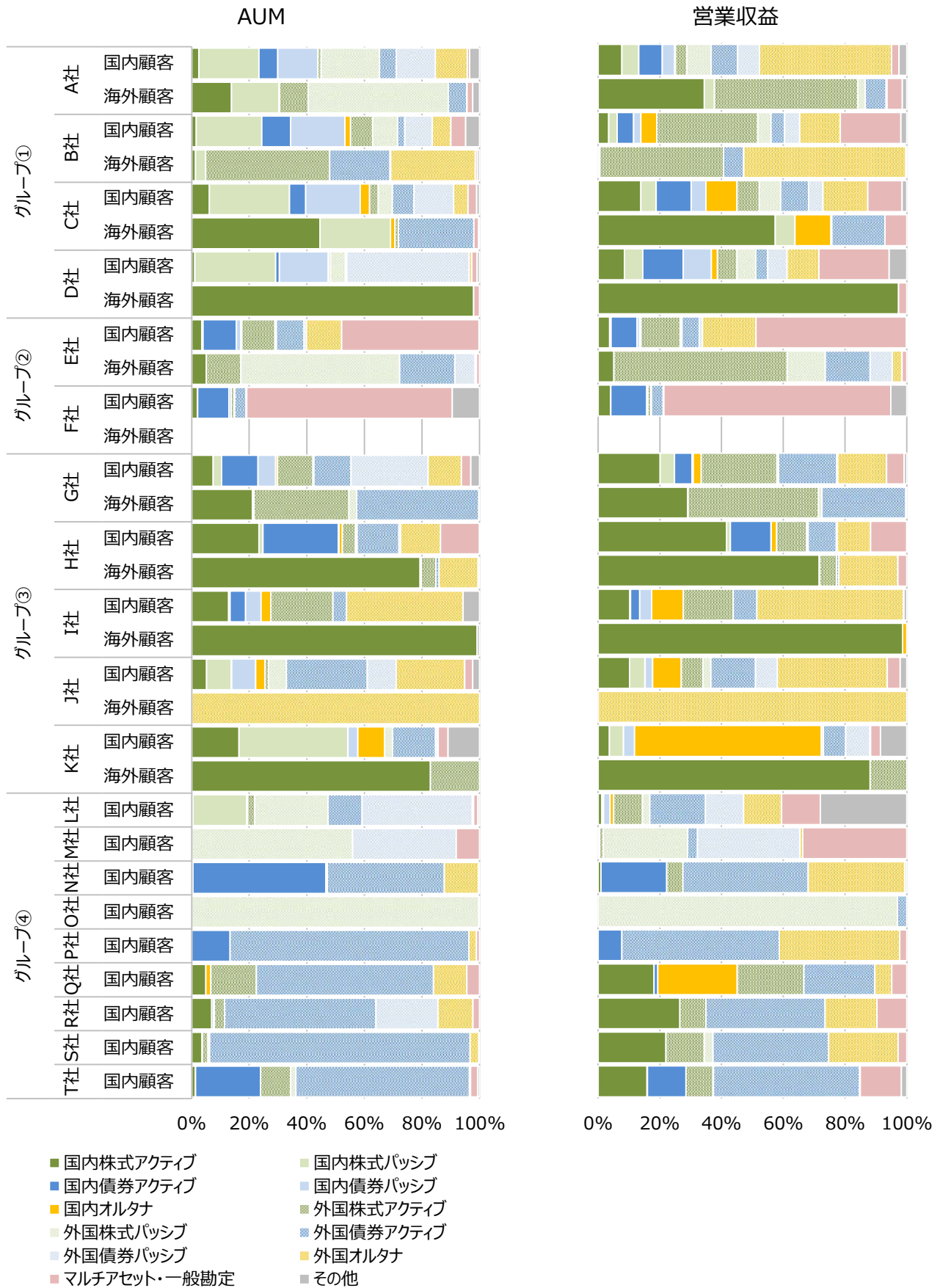


■ 図表 2-10：大手 20 社の機関投資家向けの運用受託残高（2025/3 末）・営業収益（2025/3 期）
（アセットクラス別）

【金額グラフ】



【割合グラフ】



■ 図表 2-11：大手 20 社の外国株式アクティブ・外国債券アクティブ・外国オルタナの運用受託残高（機関投資家向け）に占める外部委託運用の割合（2025/3 末）^{36、37、38}

2025/3末 運用受託残高：AUM(兆円) 外部委託運用割合：割合		国内顧客						海外顧客					
		外国株式 アクティブ		外国債券 アクティブ		外国 オルタナ		外国株式 アクティブ		外国債券 アクティブ		外国 オルタナ	
		AUM	割合	AUM	割合	AUM	割合	AUM	割合	AUM	割合	AUM	割合
グループ①	A社	1	50%	6	81%	11	88%	1	22%	0	8%	0	0%
	B社	5	83%	2	48%	4	79%	6	0%	3	9%	4	0%
	C社	2	59%	4	53%	3	84%	0	0%	0	0%	-	-
	D社	0	18%	0	54%	0	100%	-	-	-	-	-	-
グループ②	E社	2	95%	2	64%	2	100%	0	0%	1	0%	0	0%
	F社	0	0%	0	0%	0	0%	-	-	-	-	-	-
グループ③	G社	2	74%	2	6%	2	100%	2	9%	3	0%	-	-
	H社	1	70%	2	42%	2	94%	0	0%	0	76%	0	19%
	I社	1	96%	0	54%	3	81%	-	-	-	-	-	-
	J社	0	23%	1	69%	1	15%	-	-	-	-	0	0%
	K社	0	38%	0	44%	0	100%	0	0%	-	-	-	-
グループ④	L社	2	0%	8	0%	0	0%	グループ④（外資系AM会社：9社） 海外顧客：調査対象外					
	M社	0	0%	0	0%	-	-						
	N社	0	0%	8	13%	2	0%						
	O社	-	-	0	0%	-	-						
	P社	-	-	9	0%	0	0%						
	Q社	1	0%	5	4%	1	0%						
	R社	0	0%	4	2%	1	2%						
	S社	0	0%	6	0%	0	0%						
	T社	0	1%	2	0%	0	100%						
日系（グループ①～③）		14	77%	19	56%	27	85%	9	4%	7	5%	5	1%
外資系（グループ④）		4	0%	42	3%	5	1%	調査対象外					

³⁶ 表の「-」は、運用受託残高がないことを指す。

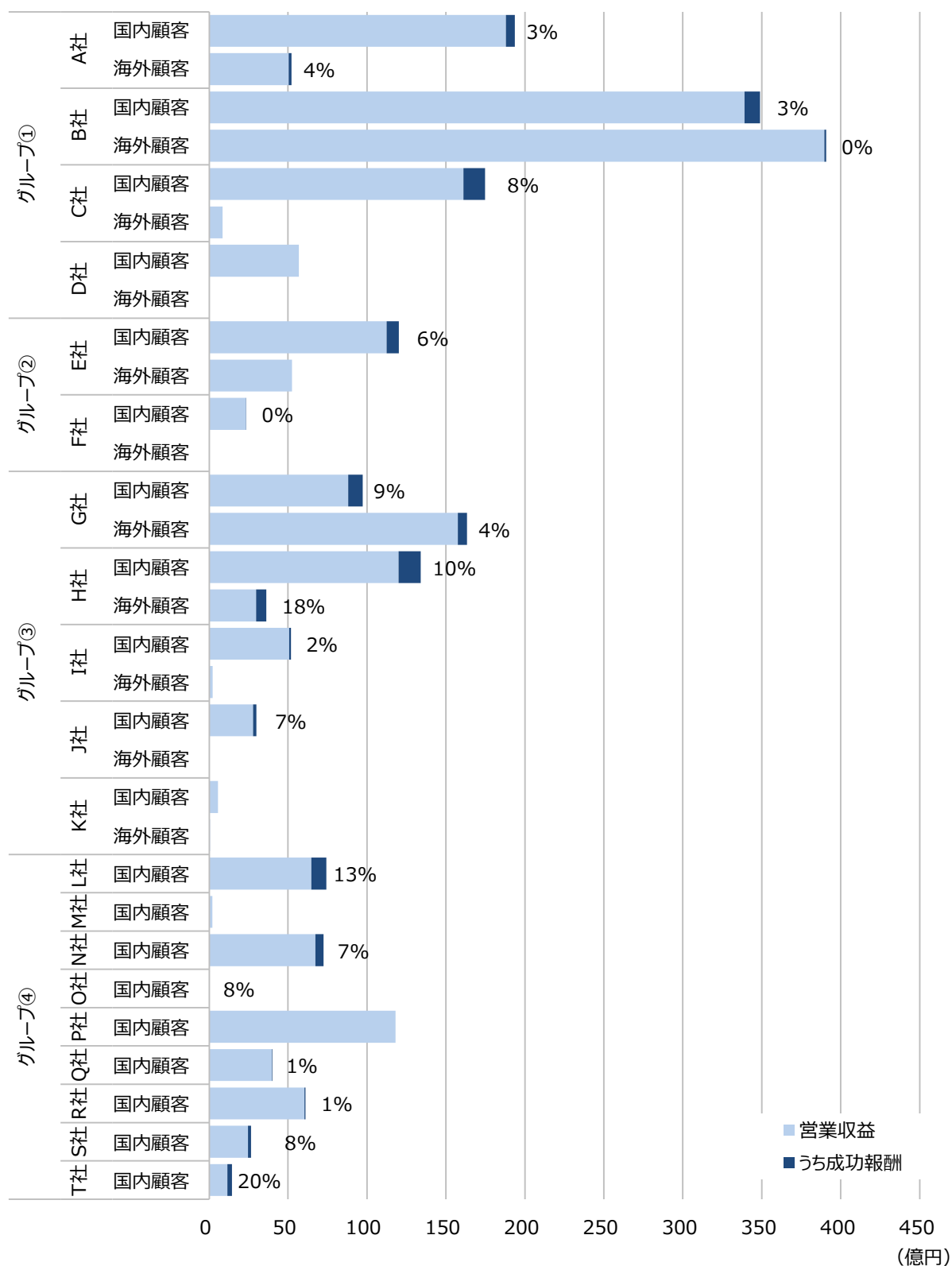
³⁷ 海外顧客向けの運用受託残高は主に新興国株式・債券、現地に特化したオルタナ。

³⁸ グループ会社への委託は外部委託運用には含めない。

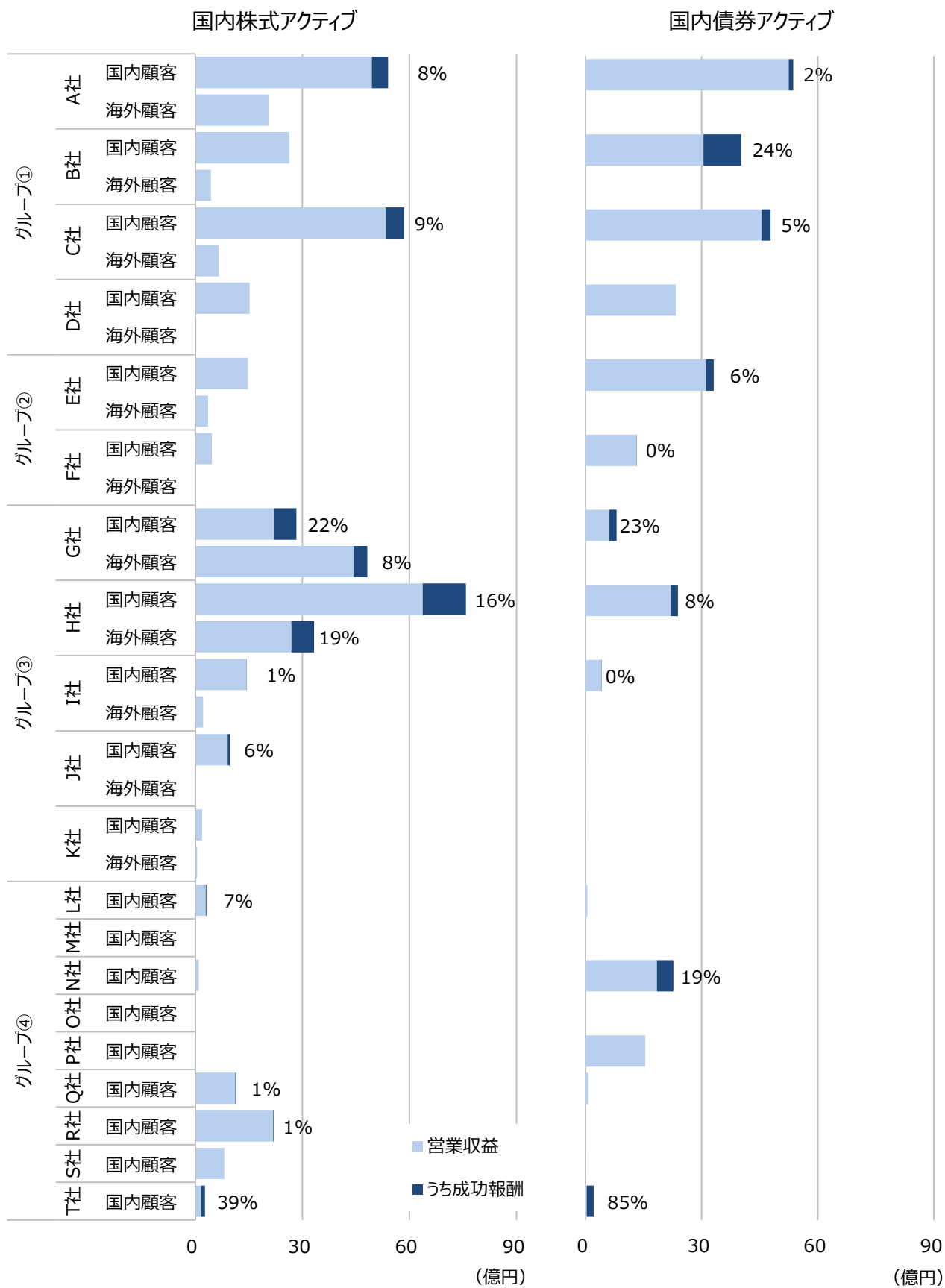
■ 図表 2-12：大手 20 社の伝統的 4 資産アクティブの営業収益（機関投資家向け）に占める成功報酬の割合（2025/3 期）

※ 図表内の数値(%)は営業収益に占める成功報酬の割合を指す。

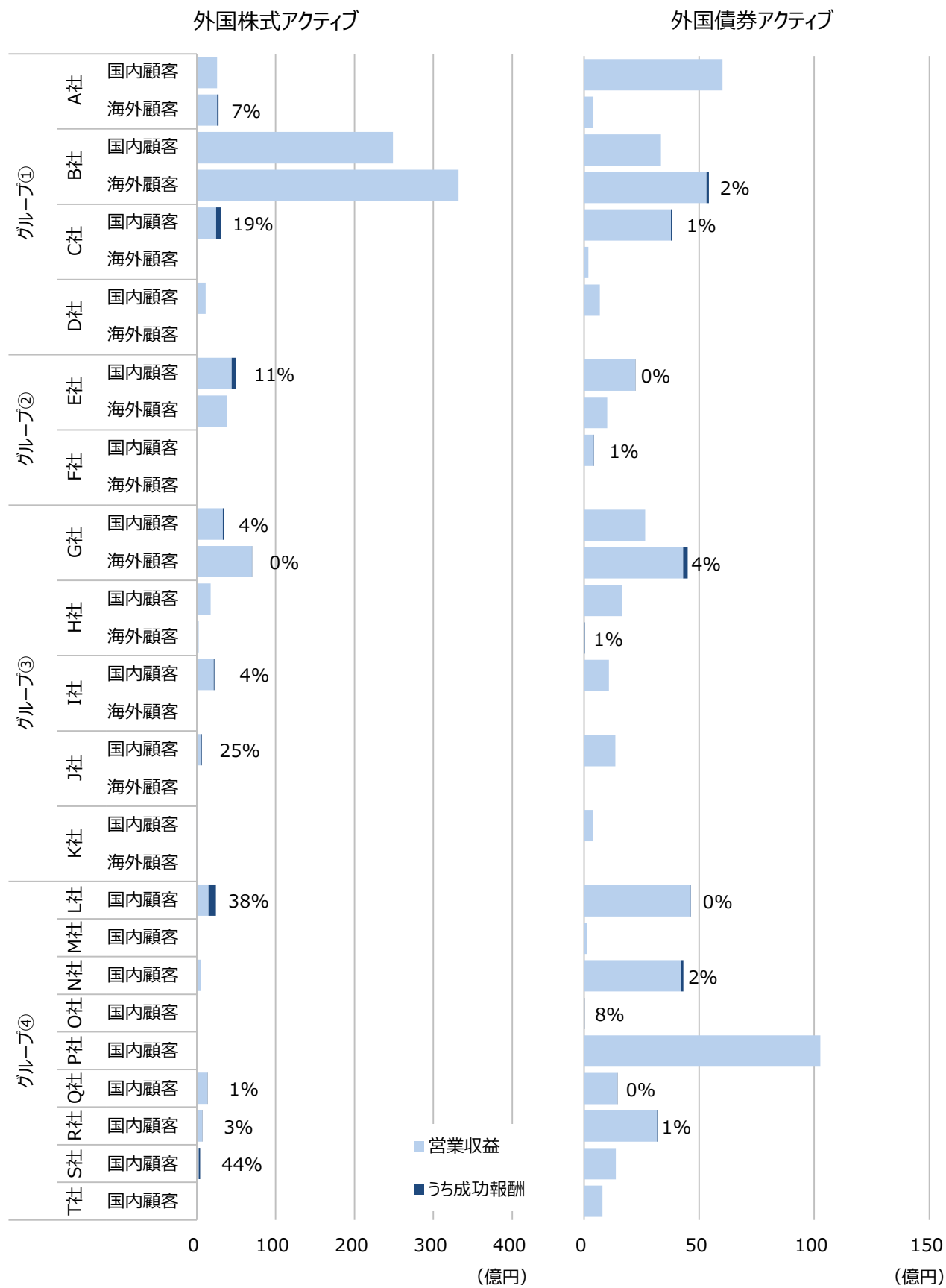
【伝統的 4 資産合計（国内株式・国内債券・外国株式・外国債券アクティブ）】



【国内株式アクティブ・国内債券アクティブ】



【外国株式アクティブ・外国債券アクティブ】



■ 図表 2-13：大手 20 社（グループ内の運用受託機関含め 32 社）が機関投資家向けサービスの中で最も強化したいとするアセットクラス（回答社数）³⁹

	対象顧客	アセットクラス	合計			
				公的AO	企業年金	金融法人等
日系	国内顧客向け	国内株式アクティブ	6	5		1
		国内オルタナ	4	1		3
		外国オルタナ	3	1		2
		マルチアセット	3		1	2
		国内債券アクティブ	2	1	1	
		一般勘定	2		2	
		外国債券アクティブ	1	1		
	海外顧客向け	国内株式アクティブ	1	1		
		外国株式アクティブ	1	1		
外資系	国内顧客向け	外国債券アクティブ	3			3
		外国オルタナ	3			3
		外国株式アクティブ	1	1		
		外国債券パッシブ	1			1

³⁹ 大手 20 社に属する運用受託機関 32 社毎に 1 分野を回答。うち外資系 1 社からは、アセットクラスに関わらず「その他（OCIO：Outsourced Chief Investment Officer）」と回答あり。

3. 資産運用会社における「企業調査」の高度化に向けて

資産運用会社が国内株式について良質なアクティブ運用商品を組成していくためには、優れた企業や成長する企業の目利きができる人材を質・量ともに確保することが重要である。このため、本章では、大手資産運用会社⁴⁰や独立系資産運用会社⁴¹における企業調査の実態や高度化に向けた取組を調査⁴²した。

3-1 アナリストの調査体制

調査対象とした 13 社は、国内株式アクティブ運用に関して、アナリストが継続的に又は適宜に企業調査を実施している。大手 10 社では運用部門から独立した調査部門に企業セクター別等でアナリストを配置している。独立系 3 社では、運用戦略毎にファンドマネージャーとアナリストを一体的に配置する社や、ファンドマネージャーがアナリストを兼務する社がある。

各社のアナリストの年齢構成をみると、大手社のうち数社においては、50 代以上の割合が高い一方、40 代の割合が非常に低い傾向がみられ、その要因として、各社は、バブル期の大量採用及び就職氷河期やリーマンショック期の採用抑制を挙げている。

■ 図表 3-1：アナリストの年齢別人数割合

	アナリスト人数	20代	30代	40代	50代以上	(参考) 後続図表 における対応関係
ア社	13	0%	15%	15%	69%	M社
イ社	31	23%	16%	6%	55%	C社
ウ社	15	13%	33%	7%	47%	F社
エ社	15	13%	27%	20%	40%	H社
オ社	13	23%	31%	8%	38%	J社
カ社	18	44%	17%	6%	33%	A社
キ社	21	24%	24%	19%	33%	B社
ク社	21	10%	19%	43%	29%	I社
ケ社	21	19%	33%	19%	29%	K社
コ社	17	24%	35%	18%	24%	L社
サ社	13	31%	31%	15%	23%	E社
シ社	15	0%	33%	47%	20%	D社
ス社	10	10%	30%	50%	10%	G社
平均/計	17	19%	26%	20%	36%	

こうした社を含め、13 社中 11 社が後継者の採用・育成について課題認識を有しており、課題解決に向けて、以下のような取組を行っている。各社においては、良質なアクティブ運用商品を提供していくために、企業調査能力の維持・発展に向けた計画的な取組が期待される。

⁴⁰ 投資信託や投資一任契約による国内株式アクティブ運用の受託残高上位 10 社。アセットマネジメント One、アモーヴァ・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、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、野村アセットマネジメント、フィデリティ投信、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。

⁴¹ 株式会社 QUICK の集計に基づく国内中小型株式アクティブファンド（国内公募投信）の残高上位の独立系 3 社（運用拠点が海外にある 1 社を除き、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）。いちよし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。

⁴² 2025 年 9 月末時点。

<取組事例>

若手アナリスト育成

- ・ 若手をシニアのアナリストの下にマンツーマンで配置し、研修を実施。担当セクターに配属後もシニアのアナリストが伴走し、自走を支援。

社内登用

- ・ アナリスト業務を希望する社内他部署の者には社内複業制度を利用し、アナリスト業務を一部経験させ、適性があればアナリストに登用。
- ・ アナリスト候補として、若手社員をグループ内・社内からリクルート・育成。
(注) 従来のリクルート数を増員している社もあり。

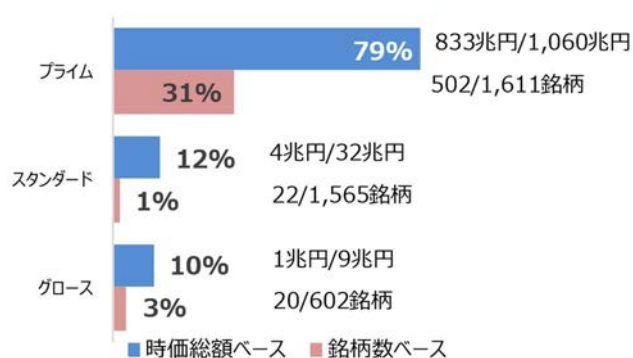
中途採用

- ・ 同業他社だけでなく、投資銀行の調査部門や事業会社の経営企画部門など、広く企業分析経験を持つ人材に門戸を広げて募集活動を実施。
- ・ 計画的に即戦力人材を採用。採用した人材を教育係として若手の育成にも活用。

3-2 各社アナリストの継続調査銘柄

調査対象 13 社のうち 12 社では継続的に企業調査を実施している銘柄が存在する⁴³。継続調査銘柄において、各社平均では、時価総額ベースでプライム上場企業の約 8 割、スタンダード上場企業・グロース上場企業の各々約 1 割をカバーしている（1 社当たり平均 544 銘柄）。

■ 図表 3-2：継続調査銘柄の各市場カバー率（平均） ■ 図表 3-3：継続調査銘柄の各市場カバー率（個社別）⁴⁴



	プライム	スタンダード	グロース
A社	25.8%(415)	0.3%(5)	0.2%(1)
B社	33.5%(540)	0.8%(13)	0.5%(3)
C社	39.0%(628)	1.0%(16)	1.3%(8)
D社	23.4%(377)	0.6%(10)	0.8%(5)
E社	56.1%(904)	2.5%(39)	2.5%(15)
F社	48.7%(784)	1.7%(27)	2.2%(13)
G社	13.0%(209)	0.3%(4)	0.3%(2)
H社	17.9%(288)	0.1%(2)	0.0%(0)
I社	39.0%(628)	1.6%(25)	2.7%(16)
J社	25.8%(415)	1.8%(28)	10.1%(61)
K社	-	-	-
L社	31.0%(500)	0.6%(10)	8.3%(50)
M社	20.5%(331)	5.4%(85)	10.3%(62)
平均	31.1%(502)	1.4%(22)	3.3%(20)

また、各社平均では、継続調査銘柄のうち約 99%（時価総額ベース）がプライム市場銘柄となっている⁴⁵ほか、大手 10 社の残高上位の国内株式アクティブファンド⁴⁶でもプライム市場銘柄の組入率が約 99%（運用受託残高ベース⁴⁷）となっている。その理由として、以下が挙げられている。

- ① 一定規模以上（例えば、数百億円～数千億円規模）のファンドのパフォーマンスに貢献する

⁴³ 残り 1 社については、継続的に企業調査を実施している銘柄は存在せず、時価総額や流動性を踏まえて適宜に実施している。

⁴⁴ 銘柄数ベース。() 内は銘柄数。

⁴⁵ 銘柄数ベースでは約 92%。

⁴⁶ 大手 10 社の運用受託残高上位 10 本のファンド計 100 本。

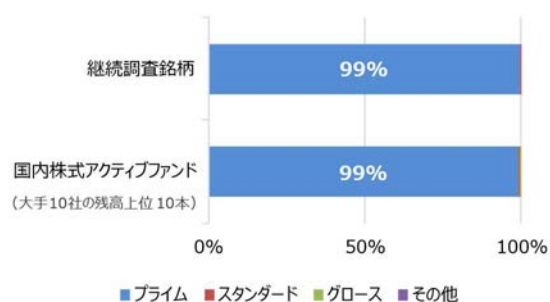
⁴⁷ 非上場銘柄、東京証券取引所以外の市場の銘柄も含む。キャッシュ等を除く。銘柄数ベースであっても同様の傾向がみられる。

には、一定金額以上の時価総額・売買代金の銘柄を組み入れる必要がある。スタンダード・グロース市場銘柄の時価総額・売買代金は一部を除いて小さく、積極的に組み入れづらい側面がある。

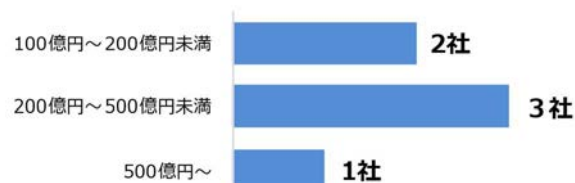
(注) 大手 10 社中 6 社は時価総額を考慮して銘柄を選定。その全社において時価総額 100 億円以上を目安⁴⁸としている⁴⁹。

- ② 運用にあたり、ベンチマークや参考指数として TOPIX を用いる場合が多く、その中から優良銘柄を選定しているが、現行の TOPIX にはスタンダード・グロース市場銘柄がほとんど含まれていない。
- ③ コーポレートガバナンス改革が進展するプライム市場は投資魅力が向上している一方、スタンダード・グロース市場は相対的に魅力が低い状況である。
- ④ 社内アナリストの継続調査対象が大型銘柄に偏る中、スタンダード・グロース市場銘柄については、運用担当者自らが、証券会社のアナリスト（セルサイドアナリスト）から得られる情報や企業の IR 情報を参考に調査をする必要があるが、その情報が限定的であり、結果的に選定される可能性が低くなる。

■ 図表 3-4：各市場区分の割合



■ 図表 3-5：継続調査銘柄選定における時価総額下限の目安



3-3 中小型株式アクティブファンド

前述のとおり、運用受託残高が大きいファンドにおいては、「中小型」株式銘柄の組入れが少ないが、ここからは、「中小型」株式に投資するアクティブファンドに特化し、その状況をみていく。多くの資産運用会社は、（一定規模以上のファンドに時価総額が小さい銘柄を多数組み入れることは難しいが、他方で、）「中小型」株式には、情報の非対称性が存在し、独自調査及び投資の優位性を確保できる可能性があるとしている。調査対象 13 社のうち 12 社は、こうした投資ニーズに応えるべく、一般的なアクティブファンドに加え、国内「中小型」株式アクティブファンド⁵⁰を組成し

⁴⁸ 厳格なルールは設けておらず、あくまで実務上の目安として考慮している社が多い。

⁴⁹ 時価総額の規模以外には、流動性（日次等の売買代金が一定金額以下の銘柄を除外するなど）や市場カバー率（市場全体の時価総額に占める対象企業の時価総額が一定割合以上）を、継続調査銘柄の範囲を決める際の考慮要素にしている社がある。

⁵⁰ 国内中小型株式アクティブファンドの定義は、資産運用会社毎に又は同一の資産運用会社であってもファンド毎に異なっており、時価総額の水準や国内中小型株式ベンチマークへの準拠、市場区分を基に定義を設けている例がみられる。時価総額基準を設けている場合は、上限を 5,000 億円に定めているケースや時価総額の下位 30%と定義しているケースが存在した。国内中小型株式ベンチマークに準拠している場合においては、ラッセル野村中小型インデックスを設定しているケースが存在した。市場区分基準を設けている場合においては、投資する市場をグロース市場中心とするケースなどが存在した。

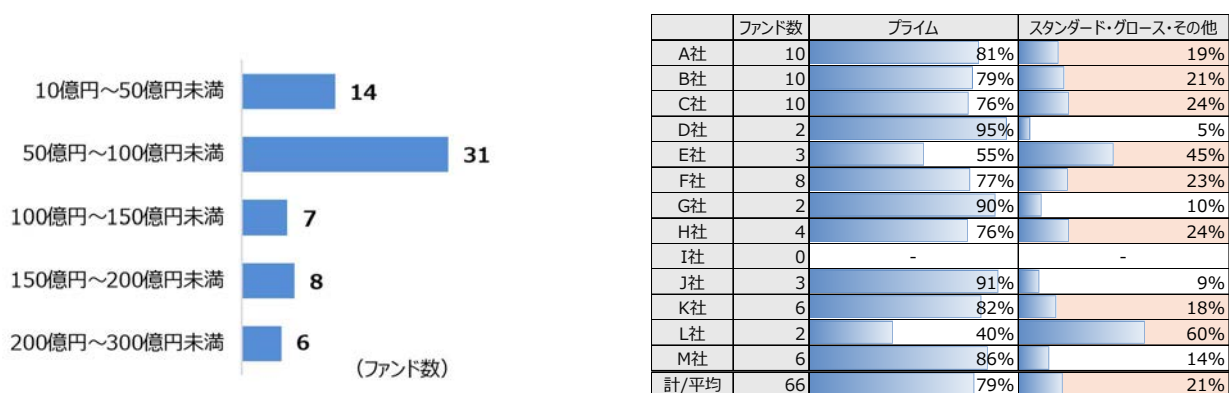
ている。

各社においては、継続的に調査する「中小型」銘柄は少ないものの、各々の社内リソースを踏まえ、適宜に企業調査を実施している。具体的には、専担のアナリストが調査する社、大型株式を調査するアナリストが中小型株式も調査する社、アナリストではなくファンドマネージャーが調査する社などがある。

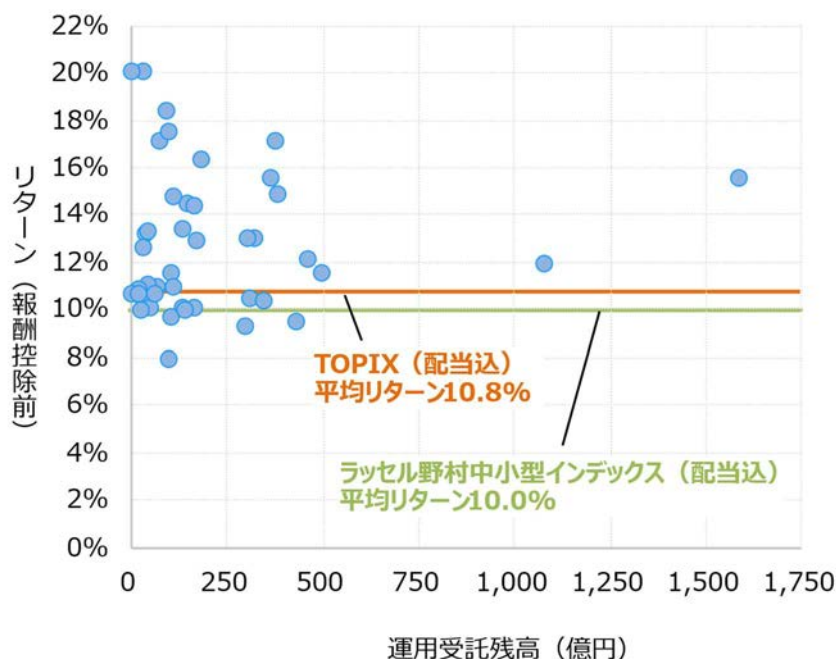
こうした企業調査を踏まえた各社の国内「中小型」株式アクティブファンド⁵¹についてみると、その性質上、一般的なアクティブファンドと比して、時価総額が相対的に小さな銘柄も組み込まれている、スタンダード・グロース市場銘柄⁵²の割合も高いものもある（平均で21%）といった特徴がある。また、過去10年の平均リターン⁵³をみると、インデックスを上回るファンドも多い。

■ 図表3-6：国内「中小型」株式アクティブファンドの組入銘柄の最小時価総額（左）

■ 図表3-7：国内「中小型」株式アクティブファンドの組入銘柄（各社のファンド平均/運用受託残高ベース⁵⁴）（右）



■ 図表3-8：国内「中小型」株式アクティブファンドの運用実績（過去10年間の平均リターン）



⁵¹ 各社の運用受託残高上位10本のファンド計66本（ファンド数が10本に満たない社も存在する）。

⁵² 非上場銘柄、東京証券取引所以外の市場の銘柄も含む。

⁵³ 調査対象13社の残高上位10本のうち、直近10年間の運用実績がある43本。

⁵⁴ キャッシュ等を除く。銘柄数ベースであっても同様の傾向がみられる。

3-4 中小型株式についての企業調査

国内「中小型」株式の調査においては、以下のような課題が指摘されている。

- ・ 中小型株式についてはセルサイドアナリスト等から入手できる情報が少ない一方、銘柄数は多いため、個別銘柄の調査や評価等に工夫が必要。
- ・ スタンダード市場には、IR が不十分な時価総額の小さい企業が散見され、上場しているにも関わらずほとんど取材できない企業が存在する。
- ・ アナリストが調査していない多くの企業をファンドマネージャーが調査しており、人員が手薄。企業情報が限定的である中で、断片的な情報を整理して企業実態を把握する能力など高度な専門性が求められる。

こうした中、資産運用会社における企業調査の高度化に向けた工夫として、以下のような取組がみられた。

- ・ 過去 20 年間、概ね全ての新規上場企業に対し、その企業が上場する際に接触している。また、上場時に注目された新興企業については上場後も業績推移をフォローしており、業績に変化があれば取材を依頼している。決算や株価が良好な企業に対して調査のリソースを集中して可能な限り取材を実施している。
- ・ クロスオーバーファンドを設立する中で、非上場の優良企業にもアクセスしている。最初の面談で事業内容を理解し、継続的に調査すべきか否かを判断しており、時価総額の大小に関わらず、将来性があると判断すれば調査を継続する。
- ・ AI を活用し、開示情報や過去データから投資スタイルに合致する可能性のある銘柄を一次スクリーニングするためのシステムを自社開発している。
- ・ ディープテック等の新たな分野に関する専門知識については、セルサイドアナリストを頼ることがある。この場合、グループ会社のアナリストに限らず、業界内で最も知見を有するセルサイドアナリストに取材している。
- ・ いかに効率よく取材件数を増やすかが重要。このため、ビジネスモデルに合わせて取材項目の一部をフォーマット化している。また、KPI 等の情報開示が少ない企業に対しては、開示してほしい KPI を伝達している。
- ・ 調査対象銘柄に対して独自のスコアを付与している。定量・定性面を合算して評価し、特に成長性と競争優位性、マネジメントのクオリティを重視している。スコアリングは企業の優劣の可視化に有効であり、企業の行動変容も促す。対話を契機に大きく企業価値が向上した事例もある。
- ・ 主に中小型株式を運用するファンドマネージャーが中小型株式の調査を独自で行う体制を採用しているが、保有比率が高い銘柄等については多面的な分析を行う観点から、アナリストも分析を実施している。大型株式と比較すると開示情報が限定的である場合が多いため、個別取材による情報収集を積極的に実施。また、企業の開示情報だけでなく、同業他社や関連企業（当該企業の取引先等）等から周辺情報を収集し、調査を補完している。
- ・ 企業の現状や目標だけでなく、創業からの沿革をヒアリングすることで、企業の成り立ちや本質を深く理解することを重視している。これにより、予期せぬ事態が発生した際のリスクを

より正確に把握できると考えている。

- ・ 新規上場企業への取材や非上場企業とのミーティングを実施し、その際に企業の成長性を確認している。当該企業の独自優位性やコア・コンピタンスが何かを理解し、当該企業の市場が成長するのか、市場の中でシェア拡大が可能かを検討する。

また、資産運用会社による企業（特にスタンダード・グロース上場企業）への期待として、以下のような意見が聞かれた。

- ・ 決算説明会を開催しない企業や、IR 取材を受けない企業が散見される。上場していながら株式市場を意識していない企業が多いことが、投資家の無関心を生み、低流動性の一因となっており、更なる対応を期待する。
- ・ 多くの企業で開示が最低限に留まっている。特に事業内容の理解に寄与しないセグメント開示（例えば、主要事業以外を「その他」で一括りにするなど）が散見される。より実態に即した細かい情報開示があれば、投資家は企業の将来性を描きやすくなる。
- ・ 面談には IR 担当者だけではなく、経営者本人が臨むことを期待する。理由としては、①事業に対する「熱量」を直接感じられること、②経営者の人物像が企業文化を形成する背景を理解できること、③IR 担当者が経営者の考えを十分に代弁しきれないケースがあることが挙げられる。

3－5 企業調査の高度化に向けて

前述のとおり、国内「中小型」株式の調査では、企業やセルサイドアナリストから得られる情報の不足や、資産運用会社の調査リソースの制約等の課題が指摘されている。こうした中、工夫事例もみられる。

国内「中小型」株式アクティブファンドを運営する資産運用会社においては、こうした事例も参考に企業調査の高度化に向けた取組を進めることが期待される。

また、**機関投資家からの資金調達を志向する上場企業には、東京証券取引所からの「資本コストや株価を意識した経営」や「高い成長を目指した経営」の要請を踏まえ、改善計画の策定や成長戦略・目標のブラッシュアップ、積極的な IR 等について、一層の取組の進展が期待される。**

4. 資産運用会社における「生成 AI」の更なる利活用に向けて

2026 年 3 月に金融庁が公表した「AI ディスカッションペーパー（第 1.1 版）」⁵⁵においては、

- ・ 金融機関毎に AI の利活用の目的は様々であるが、経営トップが先導して、健全な AI の利活用によって業務の効率化・自動化や新たなビジネスの創出を図ろうとする動きを具体的な取組として進め、着実に業務プロセスの改善に繋げていくことが期待される旨や、
- ・ 業界レベルでの知見共有は、健全な AI の利活用に向けたプラクティスを形成する上で重要である旨、

が指摘されている。本章では、資産運用会社における生成 AI の更なる利活用を促進する観点から、資産運用業務に特化した利活用事例等を横展開する。

4-1 生成 AI の利活用状況

調査⁵⁶対象とした 13 社（日系大手 10 社⁵⁷、外資系大手 3 社⁵⁸）について生成 AI の導入状況⁵⁹をみると、リサーチ、レポートニング、スチュワードシップ活動において、生成 AI を導入済又は準備中である社が多い。

■ 図表 4-1：大手 13 社における生成 AI の導入状況（回答社数）

	導入（準備中含む）				検討中
	導入済		準備中		
	自社で モデル開発	外部サービス 活用			
商品企画	7	0	4	3	2
マーケティング	8	1	6	1	1
セールス	8	1	6	1	1
リサーチ	11	5	6	0	2
ポートフォリオ管理	6	1	3	2	4
トレーディング	4	0	4	0	3
パフォーマンス分析	5	1	3	1	3
リスク管理	5	0	4	1	4
コンプライアンス	7	2	4	1	5
取引決済照合	2	0	2	0	5
ファンド管理	2	0	2	0	6
レポートिंग	11	2	4	5	2
スチュワードシップ活動	10	5	2	3	2

⁵⁵ <https://www.fsa.go.jp/news/r7/sonota/20260303/aidp.html>

⁵⁶ 2025 年 11 月末時点。

⁵⁷ 投資信託や投資一任契約の運用受託残高上位 10 社。アセットマネジメント One、アモーヴァ・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、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、リソナアセットマネジメント。

⁵⁸ JP モルガン・アセット・マネジメント、フィデリティ投信、ブラックロック・ジャパン。

⁵⁹ プロモーションやブランディング等を「マーケティング」、商品販売や販売管理等を「セールス」、資産配やリスクモニタリング、ファンド・オブ・ファンズ管理等を「ポートフォリオ管理」、約定・残高照合等を「取引決済照合」、計理や経理等を「ファンド管理」、議決権行使やエンゲージメント等を「スチュワードシップ活動」としている。

こうした業務について、生成 AI の利活用ニーズが特に高い理由として、以下が挙げられた。

【リサーチ】(11 社が導入済)

- ・ 近年、企業調査において、企業の開示資料のうち非構造化データを分析する重要性が高まっている中、生成 AI は文脈の理解等に強みを持ち、企業の事業方針等の変化やリスクに関する言及の増減、過去との一貫性、外部環境の不確実性に対する認識等を非構造化データから抽出して他の数値データと統合するなど、非構造化データの整理・構造化に長けている。
- ・ 企業の基本情報等の定型的な調査業務において導入の余地が大きいほか、情報リソースが不足している外国有価証券の調査分析においても利用価値が高い。

【レポートニング】(11 社が導入済・準備中)

- ・ レポート作成のための同様のプロセスを月次・週次等で定期的に繰り返すため、生成 AI による効率化の効果が大きい。また、定型的な校正・要約作業を生成 AI に委ねることで、運用内容の分析や顧客対応等の高付加価値な業務に注力可能となる。
- ・ 販売会社を含む取引先・ファンド・顧客の増加により業務負荷が増加しており、生成 AI を利活用した業務効率化が喫緊の課題。

【スチュワードシップ活動】(10 社が導入済・準備中)

- ・ 同じ質問を 多数の企業に対して実施するが、各企業を横比較する際に生成 AI が役立つ。

以下では、各社の生成 AI の具体的な利活用事例（準備中を含む）を紹介する。

< 運用の高度化に向けた事例（業務の効率化の要素も含まれている） >

【リサーチ】

1	日系、導入済、自社開発	○ （定量・定性情報に基づく）<u>市況判断の叩き台作成</u>に活用。 ※ 従来は、若手人材が相応の時間をかけて実施。 ○ <u>新たな投資テーマの探索、銘柄選定の検討</u>に活用。 ※ 生成 AI に運用方針等の判断プロセスをインプット。 ※ 注目を集めていない有望な小型銘柄の発掘にも活用。
2	外資系、導入済、自社開発	○ <u>超過収益（α）を獲得できる投資手法の検討</u>に活用。 ※ 決算説明資料、ニュース、証券会社のレポートなどの非構造化データに基づき、個別企業の分析や業績見通しの検討を行い、投資手法の検討に活用。
3	日系、導入済、自社開発	○ <u>企業の決算分析</u>に活用。 ※ 国内市場開始前の定例会議で使用する、前日の米国企業決算情報の分析資料作成に活用。担当者 1 人当たり月間 40 時間の業務時間を削減。

4	日系、準備中、自社開発	○ <u>企業分析の高度化</u> に活用予定。 ※ 企業セクター毎の重要情報・適時開示・ニュースをアナリストに提供するツールを準備中。分析業務で年間 1,000 時間超の業務時間の削減を期待。
5	日系、導入済、自社開発	○ <u>内外社債の信用リスク評価</u> に活用。 ※ 業務効率化を通じて、カバレッジを 1.5 倍に拡大。

【ポートフォリオ管理】

1	日系、導入済、自社開発	○ <u>日本国債のニュースセンチメントスコア</u> ※の算出に活用。 金利上昇シグナルの判断材料の一つとしている。 ※ ニュースや SNS 上のテキストから市場心理や企業・経済に関する感情（ポジティブ・ネガティブ・中立など）を定量的に数値化した指標。 ○ <u>REIT 銘柄における物件売買等の情報要約</u> に活用。
2	日系、導入済、外部サービス	○ <u>運用ポジション管理（デリバティブ）</u> において、顧客毎に異なる運用ガイドライン等への抵触有無の検証に活用。

<業務の効率化に向けた事例>

1	【マーケティング】 外資系、準備中	○ 本国作成の <u>海外動画コンテンツの日本語版作成</u> に活用。
2	【セールス】 外資系、導入済、外部サービス	○ <u>営業職員から顧客へのメール作成支援</u> に活用 ※ 顧客のメールを分類・優先順位付けし、回答作成。
3	【セールス】 日系、導入済、外部サービス	○ <u>投信評価機関等からの質問回答</u> に活用。 ※ 過去の回答や社内資料を検索して回答案を作成。
4	【パフォーマンス分析】 日系、導入済、自社開発	○ <u>外部委託先のパフォーマンス分析</u> に活用。 ※ 外部委託先から受領した運用報告書や運用担当者のコメント等の資料を読み込み。
5	【パフォーマンス分析】 日系、準備中、外部サービス	○ <u>マルチアセットファンドのパフォーマンス分析</u> に活用。 ※ ニュース情報を紐づけ、パフォーマンス寄与度の大きいアセットクラスに関する分析コメントを作成。

6	【リスク管理】 日系、準備中、自社開発	○ <u>海外現地法人のリスク管理支援</u> に活用予定。 ※ 社内ルール遵守に活用。
7	【リスク管理】 日系、導入済、外部サービス	○ <u>数学的モデルのコード作成や計算ロジックの検証</u> に活用。
8	【コンプライアンス】 日系、導入済、自社開発	○ アナリストの企業取材記録について、 <u>金融商品取引法上の重要事実</u> に該当する可能性のある情報の有無の検知に活用。 ○ 公募投信の月報に係る <u>広告審査</u> に活用。
9	【コンプライアンス】 日系、導入済、外部サービス	○ 運用担当者の上場企業等の関係者等との <u>電話の録音内容からインサイダー情報の有無の検知</u> に活用。
10	【コンプライアンス】 日系、準備中	○ 運用担当者の <u>運用コメント</u> に係る社内審査に活用。
11	【取引決済照合】 日系、導入済、外部サービス	○ <u>取引の約定照合</u> に活用。 ※ 従来は多様なフォーマット (PDF) と約定明細 (Excel) を目視で突合・確認。
12	【レポートिंग】 日系、導入済、自社開発	○ <u>投資環境や運用経過に係るコメント、運用報告書案の作成</u> に活用。 ※ 現時点でも年間約 1,000 時間の業務時間を削減。
13	【レポートिंग】 日系、準備中、外部サービス	○ <u>全ファンドの月報の誤り有無の確認</u> に活用。 ※ 過去の誤謬・修正内容を全てデータベース化。
14	【スチュワードシップ活動】 日系、一部準備中、自社開発	○ <u>議決権行使・エンゲージメントに係る資料の作成、統合報告書等からの ESG 情報や政策保有株式の削減方法の抽出</u> に活用。 ○ <u>ESG の観点での企業評価・スコア化</u> に活用。
15	【スチュワードシップ活動】 外資系、準備中、自社開発	○ <u>議決権行使ポリシーに基づく各議案の賛否検討</u> に活用。 ※ 賛否を推奨。

4-2 ユースケースの創出

生成 AI のユースケースを創出するための体制整備・取組として、以下のような事例がみられた。

- ・ 専担組織を設け、専担組織が外部のコンサルティングを活用しつつ、ユースケースの大宗を創出・開発。(外資系)
- ・ 全部署に生成 AI の利活用推進担当者を配置。ユースケースを創出。専担組織は全社の生成 AI インフラの企画・開発を担当し、システム部門は技術的なサポートを提供。(日系)
- ・ 各部門がユースケースを創出。専担組織がその優先順位付けの支援や監督を行う。(外資系)
- ・ 迅速な生成 AI の利活用が競争力の源泉と考え、ユーザーである事業部門が自らユースケースを創出し、専担ではないものの兼任組織が全体支援している。(日系)
- ・ 生成 AI の利活用推進を年間の業績目標に組み込み、人事評価の対象としている。(日系)
- ・ 社内ポータルサイトでの情報提供や、月に1～2回・30分程度のセミナーを定期的に開催し、新機能や活用方法を周知。(日系)
- ・ 社内に生成 AI の利活用推進のための表彰制度を設け、各部門の代表者がイニシアティブを持って利活用を推進。(日系・外資系)

4-3 生成 AI の導入・利活用の課題への対応

生成 AI の導入・利活用時の課題として、データベース設計・構築、説明可能性の担保、専門人材確保・内部人材育成、社内教育、ガバナンスの確立（経営陣の関与、責任者の設置、社内規定の整備等）を挙げた社が多い^{60、61}。

【データベース設計・構築】

最も多くの社が課題として挙げた「データベース設計・構築」については、以下のような課題・取組事例が挙げられた。

- ・ 生成 AI が必要情報を正確かつ効率的に参照可能とすることが重要であるが、社内データが複数のシステム等に分散して管理されているほか、非構造化データが生成 AI に適した形で整備されていないため、生成 AI の利活用に適したデータベースの構築に取り組んでいる。(日系)
- ・ 生成 AI が社内外のデータを参照することで、社内の生成 AI の利用者が本来アクセス権限を保有しないデータについても参照することが可能となり得るため、適切なアクセス権限の管理に取り組んでいる。(日系・外資系)

【説明可能性の担保】

また、次いで多くの社が課題として挙げた「説明可能性の担保」については、以下のような課題・取組事例が挙げられた。

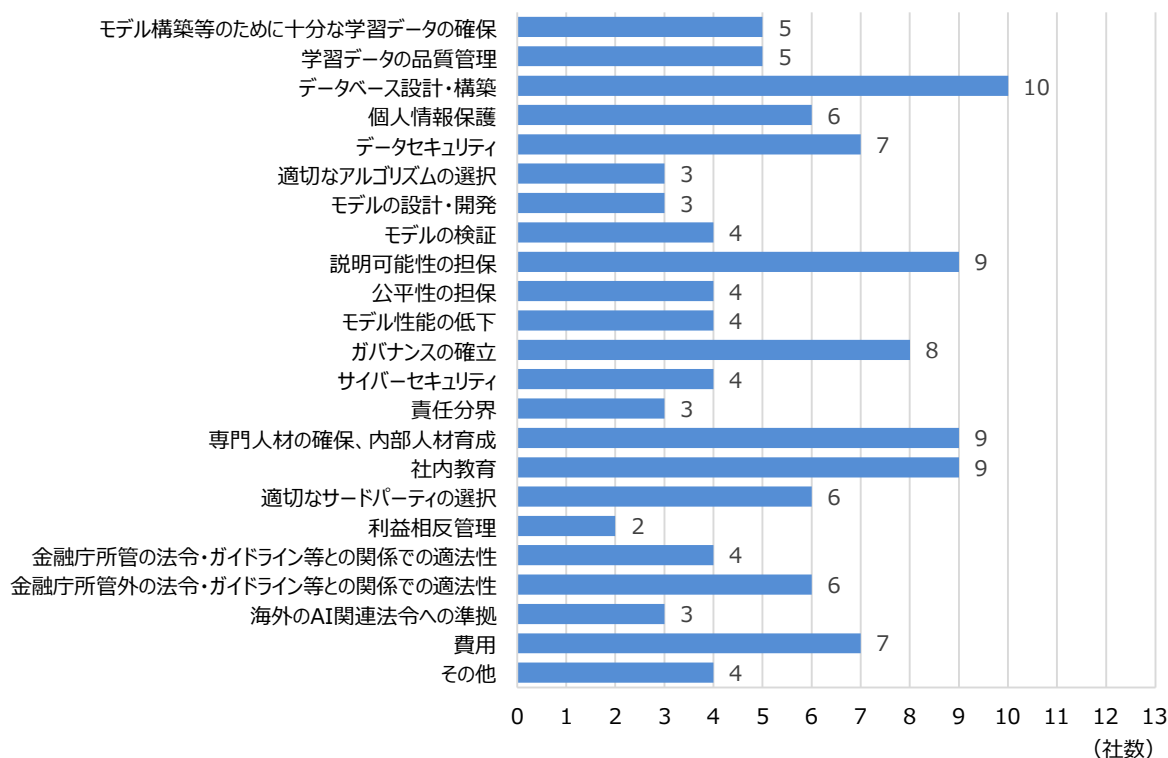
- ・ 生成 AI は、出力の根拠を説明することが困難なブラックボックス化が課題であるため、

⁶⁰ 金融庁が2024年10月から11月に実施した「金融機関等のAIの活用実態等に関するアンケート調査」の結果と比較すると、データベース設計・構築、説明可能性の担保を挙げた社が多くなっている。

⁶¹ このほか、社内の保守的な文化や現状維持を望む傾向等を背景に導入が円滑に進まないとの意見も聞かれた。

説明可能性を担保するために、生成 AI の出力のプロセスを明確化するほか、人間が適切に確認・判断することとしている。（日系・外資系）

■ 図表 4-2：大手 13 社における生成 AI の導入・利活用時の課題（回答社数）

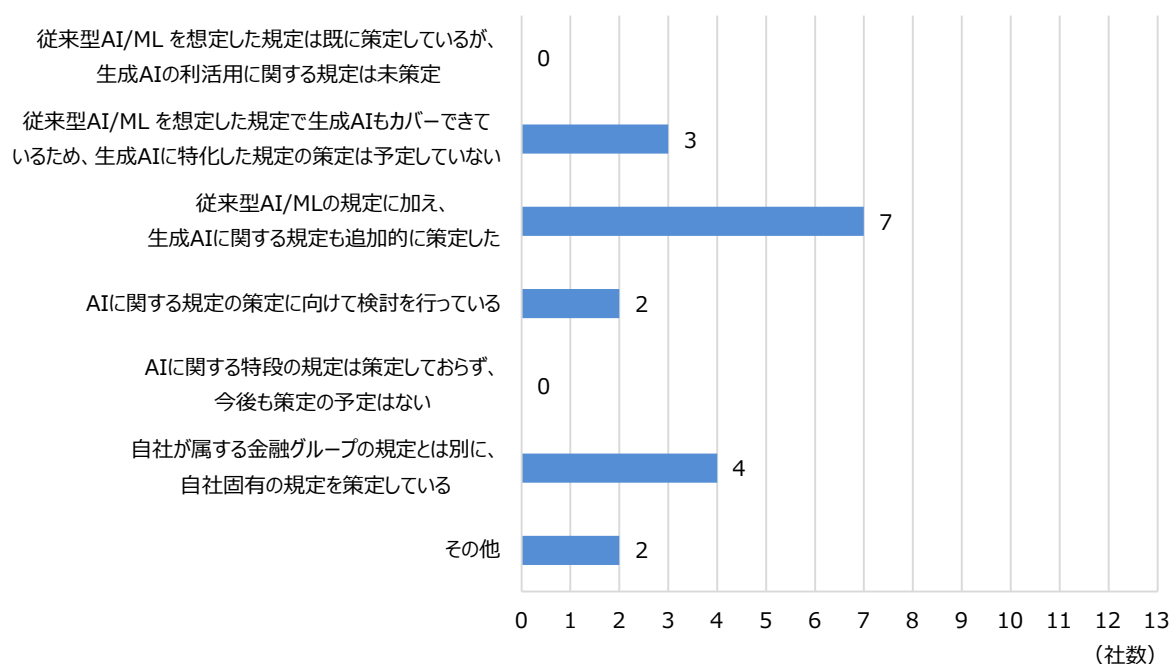


また、生成 AI の利活用に関するルール¹の策定状況について、従来型 AI/ML（機械学習）の規定に加え、生成 AI に関する規定も追加的に策定している社が多い。一部の社では、属する金融グループの規定とは別に自社固有の規定を策定しており、中には、属する金融グループが規定を策定する前から、生成 AI 利用時の留意点（個人情報の利用、著作権の侵害、正確性の担保等）や利用可能なサービス、生成 AI のアウトプットの社外への提供ルール等を規定した固有のガイドラインを策定していた社も存在した。

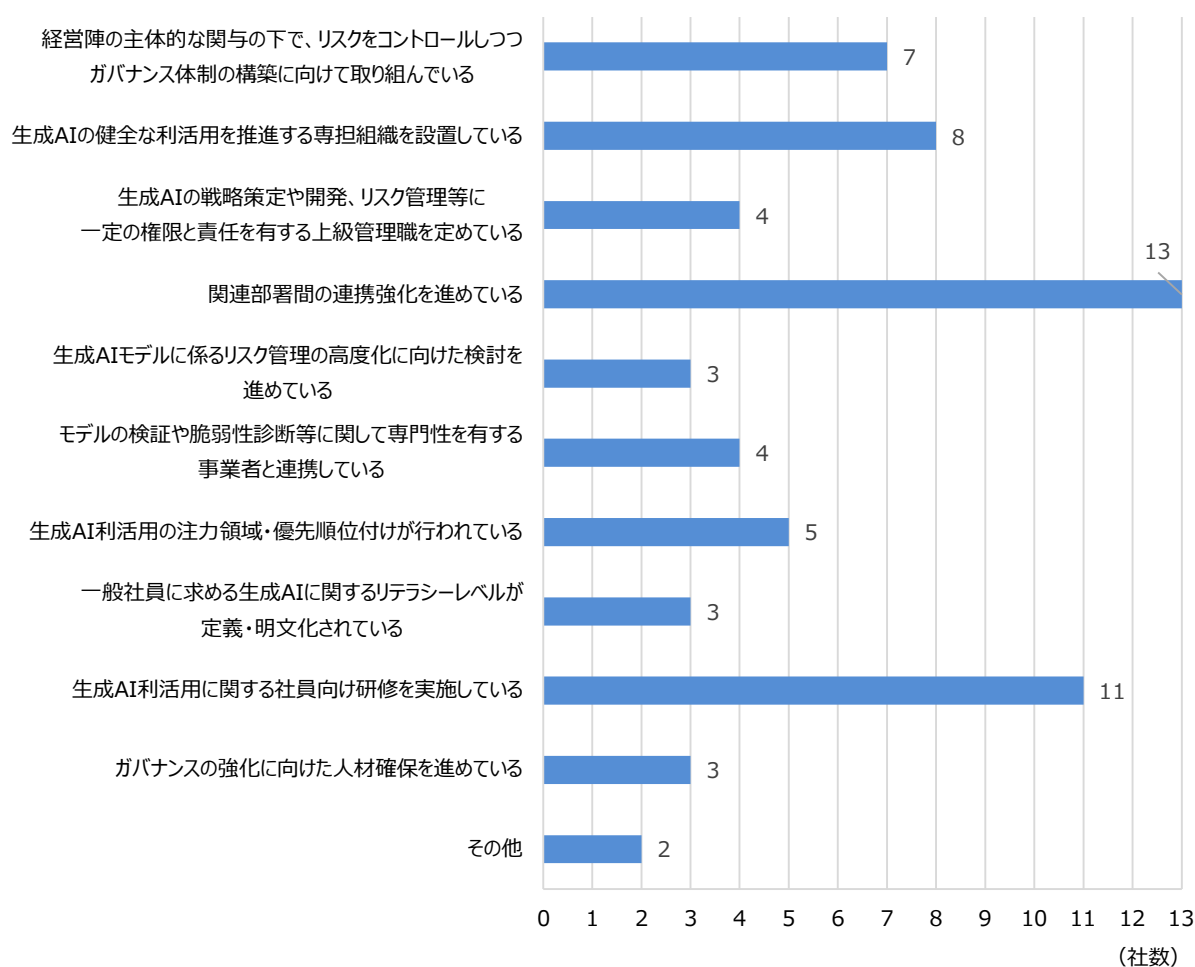
ガバナンスの構築に向けた取組状況については、関連部署間（事業部門と専担組織、システム部門、リスク管理部門間等）の連携強化、社員向け研修、健全な利活用を推進する専担組織の設置、経営陣の主体的な関与を挙げた社が多い。このうち、経営陣の主体的な関与に関する取組として、以下のような取組がみられた。

- ・ 生成 AI の利活用は経営のトッププライオリティであるため、直近 10 年間でシステム人材を大幅に増やしており、グローバルでのグループ全体におけるシステム人材は約 5 万人、このうち運用部門における専任のシステム人材は約 1,500 人。（外資系）
- ・ 役員会議で、生成 AI の取組状況や今後の方針等について定期的に確認。（日系）

■ 図表 4 - 3：大手 13 社における生成 AI の利活用に係るルール策定状況（回答社数）



■ 図表 4 - 4：大手 13 社におけるガバナンスの構築に向けた取組状況（回答社数）



4－4 生成 AI の更なる利活用に向けて

前述のとおり、多くの大手資産運用会社では、専担組織等と各部門が連携し、各部門のニーズ等に基づき生成 AI のユースケースを創出しており、こうした**生成 AI の利活用は、資産運用会社の運用高度化や業務効率化に資するものと考えられる。**

生成 AI の利活用を志向する資産運用会社においては、経営陣の主体的な関与の下で、適切なガバナンスや生成 AI の利活用に適したデータマネジメント体制等を構築するとともに、業界においては、利活用事例等の共有を進展させていくことが期待される⁶²。

⁶² 資産運用フォーラム（国内外の資産運用会社を中心とした関係者の参画・連携の下、資産運用立国や国際金融センターの実現に向けて、日本の資産運用業の改革等に関する対話・議論を行い、日本市場の魅力・政策等を普及・促進することを目的とする一般社団法人）では、資産運用会社間で生成 AI の利活用事例を共有する取組等が行われている。

5. 運用高度化等に向けた継続的なモニタリング

5-1 大手金融機関グループの取組（運用力向上・ガバナンス強化等）

資産運用立国の実現のためには、資産運用業が投資家から信頼される存在になるとともに、その運用力の向上が不可欠である。特に、大手資産運用会社を擁する金融機関グループにおいては、**グループ全体で顧客の最善の利益を勘案した運営体制やガバナンス体制の構築及びその実効性確保に取り組む必要がある**。

こうした観点から、金融庁は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、17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。

金融庁においては、各グループの取組について金融庁ウェブサイト上で公表⁶³するとともに、プランを策定している国内大手金融機関グループにヒアリングを行い、取組の継続・深化に向け、フォローアップを行っている。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。

5-1-1 グループ内での資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付け

国内大手金融機関グループは、資産運用立国の実現に向け、資産運用ビジネスを銀行・保険・証券といったグループの主要事業と並ぶ中核的な柱の一つと位置付け、今後の成長領域として注力する方針を示している。

こうした中、資産運用ビジネスの強化に向けた体制整備が進められており、例えば、グループ内における資産運用会社の格上げ（信託銀行の子会社からグループ親会社直下への再編）、グループ親会社における資産運用ビジネスの統括部署の新設、資産運用ビジネスを担うグループ会社間の連携強化等の取組がみられる。

また、資産運用ビジネスの方針・計画の策定にあたり、多くのグループにおいて、グループ親会社からの一方的なトップダウンではなく、グループ親会社が資産運用会社との協議を経て決定するプロセスが採用されている。受託者責任を負う資産運用会社の声が適切に反映されることで、顧客本位の業務運営を確保した戦略的なビジネス方針が策定されることが期待される。

金融機関が顧客本位の業務運営を徹底していく上では、販売力に頼るのではなく、**グループ全体として質の高い資産運用サービスを提供していくことが重要**である。このためにも、グループ内における資産運用会社の地位向上等を通じ、**資産運用会社の負う受託者責任を尊重するとともに、資産運用サービスの向上に向けた取組をグループとして強力に支援していくことが期待される**。

⁶³ 金融庁ウェブサイト「大手金融機関グループ等の取組（運用力向上・ガバナンス強化等）」
<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/initiativesbythefinancialindustry/20240124.html>

5-1-2 運用力向上

より質の高い資産運用サービスを提供していくことは、顧客利益の増大だけでなく、グループの競争力向上や資産運用ビジネスの拡大にもつながる。こうした観点から運用力の向上に向けて、各グループは、顧客ニーズを踏まえた運用対象の拡充や、より高い運用成果を安定的に提供するための運用力強化、それを実現するための人材の確保・育成に取り組んでいる。

（運用対象の拡充・運用力強化）

運用対象の拡充については、高まる顧客ニーズへの対応や収益力強化の観点から、多くのグループがオルタナティブ資産運用の強化に取り組んでいる。具体的には、銀行グループの融資業務で培った知見をプライベートクレジット運用に活用する等、グループ内のオルタナティブ投資に係る機能や人材を一つの資産運用会社を集約し、オルタナティブ商品を自ら組成する能力を高める取組や、オルタナティブ資産の運用に強い海外の資産運用会社と提携し、その運用を国内で商品化する取組等が確認された。

また、アクティブ運用における運用力強化については、後述する人材の確保・育成に向けた取組が中心となるが、グローバル運用機能の強化等を目的として、海外資産運用会社の買収を実施した事例も確認された。

（人材の確保・育成）

より高い運用パフォーマンスの提供を目指す上では、その担い手である運用人材の確保・育成が極めて重要であり、各グループにおいて様々な取組が進められている。

優秀な運用人材を確保する観点から、報酬のあり方について各資産運用会社で検討が行われており、多くの社において、運用部門独自の報酬体系や、他社と比較して見劣りしない報酬水準が必要であるとの認識が示されている。

そのため、運用担当者について、グループ親会社や他職種とは異なる給与体系を設定し、固定給を相対的に高くした上で、特にアクティブファンドの運用担当者については、加算率の大きいパフォーマンス連動型（実績連動型）の報酬体系を採用している事例が多くみられる。そのほか、セイムボート出資⁶⁴等のグローバルプラクティスを取り入れた報酬制度を導入している事例も確認された。

他方で、パフォーマンス連動型の賞与制度を導入しているものの、その変動幅が小さいため、十分なインセンティブとして機能していないと認識している事例や、グループ内の銀行や保険等の人事・給与体系が運用人材にもそのまま適用されており、運用部門独自の報酬体系の構築が課題であるとしている事例も見受けられた。

また、運用人材の育成については、運用部門におけるチームとしての後継育成のほか、グループのシードマネーを活用したパイロットファンドの運用を通じて経験を積ませる取組がみられる。具体的には、中堅・若手の運用担当者等が企画・立案し、社内で一定の評価を得た運用戦略に対してシードマネーを投入し、パイロットファンドとして、その運用を当該運用担当者等に任せる取組が

⁶⁴ 運用担当者等が自身の運用するファンドに出資することにより、運用成果に対する利害を投資家と一致させる出資形態。

行われている。

加えて、海外の資産運用会社やグループ内の海外運用拠点への人材派遣を通じた、長期的視点での運用人材の育成や外部知見の獲得の取組も行われている。例えば、運用スキルの向上を目的として、3年以上の長期間にわたり、現地の運用チームの一員として派遣する事例等が確認された。

より高い運用パフォーマンスの提供により、顧客のニーズに応え、競争力を高めていくためにも、こうした取組を含め、専門性の高い運用人材の確保・育成を図り、運用力強化に向けてグループとして戦略的に取り組んでいくことが期待される。

5-1-3 ガバナンス改善・体制強化

グループとして顧客本位の業務運営を徹底していくためには、資産運用会社が顧客に対して負う受託者責任を十分に理解・尊重し、その上で質の高い資産運用サービスの提供を追求していくことが重要である。グループとして、これらの実効性を確保するため、適切なガバナンス体制を構築することが求められる。

ガバナンスの観点から、資産運用会社の社長の人選は重要であるが、かつては国内大手金融機関グループの傘下の資産運用会社において、資産運用会社の社長としての適性よりも、グループ内での人事上の処遇を重視したと考えられる人選も見受けられた。

しかし、近年では、サクセッションプラン（後継者選定プラン）の策定等を通じて、社長に求められる資質・要件や社長候補者の選定プロセスの明確化が進められており、従来型の人選からの変化が認められる。

社長に共通して求められる資質・要件としては、**資産運用会社が負う受託者責任を十分に理解し、会社として実践する体制を整備できることが挙げられる。**

多くの資産運用会社においては、資産運用に関する実務経験を有することが望ましいとされる一方、経営トップとしての役割を踏まえると、必ずしも運用経験に限定されるものではなく、海外投資家を含む顧客に対する説明力や目指す資産運用ビジネスを実現していくためのグループ内での交渉力等を重視する事例もみられる。また、社長候補者の選定プロセスについては、判断の客観性や説明可能性を確保し、ガバナンスを実質的に機能させるため、独立社外取締役を複数名含む会議体において検討を行う体制を整備する事例が複数見受けられる。

こうした中、近年の資産運用会社の社長交代では、社内及び社外（グループ外を含む）の候補者を幅広く検討し、その中から最適な社長候補を選任している事例が多く確認された。2025 年4月から2026 年4月までの期間に社長交代が行われた国内大手金融機関グループの傘下の資産運用会社6社では、内部昇格やグループ外他社⁶⁵等での資産運用業の経験が豊富な人材の新社長への就任が8割超となっている⁶⁶。グループ外の人材の登用については、自社のビジネス方針に適した将来的な社長候補を招聘し、一定期間をかけて組織理解や社内外との関係構築を進めた後に社長として

⁶⁵ 資産運用会社に勤続3年以上で経営トップに昇格した場合を「内部昇格」、3年未満で経営トップに昇格した場合は出身会社を「他社」と定義。

⁶⁶ 「資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2023」時点の調査では、国内大手資産運用会社11社のうち、約7割が「グループ内他社」からの就任となっていた。

登用している事例もみられた。

他方で、社長候補者の選定プロセスが定められ、形式的には当該プロセスに則っているものの、実質的な選定にあたってはグループ親会社の意向が強く働き、独立社外取締役を含めた十分な議論が行われなかった事例も確認された。

引き続き、グループ親会社には、資産運用会社の負う受託者責任を十分に理解した上で、資産運用サービスの向上に資する適切な社長の人選を行うとともに、そのプロセスの実効性を確保することが求められる。

また、資産運用会社の独立社外取締役には、形式的な関与にとどまることなく、顧客の最善の利益を確保する観点から、実質的に機能することが期待される。

5-2 新興運用業者の育成に向けた取組（日本版 EMP）

資産運用サービスの高度化に向けて、資産運用会社の新規参入により、業界内の競争や多様化を促進し、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。

他方で、新規参入の課題として、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）の獲得が難しいことや、投資運用業の登録要件を満たすための体制整備が容易でないことが指摘されてきた。こうした課題に対応するため、資産運用立国実現プランでは、アセットオーナーや金融機関に対し、新興運用業者を単に業歴が短いことのみをもって運用の委託対象から排除しないように促すほか、新規参入に係る規制緩和を行うこと等を内容とする新興運用業者促進プログラム（日本版 EMP）が盛り込まれた。

以下では、ヒアリング等を通じて把握した日本版 EMP に係る取組等を紹介する。

5-2-1 アセットオーナー等における取組

（1）アセットオーナーにおける取組

年金基金等の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、業歴といった形式的な基準にとらわれることなく、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しい。また、業歴のみを理由として一定のアセットマネジャーを排除することは、結果としてアセットオーナー自身の収益機会を逸する可能性もあると考えられる。

そこで、2024 年 8 月に策定されたアセットオーナー・プリンシプルでは、運用委託先の選定にあたり、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が記載された。

2026 年 6 月末時点で、369 の主体がアセットオーナー・プリンシプルの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。

（２）金融機関における取組

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⁶⁷として、新興運用業者の発掘や評価（デューデリジェンス：DD）、各種業務支援を行っており、参入促進を図る上で大きな役割を果たしている。

日本版 EMP では、金融機関に新興運用業者の積極的な活用等が要請されており、2026 年 6 月末時点で、27 社（銀行：8 社、証券：2 社、生保：11 社、損保：5 社、その他：1 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いる⁶⁸。

金融機関の取組は、大きく分けて、アセットオーナーとしての立場かアセットマネジャーとしての立場により、新興運用業者の活用のあり方に違いがみられる。

保険会社のようにアセットオーナーとしての立場では、自身の運用を高度化し、より良い運用成果を実現する観点から新興運用業者の活用を検討しており、例えば、インハウスでの運用が困難な分野の補完や、運用知見の蓄積を主な目的として、新興運用業者を選定・活用している。具体的には、以下のような事例が確認されている。

- ・ PE ファンド等の新興運用業者に毎年 100 億円程度を運用委託しており、今後も年間最大 300 億円程度の投資・出資を行うことを予定（2000 年以降の累計投資実績：約 1,330 億円）
- ・ 国内上場株エンゲージメントファンドや PD・PE ファンド等の新興運用業者への投資実績が累計約 370 億円となっており、今後もプライベートアセットへの投資において新興運用業者の活用を検討

他方、資産運用会社のようにアセットマネジャーとしての立場では、自社も資産運用サービスを提供しているため、新興運用業者の活用場面が比較的限定される傾向があり、保険会社（アセットオーナー）と比較すると、投資金額も相対的に小さくなっている。もっとも、資産運用会社においても、インハウスでは十分な運用知見を有しておらず、将来的に商品化を視野に入れている分野等では、新興運用業者を活用する可能性があると考えられ、例えば、以下のような事例が確認されている。

- ・ EM（社内含む）への投資推進等を目的とした投資枠（1,600 億円まで拡大予定）を設定し、これまでに国内バイアウトファンド等の新興運用業者に計 50 億円を投資
- ・ これまでに 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の新興運用業者への投資実績があり、中期的に総額 500 億円の投資の積み上げを目標に EM 投資枠を設定

また、後述するように、新興運用業者の活用を検討するアセットオーナー向けに、新興運用業者の発掘や評価（DD）を行う取組も見られ、今後の進展が期待される。

⁶⁷ アセットオーナーに代わり、資産運用会社や運用戦略に係る評価（デューデリジェンス：DD）・選定等を行う主体。

⁶⁸ その内容は金融庁ウェブサイト「金融機関における EMP 取組事例の把握・公表について」で公表している。

https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/emp/examples_of_initiatives.html

5-2-2 新興運用業者への支援

(資産運用業の開業支援)

資産運用業の開業にあたっては、当局への登録やコンプライアンス体制の整備等が必要となるが、新興運用業者は、知見や人的リソースが不足していることが多く、開業に関する支援が求められている。

こうした中、東京都・一般社団法人東京国際金融機構（FinCity.Tokyo）では、2019 年より、東京都における資産運用業の開業支援を目的としたイベント「Tokyo 独立開業道場」を開催し、開業までの様々な情報提供のほか、専門家が個別に助言を行う個別相談会を実施している。

また、金融庁においては、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で英語での登録支援を行っており、2026 年 6 月末までに同オフィスのサポートを受けて 55 件の登録等が行われている。

(新興運用業者とアセットオーナーのマッチング支援)

アセットオーナーが優れた新興運用業者を発掘するためには、両者が接する機会や、新興運用業者がアセットオーナーに対して自らの運用の特徴や強みを伝える場が重要である。

東京都・FinCity.Tokyo では、2019 年より、「Tokyo Asset Management Forum」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」を公表している。アセットオーナーの中には、「EM Showcase」に掲載された新興運用業者を投資ユニバース⁶⁹の一部として位置付けている事例や、「EM Showcase」を通じて関心を持った新興運用業者に対してコンタクトを行っている例も確認されている。

また、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)間の相互認識を深め、ネットワーキングを推進するイベントとして、2025 年 2 月に続き、2026 年 2 月にも、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/ゲートキーパー・ベンチャーキャピタル ミートアップ」を開催した。

これらのイベントでは、新興運用業者が登壇するセッション等において、新興運用業者が自らの運用の魅力をアセットオーナーに直接説明する機会も提供されている。

5-2-3 規制緩和

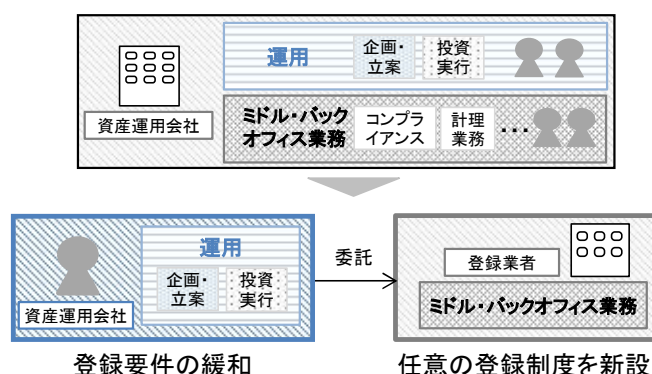
新規に投資運用業を立ち上げる際の体制整備に係る負担が重いという課題に対しては、2024 年の金商法等の改正により、投資運用業の参入要件を引き下げる規制緩和を行った。

このうち、投資運用業のいわゆるミドル・バックオフィス業務の外部委託を容易にする制度整備⁷⁰については、2025 年 5 月の施行以降、2026 年 6 月末までに 5 社が「投資運用関係業務受託業」の登録を完了しており、ほかにも複数の社が今後の登録に向けた準備・検討を進めている。

⁶⁹ 投資対象として検討・選定の対象とする資産や運用戦略、運用会社の範囲。

⁷⁰ 計理業務や法令等遵守に関する指導業務を「投資運用関係業務」と定義し、これを受託する「投資運用関係業務受託業」の任意登録制度を創設することで、適切な品質を確保しつつ外部委託を促進し、投資運用業への参入要件を緩和した。

■ 図表 5-1：ミドル・バックオフィス業務の外部委託のイメージ



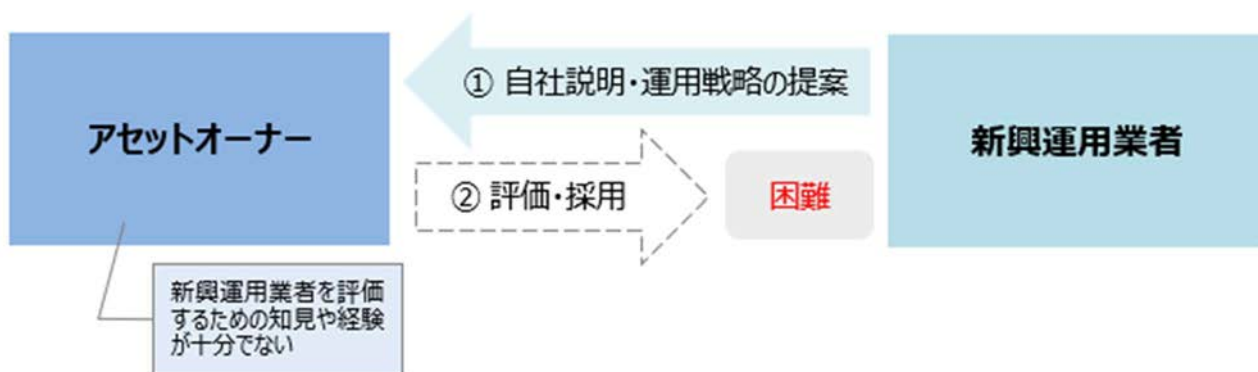
こうした規制緩和が活用されることで、新規参入がさらに促進されることが期待される。

5-2-4 新興運用業者の活用拡大に向けた課題と期待

(アセットオーナーによるゲートキーパーの活用)

日本において、年金基金等のアセットオーナーによる新興運用業者への運用委託は依然として限定的であるが、背景として、アセットオーナー側において、新興運用業者に対する評価（DD）を行うための知見や経験が十分でないため、採用の判断が困難である⁷¹ことが指摘されている。

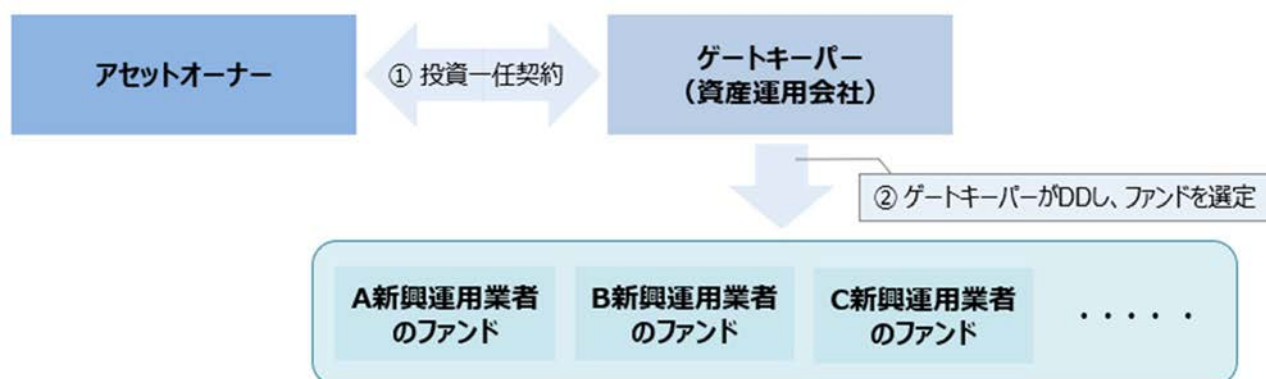
■ 図表 5-2：アセットオーナーによる新興運用業者選定プロセスの例



こうした中、足元では、アセットオーナーが資産運用会社と投資一任契約を締結することにより、新興運用業者を活用する事例がみられる。この枠組みでは、資産運用会社がゲートキーパーとして新興運用業者の DD を実施し、選定したファンドにアセットオーナーから受託した資金の投資を行っている（図表 5-3）。

⁷¹ 年金コンサル等を利用して、最終的な投資対象の選定責任はアセットオーナーにあるため、新興運用業者の採用に至るまでのプロセスが長期化・難化しやすい。（年金コンサル：企業年金等のアセットオーナーに対し、運用方針の策定、運用機関の DD・選定、運用状況の評価・助言等を行う事業者）

■ 図表 5-3：ゲートキーパーを用いた新興運用業者の活用事例



この場合、資産運用会社はゲートキーパーとしてアセットオーナーに対して DD 等の機能を提供し、その対価として報酬を得ることができる。他方で、アセットオーナーにとっては、新興運用業者ごとに個別に DD を実施する負担が軽減されるとともに、運用実績を確認しながら段階的に投資額を増やすことが可能となる。

また、新興運用業者のファンドの設定等に係る業務を委託元の資産運用会社が担うことで、新興運用業者にとっても、運用以外の業務負担が軽減され、運用に専念しやすくなるという利点がある。加えて、新興運用業者は個々のアセットオーナーに対して直接アプローチするのではなく、DD を担うゲートキーパーを介することで、より効率的に自社の運用の特徴や強みを伝えることが可能となる。

このように、**資産運用会社や信託銀行等がゲートキーパーの役割を担うことで、アセットオーナーの知見不足を補い、効果的にアセットオーナーと新興運用業者をつなげることが可能になると考えられる。**

今後、こうした枠組みの活用により、新興運用業者への投資が進んでいくことが期待される。

(各金融機関の EMP の投資対象と新興運用業者の投資戦略)

新興運用業者の投資戦略としては、上場株式を対象とした一般的なロングオンリー戦略⁷²も多い一方、各金融機関が EMP において採用しているファンドは、PE や VC を対象としたものが中心となっている。

PE や VC 等の非上場資産への投資については、金融機関においてインハウスで十分な運用知見を有していない場合も多く、新興運用業者を含めた外部の資産運用会社への委託を検討しやすい。他方、ロングオンリー戦略については、金融機関のインハウス運用で対応可能な場合が多いほか、他の資産運用会社からも競合する運用戦略が数多く提供されており、採用のハードルが相対的に高くなっている。

⁷² 主として上場株式等を買持ち（ロング）することにより、当該資産の価格上昇や配当収益の獲得を目指す運用戦略。

このような状況を踏まえると、ロングオンリー戦略のように競合の多い運用戦略を提供する新興運用業者においては、運用哲学の独自性⁷³や、その一貫性を明確に打ち出し、どのような付加価値等を提供できるのかを分かりやすく示すことで、他の類似の運用戦略との差別化を図っていくことが重要と考えられる。

【コラム①：新興運用業者の特徴】

新興運用業者は、十分なトラックレコードがないことや、資産運用会社としてのガバナンスや内部管理体制が十分に整備されていないこと等が、投資家からの資金調達の課題として指摘されているが、他方で以下のような特徴も挙げられている。

- ・既存の資産運用会社等において十分な実務経験を積み、優良な運用成績を残した運用者が独立して設立することも多い。
- ・親会社がある資産運用会社と比べて、親会社による制約を受けにくいという考えから、海外のアセットオーナーにおいては、運用を委託するにあたり、独立系であることを重視している場合も多い。
- ・大手資産運用会社では運用規模や流動性制約等の観点から採用が難しい戦略であっても、新興運用業者は提供することができる。具体的には、確信度の高い少数銘柄への集中投資や流動性の低い市場への投資、柔軟かつ機動的な投資戦略等が挙げられる。

【コラム②：新興運用業者の声】

金融庁が参画した EMP 関連の企画には、多くの新興運用業者が参加しており、以下のような意見が寄せられた。

- ・アセットオーナーによる新興運用業者の採用実績について対外的な公表を期待。
特に、規模の大きなアセットオーナーに採用された実績については、新興運用業者にとって、自社の運用力や内部管理体制に対する信頼性を示す重要な裏付けとなり、その後の新規顧客獲得に大きく寄与する。
また、こうした採用実績の可視化は、他の新興運用業者にとっても励みとなり、業界全体として参入意欲や成長意欲を高める効果が期待される。
- ・経営やガバナンス面に関する実務的な助言を期待。
新興運用業者はスタートアップ企業である場合が多く、運用力や投資戦略に強みを有する一方で、経営やガバナンス、内部管理体制等の整備に係る知見が必ずしも十分でなく、アセットオーナーから採用されにくい要因となっていることから、資産運用会社などのゲートキーパー等に経営やガバナンス面に関する助言を期待。

⁷³ 確信度の高い銘柄への集中投資や、高いリターンを狙うエンゲージメント投資、インパクト投資等。

5-3 プロダクトガバナンスの高度化に向けた取組

資産運用会社が、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（コスト控除後で十分な付加価値等を提供する）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。

また、適切なプロダクトガバナンスにより、運用品質の維持・向上を図り、高い付加価値等の創出を通じて投資家リターン（コスト控除後のリターン）が向上すれば、投資家の信頼を得て、運用資産残高の拡大につながることも期待される。

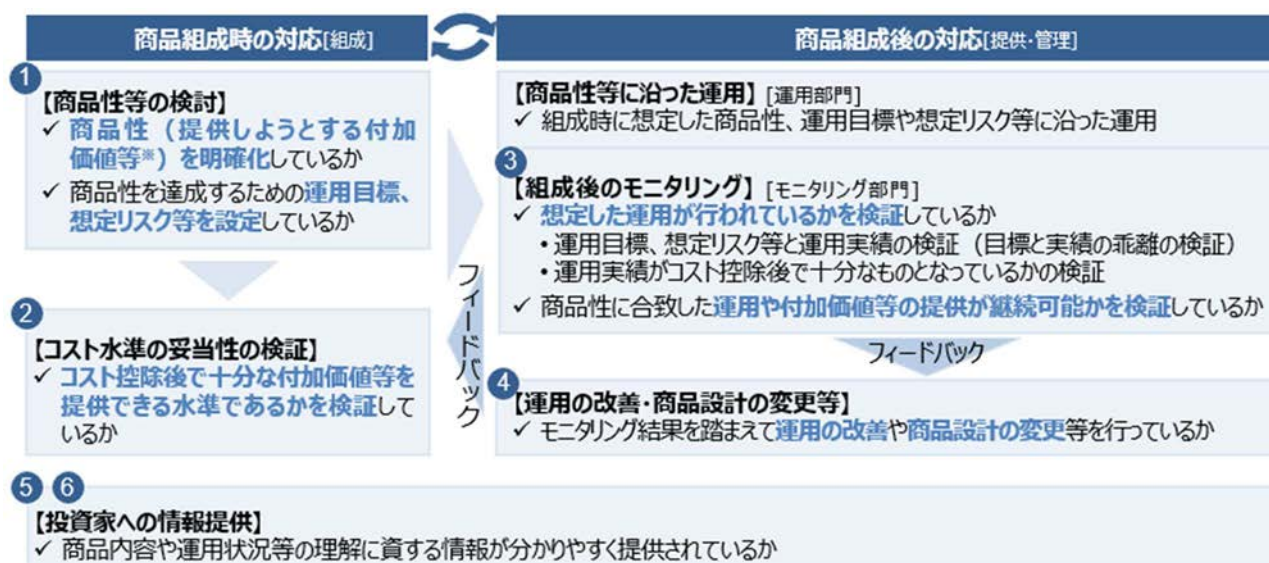
5-3-1 今回の対話の着眼点

これまで大手資産運用会社のプロダクトガバナンスに係る取組は、不芳ファンド⁷⁴への対応が中心となっていたが、顧客の最善の利益を追求する観点からは、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。

昨事務年度においては、こうした観点から大手 11 社と対話を行い、商品組成時及び組成後の各段階における取組について確認を行った。

今事務年度においては、昨事務年度に引き続き、【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【投資家への情報提供（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）】（図表 5-4）について、大手 11 社の取組の進捗を確認するとともに、新たに 7 社⁷⁵と対話を実施した。

■ 図表 5-4：プロダクトガバナンスに係る対話の着眼点



⁷⁴ 中長期でパフォーマンスが低迷しているファンドのこと。

⁷⁵ 大手 11 社以外で公募投資信託の運用残高の多い社を中心に抽出。

5-3-2 商品組成時の対応

顧客に対して中長期的に良質な商品を提供するためには、商品組成時において、その商品性（商品を通じて提供しようとする付加価値等⁷⁶）について十分な検討を行うことが重要である。具体的には、**商品性を明確化し、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等を提供できる」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】。

こうした考え方に基づき対話を行ったところ、以下のような事例が確認された。

【①商品性等の検討】

（運用目標等の設定）

前回の対話においては、アクティブファンドであるにもかかわらず、運用目標や想定リスク等が設定されておらず、組成後の適切な検証も行われていない事例が多く見受けられた。

この点につき、今回の対話では、大手社を中心に、新商品だけでなく既存商品についても、運用目標や想定リスク等の設定を進める動きがみられた。

しかし、新たに運用目標等を設定するにあたり、既存商品についても達成可能となるよう目標水準を調整した結果、コスト控除後の超過収益がわずかにプラスとなる水準に設定しているなど、顧客目線で十分な投資家リターンを提供できる目標となっていない事例も確認された。

これは、過去実績を用いた計算式に基づき、機械的に運用目標を算出・設定している場合や、機関投資家向け商品を基に個人投資家向け商品を組成する際に、信託報酬水準の差を重視せず同一の運用目標を適用している場合等において、コスト控除後の投資家リターンの確認を十分に行っていないことに起因するものと考えられる。

運用目標・想定リスク等の設定は、商品性や運用品質を維持するための手段の一つであり、設定自体が目的ではない。今後、各社において、**設定した運用目標等の水準が商品性に照らしてコスト控除後で十分なものとなっているかについて継続的に検証を行い、必要に応じて見直しを行っていくことが期待される。**

（外部委託での対応）

外部委託ファンドについては、前回の対話において、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事例が多くみられ、今回の対話においても引き続き同様の事例が確認された。これは、ファンド設定時点で運用目標等について外部委託先と合意し、ガイドライン等に明記していない場合、事後的に新たな目標を設定することは実務上困難であるためと考えられる。

他方で、社内において商品の品質管理を目的とした運用目標を独自に設定し、モニタリング及び外部委託先との対話に活用する事例もみられた。

⁷⁶ 例えば、ベンチマーク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（ α ）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、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。

既存ファンドについては、こうした品質管理の取組を進めつつ、今後新たに設定する外部委託ファンドについては、設定時に外部委託先と合意した上で、適切な運用目標等を設定することが期待される。

（検討内容の記録・保存）

今回の対話において、商品組成時の商品性に係る検討内容（商品設定の意図、確保すべき品質、信託報酬の妥当性等）が議事録や資料として十分に記録・保存されていない事例が多くみられた。

この場合、商品性の妥当性に係る事後的な検証が困難となるほか、商品性に沿った運用や、商品性維持のためのモニタリングが十分に行えないおそれがあるため、商品組成時の検討内容について、適切に記録・保存する工夫が期待される。

【②コスト水準の妥当性の検証】

（アクティブファンド等の基準）

前回の対話においては、アクティブファンドについて、あるべきコスト水準（評価基準）を設定せず、類似商品との横並びで判断している事例や、評価基準を設定していても投資家に十分な付加価値等を提供するという観点で十分に考慮されていない事例が多く見受けられた。

この点、今回の対話では、十分な投資家リターンを提供するための評価基準の設定に向けた検討を進めている事例や、信託報酬の上限に関するルールの見直しを行った事例も確認された。（例：アクティブファンドについては、トータルリターンではなく超過リターンを基準とするルールへ変更し、実務上は「目標超過リターンの半分以下」を目安とする）

他方で、評価基準を設定したものの、既存商品も広く達成可能となるよう水準を調整した結果、コスト控除後で十分な投資家リターンを提供できない水準となっている事例が複数みられた。

（例）アクティブファンドの信託報酬の評価基準を、「 α 創出の対価」に「アクセスコスト」（投資信託という商品・サービスを利用することに伴うコスト）を加えたものとし、「 α 創出の対価」の上限を期待 α の50%と設定している。

この場合、実際の信託報酬（「 α 創出の対価」と「アクセスコスト」の合計）と期待 α を比較すると、投資家リターンがほとんど残らない場合がある。

■ 図表 5 - 5 : 信託報酬と期待 α の比較



新商品については、各社において、投資家に十分な付加価値等を提供するための実効性のある評価基準を検討し、それに照らして適切な信託報酬等の設定を行うことが重要である。

また、既存商品については、現在のコスト水準を肯定するために評価基準を調整するのではなく、投資家目線で「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」という観点から検証し、課題のある商品については優先順位を付けつつ、付加価値等を高めるなどの本質的な対応を行うことが期待される。

5-3-3 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】。

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】。

こうした考え方に基づき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】

（運用目標等の活用）

前回の対話においては、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、組成後のモニタリングでは、ベンチマークを上回っているかや、不芳ファンドの抽出基準に該当しないかの確認にとどまり、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観点からのモニタリングを実施できていない事例が多くみられた。

今回の対話においては、運用目標を設定し、その達成度に係るモニタリングを実施した上で、「目標とする超過収益を創出するために必要なリスクを適切に取ることができているか」といったリスクモニタリングも行っている⁷⁷事例が確認された。（例：目標 TE⁷⁸に対する実績 TE・推定 TE の乖離を確認し、リスク水準が過度に低い、または高い状態にある場合には、運用担当者との対話を通じて是正を促すなどの対応を行っている）

他方で、運用目標を設定したにもかかわらず、それを下回っていてもコスト控除後の超過収益がわずかでもプラスであれば改善検討対象とならないなど、運用目標がモニタリングに活用されず、顧客目線で十分な投資家リターンを提供できているかの検証が不足している事例が見受けられた。

顧客に十分な付加価値等を提供し続けるためには、パフォーマンスが低下し始めた兆候を早期に把握し、運用品質の維持・向上に向けた改善対応につなげることが重要である。そのために、想定した商品性を実現するための運用目標等をモニタリングに適切に活用していくことが期待される。

⁷⁷ 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。

⁷⁸ TE（トラッキングエラー）とは、ファンドのリターンとベンチマークのリターンとの差のばらつきを示す指標であり、一般に、両者のリターン差の標準偏差として算出される。数値が大きいほど、ファンドの運用成果がベンチマークから大きく乖離していることを意味する。

(外部委託での対応)

前回の対話においては、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、外部委託先の運用状況等を十分にモニタリング・評価できていない事例が多くみられ、今回の対話においても、引き続き同様の事例が確認された。

他方で、社内において設定した商品の品質管理を目的とした運用目標に基づき、商品性が適切に維持されているか等を継続的にモニタリングし、その結果を踏まえ、外部委託先とパフォーマンスや運用状況について対話を行うとする事例も確認された。

【④運用の改善・商品設計の変更等】

(運用の改善等)

前回の対話においては、組成後に、「コストに見合う十分な付加価値等の提供」という観点からモニタリングが行われていないため、改善対応が必要な商品が放置されている事例が多くみられた。

また、今回の対話においても、運用目標がモニタリングの評価基準として十分に活用されていないため、運用部門への有効なフィードバックにつながっておらず、適切な運用の改善が行われていない事例が確認された。

他方で、一部の大手社においては、従来のようにパフォーマンスが大きく悪化したファンド（不芳ファンド）を抽出し、事後的に対応する体制から、各ファンドの運用目標に対する達成状況等を継続的に把握し、必要に応じて早期に対応する体制へと移行する動きもみられた。

5－3－4 投資家への情報提供

【⑤商品性等の情報提供】

投資家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⁷⁹。

特にコストについては、名目を問わず、投資家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⁸⁰。

(実質的な費用の開示)

前回の対話においては、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、実質的な費用の項目に加えていないため、投資家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事例が複数確認されたが、今回の対話では、これらを実質的な費用に含めて、交付目論見書で開示していることが確認された。

他方で、前回の対話において確認された、運用にあ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：

⁷⁹ 「顧客本位の業務運営に関する原則」の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。

⁸⁰ 顧客本位の業務運営に関する原則4においても、「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。」とされている。

米国短期金利4%)は開示されていないため、投資家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事例については、今回の対話においても変化がみられなかった。

さらに、円建て社債のクーポン部分でデリバティブ等を活用し、追加リターンを狙うファンドについて、デリバティブ等の実質的な費用が十分に開示されておらず、投資家が負担するコスト水準が把握しづらくなっている事例もみられた。

料率変動するため、あらかじめ具体的な数値を示すことが困難な費用等については、過去の実績値や想定される料率水準、またはその算定方法(計算式)を開示するなど、コスト水準やその変動要因の理解に資する情報提供を図っていくことが期待される。

【⑥パフォーマンス状況の情報提供】

加えて、投資家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。

(配当込み指数への変更)

前回の対話において、交付目論見書や月次レポート等において、パフォーマンスの比較対象(ベンチマーク)として配当抜き指数を利用しており、運用実績について投資家に誤解を与えるおそれがある事例⁸¹が一部にみられたが、今回の対話では、配当込み指数に変更されていることが確認された。

他方で、過去に設定したベンチマークが配当抜き指数であったファンドについて、約款変更によりベンチマークを配当込み指数へ変更した後も、変更前の期間については配当抜き指数、変更後の期間については配当込み指数を用い、両者を連結する形でベンチマークを表示している事例がみられた。このような表示方法は、変更前の期間については配当抜き指数との比較を継続することとなり、結果としてファンドのパフォーマンスが実態以上に良好に見えるなど、投資家に誤解を与えるおそれがある。このような事例について、今回の対話を踏まえ、約款変更前の期間についても、配当込み指数に遡って変更する見直しが進められている。

(代表的な指数との比較)

ベンチマークが定められていない商品であっても、投資家目線に立った場合、基準価額の推移だけでは比較対象がなく、相対的なパフォーマンスの状況が分かりにくい可能性が考えられるが、今回の対話において、パフォーマンス状況を投資家に分かりやすく伝えるために、比較対象として合理的と考えられる指数(市場の代表的な指数等)がある場合には参考指数として設定し、基準価額の推移とともに参考指数の推移を情報提供する事例が増えていることが確認された。(例：テクノロジー分野を投資対象とするテーマ型ファンドにおいて、運用報告書に市場の代表的な指数(S&P500)に加え、当該テーマとの関連性が比較的高い指数(NASDAQ総合指数)の推移を掲載)

⁸¹ 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。

他方で、月次レポートにおいて継続的に参考指数を開示していないファンドについて、パフォーマンスが良好な局面では、販売用資料において参考指数との比較を行い、参考指数を上回っていることを示す一方で、パフォーマンスが悪化した局面では参考指数を掲載しないなど、パフォーマンスの示し方に一貫性がなく、期待されるパフォーマンスについて投資家に誤解を与えるおそれがある事例もみられた。

投資家が投資判断を適切に行うためには、パフォーマンス状況について投資家に誤解を与えないことが重要であり、加えて、より分かりやすい情報提供のあり方について、各商品の特性に応じて各社で工夫していくことが期待される⁸²。

【コラム①：ETFを組み入れたインデックスファンド】

信託報酬を低く抑えた全世界株式型インデックスファンドの中には、米国籍のETFを組み入れることにより運用コストを抑えている商品もあり、その運用残高は数千億円規模にまで拡大しているものも存在する。

一般に、インデックスファンドの場合、投資家が負担する信託報酬が運用パフォーマンスとベンチマークの差異の大部分を占めるため、信託報酬は低いほど望ましいと認識されることが多く、ETFを組み入れたインデックスファンドの実質信託報酬（組入れETFの信託報酬を含む）も0.1022%～0.178%と低水準である。一方で、パフォーマンスに着目すると3年間で2%程度、設定来では15%程度ベンチマークを下回っている⁸³ファンドが複数ある。

その要因の一つとして、米国籍のETFの分配金⁸⁴に対して米国で10%の源泉税が課されることが挙げられる。組み入れている米国以外の外国株式の配当金には、現地での課税に加えてETFの分配時にさらに10%課税され、当該税額分コストが高くなる。また、再投資原資が税額分減少するため、特に基準価額の上昇局面では機会損失が大きくなる⁸⁵。

このように、ETFを組み入れることによる米国での源泉課税は構造的なコスト要因となるが、交付目論見書等において当該課税の影響について説明はなされておらず、総経費率にも含まれていない。

ETFを活用することで一見して低コストに見える商品であっても、上記の要因により、リターンが構造的にベンチマークを下回ることから、投資家に対しては、コスト構造やパフォーマンスへの影響について、より丁寧かつ十分な情報提供を行うことが重要と考えられる。

⁸² 例えば、株式の短期的な売買を行わず、長期保有に徹する投資哲学により運用を行う商品については、短期的な市場指数の変動と比較することが合理的でない場合もある。そのような商品においても、投資家が運用状況を理解するためには、ポートフォリオのファンダメンタル特性について市場全体との比較を行うなどの方法により、商品特性に即した情報提供を行うことが望まれる。

⁸³ 信託報酬0.3%以下の全世界株式型インデックスファンド（ETFを組み入っていないファンド）では、ベンチマークを3年間で0.1%～0.9%下回る程度である。（各ファンドの月次レポート等を基に金融庁で計算）

⁸⁴ ETFは、決算期間中に発生した利子や配当等の収益（インカムゲイン）を分配原資とし、信託報酬等の費用を控除した上で、その大部分を分配する仕組みを有している。

⁸⁵ 該当する商品を組成している資産運用会社の要因分析によれば、当該源泉課税の影響が、ベンチマークからの乖離の約40～50%を占めていた場合があった。

【コラム②：大型アクティブファンドに係る考察】

（１） 背景

国内公募の株式投信においては、インデックスファンドの普及が進む一方で、純資産総額が1兆円を超えるアクティブファンドも増加している。そのうち、2025年12月末時点において10年以上の運用実績を有するアクティブファンド（以下、大型アクティブファンド）は5本あり、いずれも先進国株式のアクティブファンドであった。

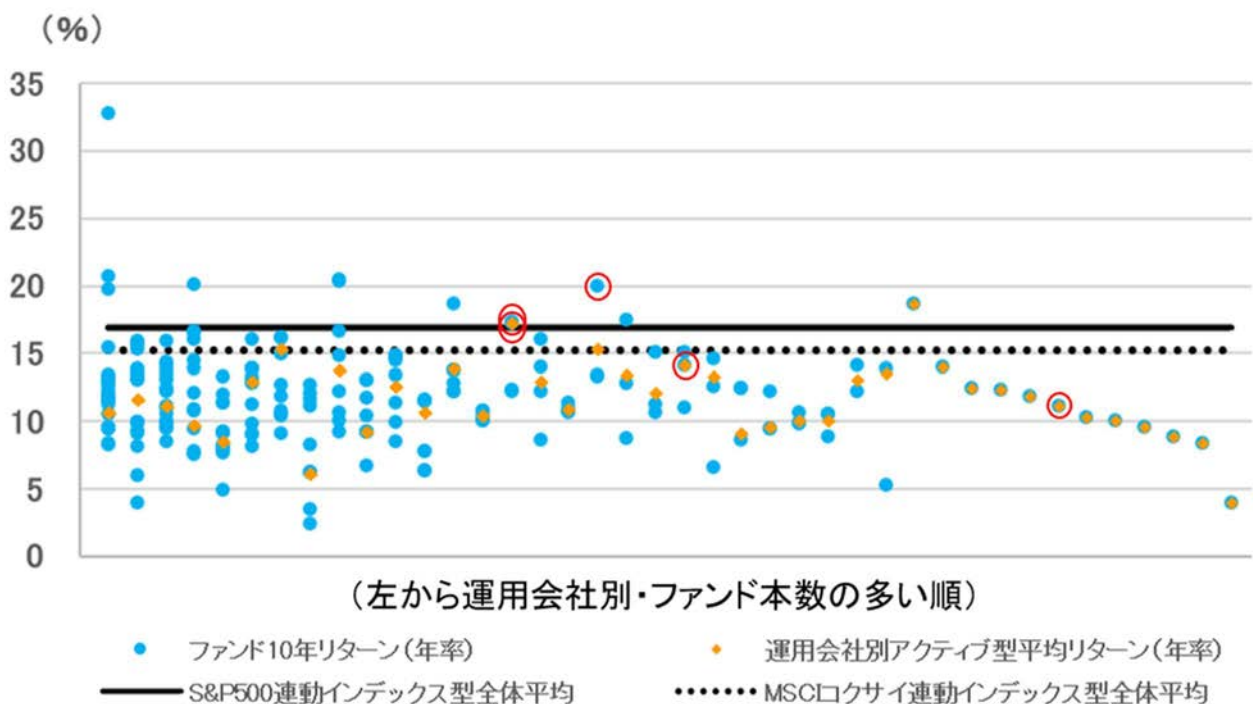
（２） パフォーマンス

これら5本の大型アクティブファンドについて、金融庁委託調査で用いられたデータを活用し、先進国株式アクティブの категорияに属するファンドと、インデックスファンド（ベンチマークが「MSCI コクサイ」または「S&P500」）との比較を行った。

図表5-6では、運用会社別（左からファンド本数の多い順）に各社の先進国株式アクティブ型（為替ヘッジありを除く）の10年リターンをプロットするとともに、S&P500連動インデックス型の平均リターンを実線、MSCI コクサイ連動インデックス型の平均リターンを破線で示している。また、大型アクティブファンドについては赤丸で囲っている。

比較結果を見ると、先進国株式アクティブ型 216本のうち S&P500 連動インデックス型の平均リターンを上回ったものは12本にとどまっている。その中に大型アクティブファンド5本のうちの3本が含まれており、10年リターンの観点ではカテゴリ内で相対的に上位に位置している。

■ 図表5-6：先進国株式アクティブ型・10年リターン⁸⁶



⁸⁶ 株式会社 QUICK のデータを基に金融庁作成。

これらを踏まえると、大型アクティブファンドについては、長期的に良好なパフォーマンスが投資家に選ばれる上で重要な要素であった可能性が考えられる⁸⁷。

また、大型アクティブファンドを提供する各社からは、ファンド残高の拡大要因として、パフォーマンスのほかに、投資環境が悪化した局面においても、投資家や販売会社に対し、ファンドの状況や市場環境等に関する情報提供を継続的かつ丁寧に行ったことが効果的であったとの意見が共通して聞かれた。

資産運用会社においては、こうした丁寧な情報提供に加え、アクティブファンドについて長期的に良好なパフォーマンスを提供することにより、投資家に選ばれ、運用資産残高が拡大する可能性が高まるものと考えられる。

5-3-5 プロダクトガバナンスの確立・高度化に向けて

近年、低コストのインデックスファンドの普及により、株式投信に対する投資家の関心や期待が高まっている。このような環境の下、コスト控除後の超過収益がベンチマークをわずかに上回る程度のアクティブファンドでは、インデックスファンドと比較して投資家にとっての魅力が必ずしも十分であるとは言い難い。

資産運用会社が「投資家に選ばれる十分な魅力を有する商品」を提供するためには、プロダクトガバナンスの目的である「コスト控除後で投資家に十分な付加価値を提供すること」を徹底することが重要である。また、このような取組は、顧客の最善の利益だけでなく、各社の資産運用ビジネスの持続的な成長にもつながるものであり、その基盤としてプロダクトガバナンスの高度化に向けた一層の取組が期待される。

5-4 投資先企業の企業価値向上に向けた取組

資産運用会社が中長期的により高い投資リターンを顧客・受益者にもたらしするためには、投資先となる企業を適切に選定することに加え、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⁸⁸。

大手資産運用会社等においては、エンゲージメントを投資リターンの拡大に資する重要な取組として位置付け、体制整備等を行い、意欲的に取り組んでいる。また、より高いパフォーマンスの実現を目指すアクティブ運用と、特定の指数等に連動した運用を目指すパッシブ運用では、エンゲージメントの位置付けや取組内容が異なることが多く、各社の運用の特徴に応じ、様々な取組が模索されている。

⁸⁷ 大型アクティブファンドのうち、インデックスファンド平均を下回るファンドには、月次レポートにおいて配当抜き指数と配当込み指数を連結する形でベンチマークを表示していたため、投資家に対し、当該ファンドのパフォーマンスについて実態以上に良好な印象を与えていたおそれがあるファンドも含まれている。

⁸⁸ こうした観点から、スチュワードシップ・コード（2025年6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。

5-4-1 アクティブ運用におけるエンゲージメントへの取組

アクティブ運用では、投資判断に基づく銘柄選択や保有銘柄の機動的な入れ替えが可能であり、投資判断に役立てるための情報収集の一環として個別企業との対話が重視されている。そうした対話の中で、企業価値向上に資する取組として、IR（投資家向け情報開示）の改善やリスク要因への対応の提案、他社好事例の紹介等が行われている。このように、アクティブ運用では、より高いパフォーマンスを実現するための様々な取組の一つとしてエンゲージメントが行われている。

一方、深度あるエンゲージメントにより大幅な企業価値向上を実現するためには、相応に高いスキルや人的リソース、コストを要することから、これまでエンゲージメントを超過収益の主要な源泉とするファンドは、大手社においてはあまり見られなかった。こうした中、中長期的に企業価値の向上が期待される企業を中心に対象を絞り込み、深度あるエンゲージメントを行う体制を整備する動きが複数確認されている。また、こうした取組を通じ、スキルの蓄積や人材の育成が進めば、将来的に、深度あるエンゲージメントを超過収益の主要な源泉とする集中投資型ファンドの組成を検討していくとする社もあった。

アクティブ運用においては、各社がエンゲージメントの能力を高め、投資先企業にとって有益な対話を行うことで、投資先の持続的な成長や一層の超過収益の創出につなげていくことが期待される。

5-4-2 パッシブ運用におけるエンゲージメントの効率化に向けた取組

パッシブ運用は、特定の指数に連動するリターンを提供することを目的としており、銘柄選択や売却による投資判断の自由度は基本的にないため、エンゲージメントは、指数の対象企業全体の底上げを主な目的として、横断的なテーマについて行われることが多い。また、パッシブファンドは投資先の企業数が多い一方で、報酬水準は低いものが多く、エンゲージメントに係るコストが必ずしもアセットオーナー等の投資家により負担されていない状況にある。

こうした中、エンゲージメントをより効率的かつ効果的に実施する観点から、各社において様々な工夫が行われている。

（１）企業情報の分析に係る効率化

多くの大手社においては、投資先企業に関する情報を一元的に管理できるツール等を活用し、過去の対話内容、財務・非財務情報、議決権行使結果等を社内でも共有する体制を整備している。これにより、アナリストや運用担当者等が、エンゲージメントや投資判断に必要な企業情報の収集・分析を効率的に行うことが可能となっている。

また、投資先企業の公表資料に記載されている財務・非財務情報の収集・整理・分析作業や、定時株主総会の議決権行使等に係る情報収集・一次判断において人工知能（AI）を活用することで、企業情報の分析・企業評価の効率化を図る取組も広がっている。

(2) 協働エンゲージメントの活用

複数の資産運用会社でエンゲージメントのテーマや目線をそろえた上で、各社でエンゲージメントを分担する協働エンゲージメントも活用されている。協働エンゲージメントのメリットとして、資産運用会社及び投資先企業双方の負担が軽減されるとともに、特定のテーマについて長期的かつ継続的にエンゲージメントを行うことが可能である点が挙げられている。

これまで、協働エンゲージメントについては、参加する資産運用会社間において、エンゲージメントのテーマや目的、対象企業の選定等に関する合意形成に時間を要する点が課題として指摘されることが多かった。しかし、「取り扱うテーマがパッシブ運用者に共通する問題意識に基づくものになってきている」、「投資家として企業に求める内容が一定程度集約されつつある」といった声もあり、パッシブ運用におけるエンゲージメントの効率化を目的として、協働エンゲージメントを活用する事例が増加しているものと考えられる。

(3) アセットオーナーへの報告内容の合理化

エンゲージメント活動に係るアセットオーナーへの報告対応を効率化するための取組も進展している。特に、パッシブ運用におけるエンゲージメントについては、そのコストが必ずしもアセットオーナーに負担されない中で、求められる報告項目が多岐にわたり、かつ年々増加していることや、報告様式がアセットオーナーごとに異なることなどから、資産運用会社側の業務負担やコストが重くなっている点が、従来から課題として指摘されている。

こうした点に対し、複数の資産運用会社がアセットオーナーとの意見交換も踏まえ、「日本版スチュワードシップ・コード」に対応した標準的な報告項目を盛り込んだ報告様式（標準様式）を作成し、その活用をアセットオーナーに提案する取組が進められている。標準様式は、必要な報告項目を網羅しているため、アセットオーナーの関心も高く、公的年金や大手企業年金を中心に採用されている。

今後、**標準様式の活用促進等により、報告内容の質を維持しつつ、報告対応の効率化につなげていくことが期待される。**

(4) 議決権行使と投資先企業との対話の効果的な組み合わせ

資産運用会社にとって、議決権行使は、投資先企業の経営に対して株主としての意思を示す重要な手段であるとともに、エンゲージメントと一体となって企業価値向上を促すための中核的な取組である。このため、資産運用会社においては、議決権行使基準を策定するとともに、当該基準に基づく行使及び行使結果の開示について、受益者に対する説明責任を意識しながら対応している。また、**議決権行使は、投資先企業との対話と相互に補完し合う関係にあり、対話を通じて把握した企業の取組状況や課題認識を議決権行使に反映させることで、実効性の高いガバナンス改善や経営行動の変化を促すことが重要である。**

しかし、パッシブ運用においては、保有銘柄が多いことから、全ての投資先企業と対話を実施できるわけではない。他方、足元では、東京証券取引所が上場企業に要請している「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」等を背景として、投資先企業から資産運用会社への対話依頼が増加している。また、投資先企業からの議決権行使基準に関する問い合わせも増えている。

こうした中、資産運用会社は限られたリソースの中で、議決権行使と対話をいかに効果的に組み合わせていくかが課題となっている。

この点に関し、パッシブ運用においては、議決権行使基準を明確化したうえで、企業経営者の評価に関わる基準（ROE⁸⁹、TSR⁹⁰等）については厳格な議決権行使を行うことで経営規律を働かせる⁹¹とともに、対話の内容を中長期的な企業の成長に資する重要性の高いテーマに絞り込む（例：財務情報等の説明を受けることを目的とした対話は基本的には実施しない）等の取組により、限られたリソースで効果的に企業価値の向上を図る事例もみられる。

【コラム：大量保有報告制度における『重要提案行為等』・『共同保有者』の範囲の明確化】

大量保有報告制度に関しては、パッシブ投資の増加、機関投資家と投資先企業の建設的な対話の重要性の高まり、協働エンゲージメントの広がりといった環境変化を踏まえ、2024 年の金融商品取引法改正及びその後の関連政府令・Q&A の改正が行われた。これにより、機関投資家が深度ある対話を行うことができるよう「重要提案行為等」の範囲の明確化等が行われるとともに、中長期的な企業価値向上に資する協働エンゲージメントを促進する観点から、「共同保有者」の範囲についても明確化等が行われている。

これを受け、資産運用会社においては、法令解釈に関する不確実性を過度に意識することなく、深度ある対話や協働エンゲージメントを有効に活用していくことが期待される。

（まとめ）

資産運用会社においては、**エンゲージメントを実効的で持続可能な取組としていく観点から、アクティブ運用においてはエンゲージメントの更なる高度化・深化を図るとともに、パッシブ運用においては、より効率的・効果的に市場全体の底上げを図ることにより、両者を通じて、継続的な投資リターンの拡大及び市場全体の企業価値の向上につなげていくことが期待される。**

⁸⁹ 自己資本利益率（Return On Equity）

⁹⁰ 株主総利回り（Total Shareholder Return）

⁹¹ ROE 等については、長期的に株主価値を棄損しているか否かという観点から、定量的な基準に基づき厳格な議決権行使を徹底する（基準を達成しない場合は代表取締役選任に反対する）ことにより、経営規律を高めることが可能と考えられるとする意見もある。（公益財団法人日本証券経済研究所 特任研究員 堀江貞之「機関投資家のスチュワードシップ責任の果たし方」（2025 年 10 月））

6. 「企業型 DC・iDeCo」の環境改善に向けて

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(以下、プログレスレポート 2025)では、運営管理機関(以下、運管)や記録関連運管(レコードキーパー。以下、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を確立していくこと、また、物価が上昇する市場環境下において加入者⁹²の適切な商品選択に向けた取組を進めることが重要である旨を指摘した。そこで、今事務年度のモニタリングにおいては、運管や RK における持続可能なビジネス構造の確立に向けた議論の状況を確認するとともに、加入者のうち「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に低い運管と割合が相対的に高い運管の取組状況を確認した。

6-1 持続可能なビジネス構造の確立に向けた取組

プログレスレポート 2025 では、企業型 DC 及び iDeCo のビジネス構造を示した上で、主に以下の点について指摘した。

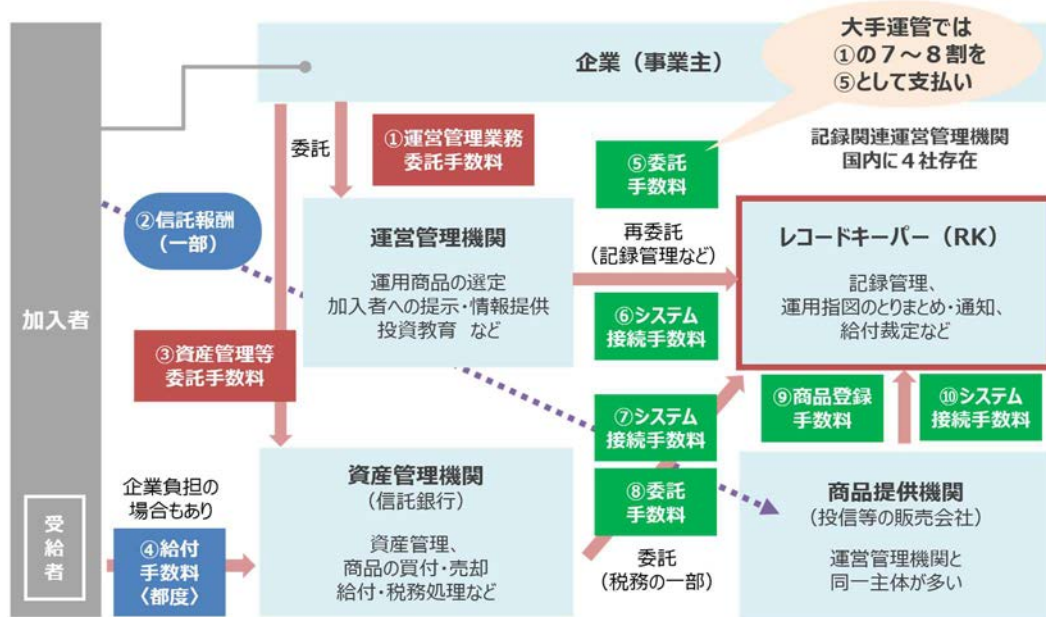
- ・ 多くの運管で DC ビジネスは赤字 (企業型 DC で半数、iDeCo で約 7 割の運管が赤字)。
- ・ 企業型 DC について、大手運管では、企業から得る手数料収入の 7～8 割は RK への委託手数料支払いに充てられている。
- ・ 運管からは、RK の手数料水準や体系の在り方、業務の効率化・合理化について改善余地があるとの意見がある。他方で、RK からは、制度改正対応を含め、現在の収益では将来のシステム費用を賄えないおそれもある、運管からの個別依頼により業務が複雑化している面もあるとの意見がある。

※ ある RK を利用する運管では提供可能な「信託報酬が低い投資信託」が、別の RK を利用する運管では 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、採算割れのため提供できていないとの意見もあり。

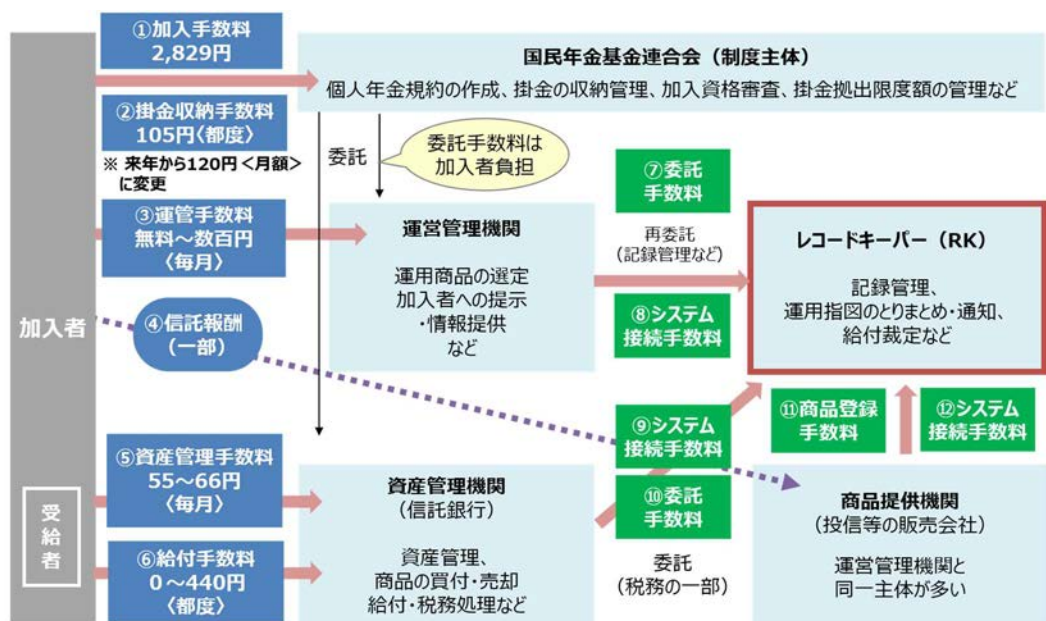
- ・ 多くの運管は RK のサービス利用者であるとともに RK の株主。事務的なコストやハードルに加え、出資関係から RK を乗り換えることは難しい可能性。
- ・ このような関係性に鑑み、各々の RK・運管においては、加入者の最善の利益や双方のビジネスの持続性に配慮しつつ、短期的及び中長期的視点から、手数料の在り方、業務の効率化・合理化、将来的なシステムの在り方等について議論を行うことが重要。

⁹² 企業型 DC・iDeCo の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。

■ 図表 6 - 1 : 企業型 DC のビジネス構造



■ 図表 6 - 2 : iDeCo のビジネス構造⁹³



（注）運管は、事務の効率化の観点から、企業型 DC・iDeCo の記録管理等の業務を行う専門機関として RK を共同出資により設立。大手 2 社がこれに該当。他の 2 社は単一の運管が設立又は運管自身で実施し、他の運管からも業務を受託。大手 2 社には、各々 70 前後の金融機関が出資。2 社合計で企業型 DC のシェアは計 95%程度、iDeCo のシェアは計 70%程度。

プロGRESSレポート 2025 を踏まえ、運管と RK においても、例えば、運管が各々実施していた事務の RK への集約や、今後拡大し続けることが予想されるシステム費用を一定程度抑制するため

⁹³ 手数料水準はプロGRESSレポート 2025 から一部更新。

のクラウド化といった検討がなされている。また、複数の地域金融機関（以下、地銀等）では、収支状況や業務負担を踏まえ、負担の大きい事務手続等は大手運営に任せて、自らは紹介型ビジネス（顧客訪問や営業活動などフロントサービスだけを行う体制）に移行し、収益改善を図る動きもある（一部の地銀等では、新規顧客分に加え、既存の顧客分も大手運営に移換）。他方で、このほか、必ずしも大きな改善に繋がる検討が進められているわけではない。

■ 図表 6-3：足元の RK と運営の取組

業務の効率化・合理化	● 運営が各々実施していた事務の <u>RK への集約</u>について、運営と RK で推進中。【RK①】 ● RK が運営から依頼を受け行っていた <u>個別対応業務の廃止・統一化</u>に向け、運営と RK で調整中。【RK②】 ● RK 業務について <u>AI を活用した業務効率化及びシステム化</u>に向けて検討中。【RK③】
手数料の在り方	● 大規模システム改修によるコストを見据え、双方の持続性を考慮しながら、運営と RK で手数料構造の偏りの見直しに取組中。【RK①】 ● 将来のコストや収益を踏まえた手数料水準の見直しについて、運営と RK で議論する方針（方向性は未定）。【RK②③】
システムの在り方	● <u>クラウド化等を目的としたシステム改修</u>について、課題や対応策、スケジュール等を主要運営と共有・議論し取組中。【RK①】 ● 長期的なコスト削減や機能向上を目指し、システムの <u>クラウド化等を段階的・計画的に実施中</u>（1社は移行済）。【RK②③④】

こうした中、政府においては、DC が NISA と比べ多数の主体が関与する制度である実態や、iDeCo 加入者数（約 400 万）は NISA の口座開設者数（2,800 万以上）の 1/7 以下でありその差も年々拡大している実態を踏まえ、「日本成長戦略」・「成長投資金融戦略」に基づき、手続の簡素化やコストの低減に繋げるよう、制度の効率化・シンプル化に向けた大胆な改革について検討していく方針である。

他方で、運営・RK においても、今後の顧客基盤の見通しを踏まえつつ、足元の取組によって持続可能で加入者のニーズにも応えられるビジネス構造に行き着くことができるのかを検討し、現行の枠組みを前提とした取組では限界がある場合には、業界全体で、以下の取組を行うことが重要である。

- ① **高コストな業務と起因する制度を洗い出し（改善効果が大きいものを特定し）、制度改善に向けた提案をしていくこと。**

（注）公平性の観点から制度上チェックする必要があるが、そのチェックに多くの時間と手間又はシステムコストを要している事項など。

- ② **制度面での取組に加えて、運営・RK 側における運営面での取組も重要である中、例えば、**

RK が複数あること（注１）が加入者・事業主・運管にとってプラスか否かという視点に留意しつつ、①RK の位置付け（各 RK がサービス等を競い合う競争領域か、それとも共通インフラとして機能集約を進めることが適当な非競争領域か）や、②仮に非競争領域と捉える場合には機能集約の課題やコスト（事務面・システム面）対効果（注２）、③これらの点を踏まえた中長期的なあるべき姿、必要な対応について検討するなど、効率化・合理化の取組を進めること。

（注１）RK が複数あることで、各 RK 間で資格確認や移換に際して様々な照会やデータ引継ぎが生じている。加えて、今後益々増加する可能性があるシステム費用を陣営毎に賄う必要がある（サイバー対策を含む）。また、多くの運管は RK の株主でもあり、サービス内容等によって RK を変更することは難しい可能性（特に大手２社）。

（注２）一般には、データ移換・統合や（各 RK で一部に差がある）事務フローの統一等の難易度がどの程度か、コストを上回る効果があるのかどうか論点となる。

■ 図表 6-4：RK の概要⁹⁴

会社名		RK㉔	RK㉕	RK㉖	RK㉗
設立年		1999 年	1999 年	2001 年	1999 年
総株主数		73 社	65 社	グループ内の 2 社	1 社
接続運営管理機関数		42 機関	116 機関	29 機関	21 機関
接続商品提供機関数		63 機関	155 機関	19 機関	18 機関
企業型 DC	加入者（シエ）	485 万人（54%）	364 万人（40%）	19 万人（2%）	32 万人（4%）
	資産額（シエ）	12.6 兆円（55%）	9.2 兆円（40%）	0.3 兆円（1%）	0.8 兆円（4%）
iDeCo	加入者（シエ）	97 万人（22%）	223 万人（51%）	108 万人（24%）	12 万人（3%）
	資産額（シエ）	1.7 兆円（26%）	2.9 兆円（44%）	1.8 兆円（27%）	0.2 兆円（3%）

6-2 DC 加入者の適切な商品選択に向けた取組

物価が上昇する中、物価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する場合、実質的な資産価値が目減りし続けることになる。こうした中、20%前後の加入者は元本確保型商品のみで運用しているが、その割合は運管毎に差がある。そこで、今事務年度の調査対象先⁹⁵について、業界全体の平均値を基準として、各運管が受託している規約・プラン（以下、規約）全体の加入者

⁹⁴ 各社ウェブサイトやプログレスレポート 2025 に基づき作成。各社・項目毎に時点が異なる。iDeCo の加入者数について、P.4 及び P.64 の「400 万」は加入者のみの数値。ここでは企業型 DC・iDeCo とともに、加入者に加えて運用指図者も加えた人数を記載。

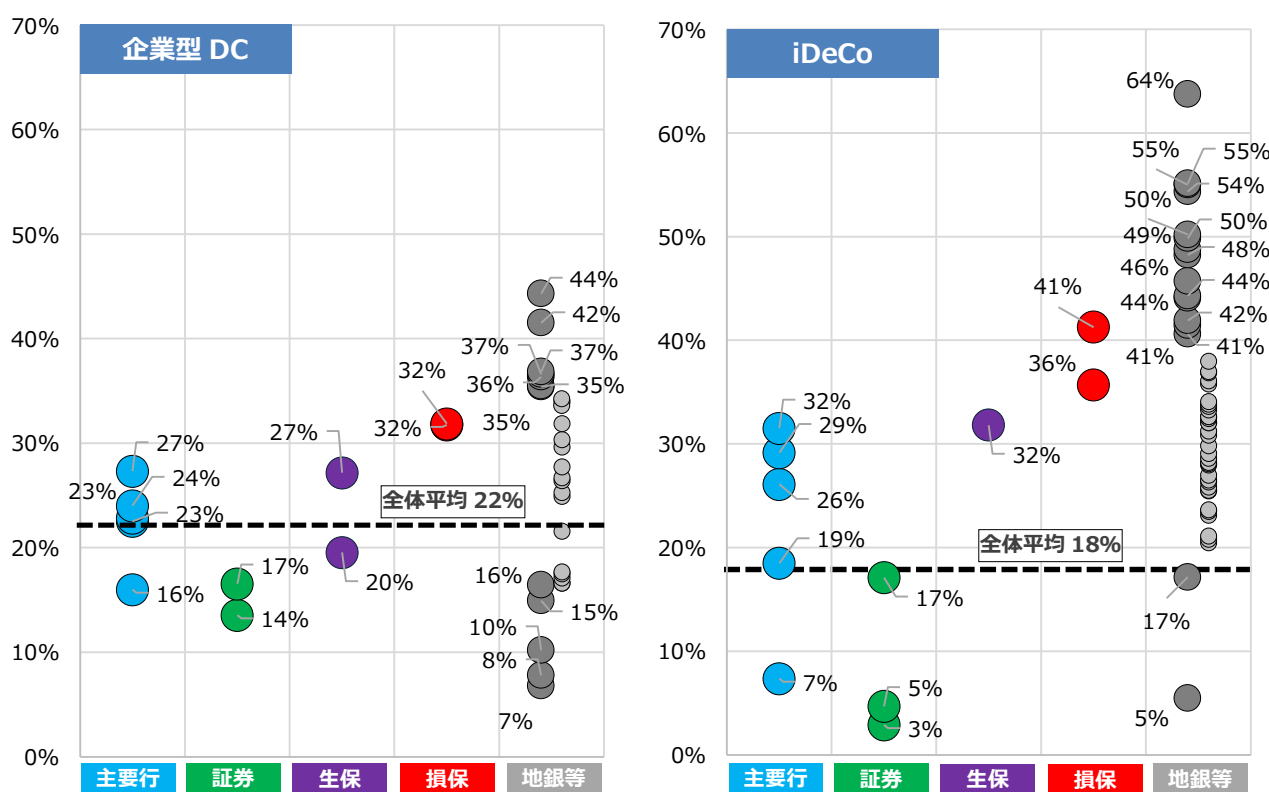
⁹⁵ 企業型 DC は大手 11 社と地銀等 12 社、iDeCo は大手 11 社と地銀等 16 社。大手は企業型 DC・iDeCo の資産運用残高上位先。地銀等は「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に低い運管と高い運管を比較するため、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が全体平均に近い運管を除外して対象を抽出。図表 6-5 の地銀等のうち今回の調査対象は大きい丸で表記。

【企業型 DC】大手 11 社（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）、地銀等 12 社（青森みちのく銀行、大垣共立銀行、群馬銀行、常陽銀行、第四北越銀行、筑邦銀行、長野信用金庫、北陸銀行、北海道銀行、武蔵野銀行、山梨中央銀行、労働金庫連合会）。

【iDeCo】大手 11 社（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、楽天証券、りそな銀行）、地銀等 16 社（岩手銀行、愛媛銀行、沖縄県労働金庫、九州労働金庫、桐生信用金庫、四国労働金庫、大地みらい信用金庫、中国労働金庫、東海労働金庫、百五銀行、福岡ひびき信用金庫、北陸労働金庫、北海道銀行、北海道労働金庫、武蔵野銀行、横浜信用金庫）。

に占める「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に低い運用と高い運用を区分し、それぞれの取組内容や割合の高低要因に係る自己分析結果を確認したところ、①加入者の状況のモニタリング及びそれを踏まえた対応（以下、モニタリング）、②投資教育、③商品選定・入替について、取組状況に差がみられた。そこで、様々な運用において改善に向けた検討を行う際のヒントとなるよう、本章では、各運用の具体的な取組事例を整理した。

■ 図表 6-5：大手 11 社・地銀等における「元本確保型商品のみで運用する者」の割合の分布（2024 年 9 月末時点）



6-2-1 企業型 DC における取組状況

（１）【企業型 DC】加入者の状況のモニタリング及びそれを踏まえた対応

加入者の適切な商品選択をサポートするためには、運用が加入者の商品選択状況や行動をモニタリングし、規約毎の課題を分析した上で、企業とも連携して必要な改善策を実行するとともに、改善策の効果を検証して、更なる改善に繋げていくことが重要である。こうした中、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に高い運用から、以下のような自己分析等が聞かれた。

- ・ RK から取得しているのは、規約毎の商品別資産残高データであり、加入者の商品選択状況を把握できるデータは取得しておらず、規約毎の課題や特徴の分析も十分にできていない⁹⁶。
- ・ 事業主に対して、定期的な報告は行っているが、現況の報告に留まり、モニタリングデータを利用した具体的な改善提案までは実施できていない。

これに対し、当該割合が相対的に低い運用においては、以下のような取組が行われている。

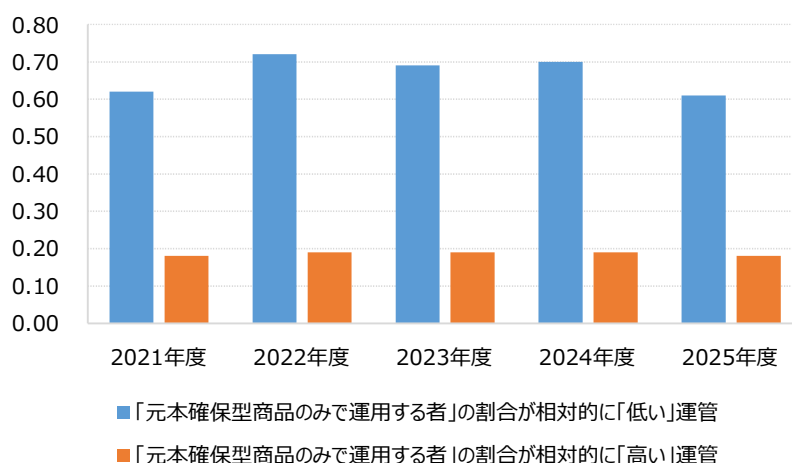
⁹⁶ 加入者データの記録管理業務は運用から委託を受けて RK が実施。そのため加入者データは基本的に RK が集約・一元管理。

モニタリング全般	○ RK から加入者に関するデータを取得。全ての事業主毎に分析報告書を月次で作成・提供。年2回以上の頻度で訪問又はオンラインで説明。
モニタリングデータを活用した KPI の設定	○ KPI を設定 [※] し、毎月の経営会議で報告。事業主への改善提案に活用。 ※ 掛金投信比率と改善先数、マッチング抛出の加入率、セミナー満足度など。
モニタリングデータを活用した優先順位付け	○ 課題先を一定条件で抽出 ^{※1} し、優先的に改善提案。複数先で改善あり ^{※2} 。 ※1 ①運用利回りが低い、②信託報酬が高い商品を採用、③「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が高いなど。 ※2 商品入替、指定運用方法の選定、セミナー開催、マッチング抛出導入など。 ※3 「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に高い運管の取組であるが、課題の改善に向けた取組であり、具体的な効果が確認できているために事例として掲載。

（２）【企業型 DC】投資教育

確定拠出年金法上、事業主には加入者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、多くの事業主は、加入者向けの研修・セミナー等を運管に委託している。加入者の適切な商品選択をサポートするために運管が実施している取組の中でも、投資教育セミナーの実施は、重要な役割を果たしているが、投資教育セミナーの実施状況について、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に高い運管と低い運管を比べると、投資教育セミナーの開催数に乖離があり、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合の高低に、一定の影響を与えている可能性がある。

■ 図表 6 - 6 : 1 企業当たりの年間セミナー開催数（平均値）⁹⁷



また、このほか、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に高い運管から、以下のよ

⁹⁷ 運管毎に年間セミナー数を運管業務受託企業数で除して1企業当たりの年間セミナー数を算出。さらに当該数値を「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に低い運管と高い運管に区分してそれぞれ平均値を算出。汎用動画によるセミナーは集計対象外。

うな自己分析等が聞かれた。

- ・ 投資教育セミナーを実施しているが、画一的な資料を使用しており、各企業が抱える課題に応じた効果的な投資教育セミナーは実施できていない。
- ・ 制度導入後の運管側のサポート体制が十分ではなく、加入者に対して運用の必要性や、金融・経済環境の変化を踏まえたインフレリスクの説明が不十分であった。
- ・ メールやアプリ等を利用した全加入者に向けた一律の情報提供は行っているが、加入者の属性や状況に応じた情報提供は実施していない。
- ・ 投資教育を提案しても、投資教育の重要性について事業主の理解が得られないこと、事業主側の担当者の業務負荷（会場確保・時間調整等）や費用面の問題から十分な投資教育を実施できない場合がある。

これに対し、当該割合が相対的に低い運管においては、以下のような取組が行われている。

セミナー資料のカスタマイズ	○ <u>企業毎の加入者属性や課題等に応じてセミナー資料をカスタマイズ。</u>
インフレリスクの説明強化	○ 過去5年の物価上昇や代表的なライフイベントでの必要費用等を <u>明確な数値で示し、元本確保型商品のみで運用することのリスクを説明</u> 。
加入者の状況に応じた情報提供	○ <u>アプリやメールで、個々人の状況（元本確保型商品のみで運用、加入者サイト未ログイン、掛金配分の未登録、目標利回り未達等）に応じてカスタマイズした情報提供を実施</u> 。
事業主との連携	○ <u>事業主と具体的目標を共有し、従業員説明会やセミナーへの参加促進など協力体制を整備</u> 。

（３）【企業型 DC】商品選定・入替

加入者の適切な商品選択をサポートするためには、魅力ある商品ラインナップを選定するとともに、適時・適切な商品入替を行うことが重要である。こうした中、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に高い運管からは、以下のような自己分析等が聞かれた。

- ・ 運管と企業双方のマンパワーの問題等から、商品追加や除外が実施できないケースがある。特に、商品除外については当該商品保有者の3分の2以上の同意取得が必要とされており負担。
- ・ 加入者自ら商品選択を行うべきとの方針から指定運用方法の選定を積極的に進めてこなかった。

これに対し、当該割合が相対的に低い運管においては、以下のような取組が行われている。

商品入替提案時の工夫	○ 事業主に、信託報酬が低いパッシブファンドへの切替えによる <u>加入者の年間コスト削減額や、長期的な運用リターンへの影響</u> など商品入替の必要性やメリットを具体的に説明。
------------	--

商品除外手続の簡素化 ⁹⁸	○ 除外に係る各種通知を原則電子メールでの通知とし、 <u>同意/不同意の意思表示を WEB サイトにて回答してもらう方式を導入。</u>
指定運用方法の選定等	○ 未指図者の発生防止の観点や環境変化の観点を踏まえ、 <u>指定運用方法に投資信託（ターゲットデートファンドやバランス型ファンド）を選定することについて、事業主に提案。</u>

6-2-2 iDeCo における取組状況

（１）【iDeCo】加入者の状況のモニタリング及びそれを踏まえた対応

iDeCo についても、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に高い運営から、以下のような自己分析等が聞かれた。

- ・ RK から取得しているデータは、商品別資産残高データであり、加入者の商品選択状況を把握できるデータは取得しておらず、分析も十分にできていない（企業型 DC の事例と同様）。
 - ・ 加入者毎の最新の資産配分や運用商品の選択割合を抽出・把握するための分析ツールが整備されていない。
 - ・ 取得したデータの分析や改善策への活用など、モニタリング実施体制が整備されていない。
- これに対し、当該割合が相対的に低い運営においては、以下のような取組が行われている。

データ取得・分析の強化	○ RK から取得したデータ等を利用して、 <u>加入者の商品選択状況、商品スイッチングの状況、加入者サイトへのログイン率等についてモニタリング。</u> 投資教育ツールや情報提供、商品ラインナップ等を見直す際の基礎データとして活用。
-------------	---

（２）【iDeCo】投資教育

iDeCo では、企業型 DC と異なり、事業主を通じた加入者との接点がなく、インターネットのみで加入受付をするケースもあり、加入者へのアプローチ手段が限られている。このため、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に高い運営から、以下のような自己分析等が聞かれた。

- ・ 企業型 DC のように、事業主を通じた投資教育を提供できる場がなく、必要な投資教育を十分に行うことが難しい。
 - ・ 現状、全ての加入者のメールアドレスを取得できているわけではなく、確実な連絡手段は郵送のみであるため、加入者に対する情報提供やアフターフォローが十分に行き届いていない。
- これに対し、当該割合が相対的に低い運営においては、以下のような取組が行われている。

投資教育機会の提供	○ 毎月実施する <u>企業型 DC の投資教育セミナーを iDeCo 加入者向けにも提供。</u>
-----------	--

⁹⁸ 商品除外に係る同意取得手続について、メールアドレスを全加入者から取得できているわけではないため、郵送対応が完全にはなくならず負担が大きいことや、多数の企業が参加する総合型規約では、全ての企業担当者と調整を行い、全対象者に対して同意取得手続を行うことは実質的に不可能に近いこと等から、運営からは同意取得手続の緩和を求める声がある。

営業担当者の説明強化	○ <u>営業担当者に iDeCo 制度や商品選択時のポイントについて研修受講を義務付け</u> 。加入者への適切な説明を行う力を育成。
加入者の状況に応じた情報提供	○ <u>アプリやメールで、個々人の状況（加入者サイト未ログイン、掛金配分の未登録、目標利回り未達等）に応じてカスタマイズした情報提供を実施</u> 。
加入者サイトの利便性向上	○ 加入者へ継続的に情報提供をするための重要ツールである加入者サイトの利用実績を向上させるため、 <u>ID ではなくメールアドレスでログイン可能となるようシステムを整備</u> 。

（３）【iDeCo】商品選定・入替

商品選定・入替に関し、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に高い運管からは、以下のような自己分析等が聞かれた。

- ・ 年１回の委員会にて、取扱商品の運用状況の確認はするものの、具体的な商品入替は実施していなかった。
- ・ パフォーマンスが良好であることを踏まえて、運用商品の入替を行ってこなかったが、結果として既存加入者にとって商品ラインナップの魅力が低下した可能性がある。
- ・ 同意取得の実務的なハードルが高いこと等から、これまで商品除外を行っておらず、商品除外を行う際の手続や加入者への周知等のノウハウが不十分。

これに対し、当該割合が相対的に低い運管においては、以下のような取組が行われている。

商品除外手続の簡素化	○ 商品除外を実施する際、原則 <u>メール通知とウェブによる同意取得</u> とすることで郵送対象者を大幅に削減。
商品除外の実施	○ 大規模な商品除外を実施するために、 <u>顧客への周知期間を十分に設けるとともに、商品除外の基準を明確化して公表</u> ⁹⁹ 。

６－２－３ 取組の高度化に向けて

各運管が業務の改善に向けて検討を行う際のヒントとなるよう、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に低い運管の取組事例を中心に紹介してきたが、割合が相対的に高い運管においても、プログレスレポート 2025 等を契機として、課題の改善に向けて取組を強化していこうとする動きがみられる。また、こうした取組は大手に限るものではなく、地銀等の運管においても、限られたリソースの中で、様々な工夫を行いながら取組を進めている。

運管毎に、サービスの規模や業務に投入可能なマンパワー・予算、DC サービスの社内での位置付けは区々であるが、各運管においては、加入者の最善の利益や受託者責任を踏まえ、**他社の取組**

⁹⁹ iDeCo では、企業型 DC と異なり、加入者への連絡手段が限定されていること等から、商品除外時の同意取得手続の負担が大きく、これまで商品入替を実施する動きは限定的であったが、足元では、商品入替の動きが広がってきている。

も参考に自社サービスについて改めて点検を行うとともに、加入者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、創意工夫を凝らして取り組んでいくことが重要である。

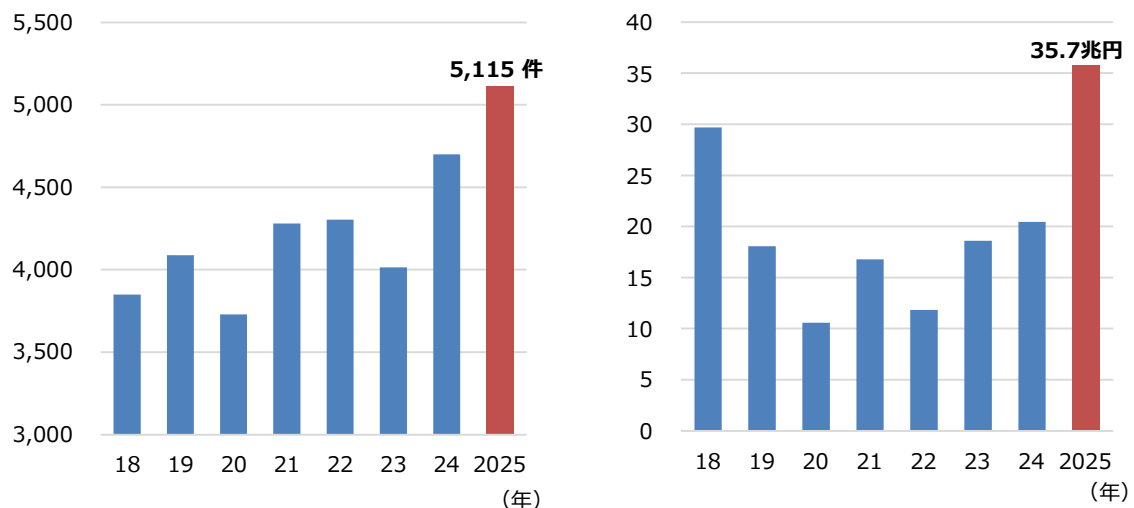
金融庁としては、各運管による課題改善に向けた取組の内容や具体的な成果等について、各運管との対話を通じて、今後も継続的にフォローアップしていく。

7. 能力ある多様な「PE ファンド」の成長に向けて

日本企業が関係する M&A は近年、件数・金額ともに増加傾向にある。類型としては、事業会社によるものや商社・金融機関によるものに加え、PE ファンドが企業を買収し、ハンズオンで企業価値を高めた上で、他の企業やファンドへの売却、上場等によりイグジットするものもある。企業における事業再構築・再編が活発化し、大型の M&A や事業承継も増加する中、大型案件に対応できるファンドを含め、能力ある多様な PE ファンドが質・量の両面で成長し、企業の多様なニーズに応えていくことは、日本企業及び日本経済の発展にとってプラスであり、金融システムの一翼を担う PE ファンドの健全な成長に向けて、官民が連携して取組を進めていくことが重要である。

このため、PE ファンドの現状及び課題や、投資家サイドから見た投資環境の課題について調査を行った¹⁰⁰。

■ 図表 7-1：日本企業が関係する M&A 取引件数（左）と M&A 取引金額（右：兆円）の推移¹⁰¹



7-1 日系 PE ファンドの資金調達の実況①（ファンド・案件の規模）

現状、日系 PE ファンドの多くは、中小規模の案件を投資戦略の中心に据え、相対的に小規模なファンドを運営している。この領域では一定の投資実績やプレイヤーの厚みを有している一方で、大型案件については、一部の日系大手ファンドを除き、外資系ファンドが主な受け皿として機能している。こうした中、ファンド規模 500 億円以上の日系 PE ファンドを対象とした調査では、調査対象 18 社のうち約 7 割が今後のファンド規模の拡大を志向しており、また約 6 割が企業価値 1,000 億円以上の案件にも今後取り組みたいとしている。

他方で、国内 LP 投資家からは、①大型案件と中小案件では必要なノウハウが異なるため、大型案件に対応する企業価値向上能力や社内体制の強化（海外展開をサポートする場合には、その体制

¹⁰⁰ PE ファンドについては、500 億円以上のファンドを運営する日系 PE ファンド 18 社。一部項目については、これらの社のほか、500 億円以上のファンドを運営し、日本で活動する外資系ファンドの回答も活用。また、国内の主要な LP 投資家（大手銀行、大手生保、ゲートキーパー業務を行う信託銀行等、公的年金アセットオーナー）27 機関にもヒアリングを実施。

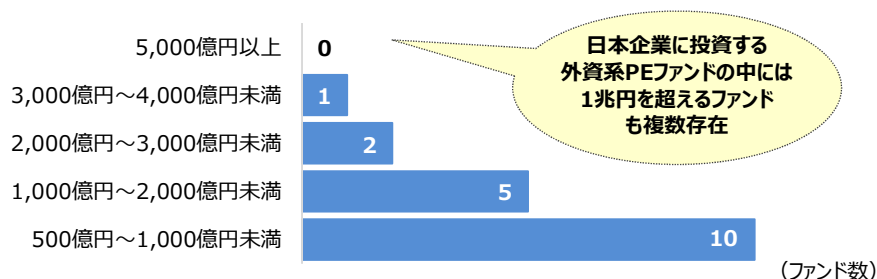
¹⁰¹ 株式会社レコフのデータを基に金融庁作成。

整備を含む)が重要である、また、②ファンド規模の急拡大は、既存の運用能力や組織体制を超える過大な対応を余儀なくされ、過去のパフォーマンスの再現性を損なうリスクがあるとの指摘があった。これに関し、①一部の大手ファンドからは大型案件を担う能力・体制を備えているとの自己評価が聞かれたが、LP 投資家と同様の課題認識を有するファンドも存在した。また、②大手ファンドからは、既存 LP 投資家と次号ファンドに係る出資調整を行う中では、規模拡大は直前のファンド規模の原則 1.5 倍、最大でも 2 倍程度に抑えるべきとの意見が多く、これが実務上の限界点との指摘も聞かれた。こうした背景から、足元では内外 LP 投資家の出資意欲自体は旺盛であるものの、約 7 割の日系 PE ファンドでは、既存投資家の意向や自らの能力・体制、足元の投資戦略・機会を踏まえ、直近ファンドの募集に際して調達予定額を超える出資オファーの一部を謝絶するカットバックを実施している。

■ 図表 7-2：PE ファンドによる 2025 年の大型投資案件（いずれも非公開化又はカーブアウト）¹⁰²

	案件	PE ファンド	案件規模
1	ヨークHD（小売）	Bain	8,147 億円
2	田辺三菱製薬（医薬品）	Bain	5,100 億円
3	テクノプロ（技術者派遣等）	Blackstone	5,074 億円
4	フジテック（エレベータ等）	EQT	4,078 億円
5	トプコン（光学機器）	KKR・JIC キャピタル	3,482 億円
6	ホギメディカル（医療用品）	Carlyle	1,446 億円
7	三菱ロジスネクスト（フォークリフト）	JIP（日本産業パートナーズ）	1,330 億円
8	日新（国際物流）	Bain	1,181 億円
9	日本調剤（調剤薬局）	アドバンテッジパートナーズ・LYFE	1,178 億円
10	マンダム（化粧品）	CVC	1,020 億円

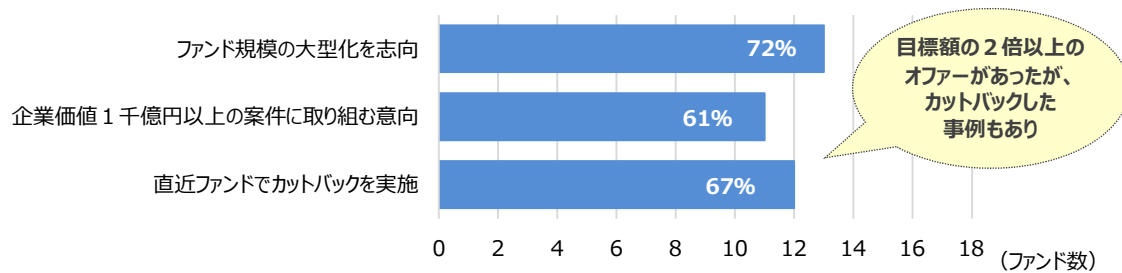
■ 図表 7-3：日系 PE ファンドにおける直近ファンドの規模¹⁰³（調査対象 18 社）



¹⁰² 産業革新投資機構（JIC）資料に基づき金融庁作成。日系ファンド（民間）による案件に網掛け。外為法に基づく中止勧告があった牧野フライス製作所の案件は除く。

¹⁰³ 2026 年 1 月末時点。本章の以降の図表において同様。

■ 図表 7-4：日系 PE ファンドの意向等（調査対象 18 社）



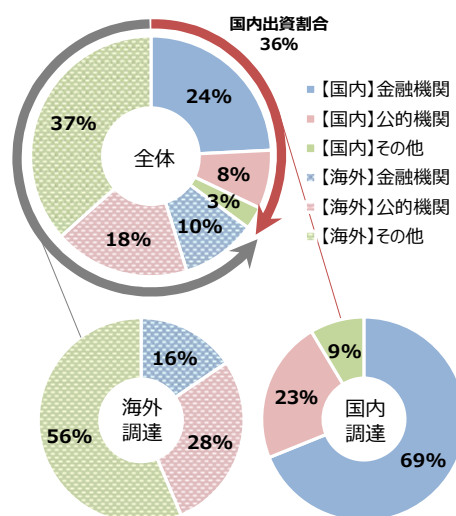
7-2 日系 PE ファンドの資金調達現状②（国内投資家からの出資割合）

大手 PE ファンドの多くは、安定的なファンド運営（海外投資家の出資行動は為替に影響される面がある中、国内投資家からの出資割合（以下、国内出資割合）が高い方がファンド運営が安定する）、経済安保に関わる案件に対応する場合のレピュテーションや出資企業の安心感、利益の国内還元等の観点から、国内出資割合は 50% 程度が理想としている。

しかしながら、現状の傾向として、日系 PE ファンドでは、ファンド規模が大きくなるにつれて国内出資割合が低下している。具体的には、1,500 億円未満のファンドにおける国内出資割合の平均が 73% であるのに対し、1,500 億円以上の大手 PE ファンドでは平均 36% となっており、20% 未満のファンドも存在する¹⁰⁴。

その背景として、国内投資家の広がり限定である中、1 機関当たりの出資額が海外投資家と比して少額であるため、国内投資家の出資オファー総額が海外投資家の総額より少額となっている点が挙げられている。また、足元で国内出資割合が 50% 程度のファンドからも、次号ファンドで更なる規模拡大を行う場合には、50% を下回る可能性があるとの声が聞かれた。

■ 図表 7-5：直近ファンドの規模が 1,500 億円以上の日系大手 PE ファンド 4 社の出資割合¹⁰⁵
（ファンド規模に応じた加重平均）



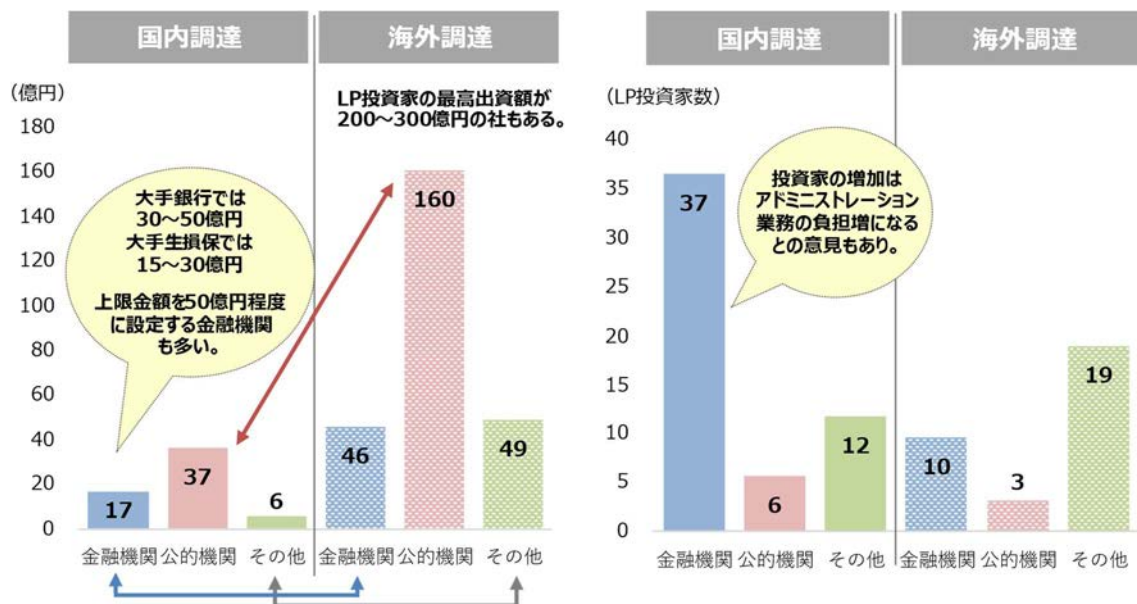
¹⁰⁴ 日本で活動する外資系 PE ファンドには、日本特化型ファンドと日本にも投資を行うグローバルファンドがあるが、回答があった 7 社のうち、前者（2 社）は日本国内からの出資割合が 10～30% 程度、後者（5 社）においては 0～3% 程度となっている。

¹⁰⁵ 公的機関とは、公的アセットオーナーや政府系金融機関・官民ファンド。その他は、大学、企業年金、ファミリーオフィス、事業会社、ファンド・オブ・ファンズ、個人等。以降の図表において同様。

■ 図表 7-6：直近ファンドの規模が 1,500 億円以上の日系大手 PE ファンド 4 社の状況¹⁰⁶

(左：日系大手 PE ファンド 4 社の LP 投資家の平均出資額 (1 機関当たり))

(右：日系大手 PE ファンド 4 社の平均 LP 投資家数 (属性別))



7-3 PE ファンド・LP 投資家の双方の意見

PE ファンドにおける規模拡大や国内出資割合に関して、PE ファンドから国内 LP 投資家への意見、及び国内 LP 投資家から PE ファンドへの意見を、各々に確認したところ、以下の指摘があった（前述のものを含む）。

【PE ファンドから国内 LP 投資家への意見】

(ファンド規模が 500 億円以上の日系 PE ファンド 18 社と外資系 PE ファンド 5 社の意見)

- ・ 国内 LP 投資家の組織内基準として定める 1 ファンド当たりの出資上限額が海外投資家に比して少額である。(20 社/23 社)

※ さらに、日系大手 PE ファンドからは、「大手銀行等からの出資額は、既に各機関の出資上限に達しつつある」との意見があった。

- ・ リスク管理として複数の PE ファンドへの分散投資を好む傾向がある。特に、銀行は LBO ローンの案件発掘のため少額を多数のファンドに出資したい傾向がある。(17 社/23 社)

※ さらに、日系大手 PE ファンドからは、「日系ファンドの直近のパフォーマンスは良好であるが、外資系 PE ファンド（グローバルでの投資）と比較してパフォーマンスの安定性には差がある。LP 投資家の分散投資により、能力に関わらず多くのファンドが容易に出資を得ることができると、健全な競争・成長を阻害。LP 投資家の投資結果も平準化される。ファンド側で投資案件を分散しているため、LP 投資家には能力あるファンドを見極め、より集中的な出資を希望する。」旨の意見があった。

- ・ ファンド募集額の 10% 以上の出資を敬遠する傾向がある（自身が主要な投資家になること

¹⁰⁶ ファンド規模に応じて加重平均。LP 投資家数は 2026 年 1 月末時点の値。

を避ける傾向がある)。(13 社/23 社)

- ・ 出資判断基準がチェックボックス化している。例えば、50%以上の規模拡大はスタイル変更として、出資減額や出資不可とする投資家も存在する。(11 社/23 社)

■ (参考) 図表 7-7 : ファンド規模拡大を志向する日系 PE ファンド 13 社の出資内訳

(直近ファンドの規模に応じて加重平均)と出資拡大を希望する国内投資家の属性(2026 年 1 月末時点)

	現在の国内出資の内訳	出資拡大の希望 (社数)
3メガ・ゆうちょ	17%	10/13
その他預取	32%	9/13
生損保	15%	13/13
その他金融機関	6%	11/13
公的アセットオーナー	10%	12/13
政府系金融機関・官民ファンド	9%	10/13
企業年金	6%	12/13
学校	2%	13/13
事業会社等	3%	7/13

【国内 LP 投資家から PE ファンドへの意見】(主要な国内 LP 投資家 27 機関¹⁰⁷の意見)

- ・ 分散投資は海外投資家でも実施。内外投資家の出資額の差は、主要な LP 投資家の属性の違い。日本では(BIS 規制がある)銀行が主要な投資家であるが、海外では、銀行ではなく年金・SWF・大学・生保等が主要な投資家であり、運用規模・出資額ともに大きい。(大手銀行)
- ・ ファンド規模を急拡大させ、体制・ノウハウが追いつかず失敗する例を多く見てきた。組織成熟度と実行力を重視して投資先を判断。(大手銀行)
- ・ 投資先企業の規模や経営課題の多様化を展望した、専門性の高いチーム構築を進めてほしい。各企業の課題解決による企業価値創出が再現性あるリターンに繋がる。体制強化に向けては、機能的な役割分担や専門性強化といった海外のベストプラクティスを参考にすることが有効。(公的アセットオーナー)
- ・ 現状、グローバルに展開する売上高 1 兆円企業の価値向上を日系ファンドにできるかは疑問。海外では企業バリュエーションが高い分、海外大手ファンドでは、データアナリストを多数抱え、価格戦略や AI 活用による効率化等の手法を駆使し、海外販路拡大を含めリターンを捻出。レベル差がある。(大手銀行)
- ・ 海外ではホームラン案件(高収益の案件)があるが、日本では少ない。安定的なヒット狙いが多い印象。(大手銀行)
- ・ 日系 PE ファンドは規模が小さいものが多く、新たに PE 投資を始めたアセットオーナーは既存投資家に劣後するので投資機会が乏しい。(公的アセットオーナー)

¹⁰⁷ 大手預金取扱機関 10 社、大手生保 5 社、ゲートキーパー業務を行う信託銀行や資産運用会社 5 社、公的アセットオーナー 7 機関。

7-4 共同投資

大型案件では、PE ファンドと他の投資家による共同投資が活用されることがある（LP 投資家がファンド出資分とは別に個別案件へ投資するものも含む）。共同投資の活用により、PE ファンドには単独よりも大型の案件に投資が可能となるというメリットが、投資家側にもファンドを経由せず投資を行えるためファンドの管理報酬を負担する必要がない（コスト控除後リターンの向上）というメリットが存在する。他方で、多くの PE ファンドからは以下の指摘がある。

- ・ 欧米やアジアの機関投資家は、信頼した PE ファンドとの共同投資に非常に積極的。共同投資への参加チケットを購入するイメージで多額の LP 出資にも積極的（ファンドは LP 出資額が大きい先から共同投資を持ちかけ）。投資家が多様であれば、案件に応じて機動的に共同投資を調整する方法も可能となる。他方で、国内投資家は一部を除き消極的（又は経験が乏しい）。
- ・ 海外投資家であれば数千億円の規模でもすぐに資金が集まる。LP 出資と同様、日本の投資家で大口の資金を用意できる先は少ない。そのため、まずは欧米の年金など海外投資家に話を持っていく。
- ・ LP 投資家から見た場合、ファンドへの LP 出資と個別企業への共同投資では求められるノウハウが異なり、また共同投資は短時間で投資判断をする必要。国内 LP 投資家は体制が不十分で、組織内での検討に要する時間が長く迅速性に欠け、コミットの不確実性も高い。このため、現状はあまり当てにはできない¹⁰⁸。

■ 図表 7-8：企業価値 1,000 億円以上の案件にも今後取り組みたいとする日系 PE ファンド 11 社において共同投資を希望する国内投資家属性（2026 年 1 月末時点）（期待する社数）

3メガ・ゆうちょ	6/11
その他預取	3/11
生損保	7/11
公的アセットオーナー	8/11
政府系金融機関・官民ファンド	7/11
企業年金	3/11
学校	4/11
事業会社等	6/11

■ 図表 7-9：国内 LP 投資家における共同投資の意向（国内案件・2026 年 1 月末時点）

大手銀行	A	参加しない方針。
	B	魅力的。投資契約のサイドレターで希望（ただし実績は少額のみ）。
	C	現時点で意向なし。
	D	魅力的。分散を意識しつつ実施している。

¹⁰⁸ 一部を除き、多くの国内 LP 投資家もノウハウの相違やリソース不足を自認。

大手生保	A	内部で取組方針を議論しているが、結論には至っていない。
	B	実績は1件のみ。
	C	共同投資ファンドへの投資については検討中。
	D	今後の検討課題。
	E	共同投資ファンドには投資（直接はしない）。
公的 アセット オーナー	A	昨今の案件大型化に伴い、機会も増加すると想定。 国内案件でも適切に対応したい。
	B	予定なし。
	C	提案があれば検討。
	D	予定なし。
	E	魅力的。提案があれば積極的に検討。
	F	魅力的。引き続き強化。
	G	ポートフォリオの分散が進む中、今後は増やせるステージに入りつつある。

7-5 LP 投資家が期待する投資環境の整備

国内の主要な LP 投資家からは、日系 PE ファンドへの投資を拡大していく上で、以下のような投資環境の整備を求める声が多く聞かれた。こうした環境整備は、国内 LP 投資家の裾野拡大や投資判断の高度化、投資実務の効率化に繋がるものであり、日系 PE ファンドの成長を支える基盤として重要である。

1	日本企業に投資する PE ファンド業界全 体のベンチマーク データの充実 (21/27 機関)	● 投資家が投資先ファンドを評価する際や PE ファンド投資を新たに開始する際に、業界全体のパフォーマンスを示す信頼性の高いベンチマークがあればファンド評価や機関内での検討に資するが、現状、<u>欧米と比して不十分</u>。 ※ 業界団体が公表するベンチマークに対しては、①対象ファンド数が少ない、②公正価値評価を未実施のファンドもデータに含まれている、③項目内容が乏しい、④開示頻度が低い、⑤基準日と比して公表日が遅い、との指摘がある。 ※ 足元の資金調達に不満がないファンドには協力するインセンティブがないとの意見もあるが、大手の投資家からは、「多くの国内ファンドはリーマンショック後に設立され、不況期での調達難を未経験。<u>不況期にも出資を継続できる機関投資家の重要性について認識が甘い</u>。それが昨今のベンチマークの取組への一部ファンドの冷淡さに繋がっている。サイクル変動に備えて投資家の裾野を広げておく重要性を業界全体で共有してほしい。」との指摘もある。
---	---	--

2	公正価値評価の促進 (17/27 機関)	● PE ファンドでは 8 割程度が公正価値評価を実施している印象であるが、<u>老舗でも一部未実施</u>。公正価値評価でないと海外ファンドとのパフォーマンス比較ができず、日本の PE 市場の評価に支障。 ● 上場株式対比の超過収益の獲得をオルタナ投資に求めるアセットオーナーにとって公正価値評価は非常に重要。<u>公正価値評価を採用していないファンドは、原則として評価対象から除外せざるを得ない</u>。正確な投資判断の前提として、国際的基準に則った公正価値評価と四半期ベースでの算出・開示を行うよう、業界団体には継続的に要望を伝達。
3	ファンドの報告書式・内容の統一促進 (18/27 機関)	● ファンドから投資家への通知書の<u>書式が統一されておらず、複数のファンドに出資する投資家にとって、バックオフィスの負荷が大きい</u>。<u>投資先拡大の足枷</u>となる。ILPA¹⁰⁹のフォーマットがあるものはその使用を奨励すべき¹¹⁰。 ● 銀行等は、規制上（ファンドの投資先まで把握する）ルックスルーでリスク管理を行う必要があるが、ファンドからの<u>情報が不十分な場合もある</u>。各行で項目・粒度の拘りも異なる印象。<u>統一化はファンド側の負担軽減にも繋がる可能性</u>。
4	LP 投資家の意見表明機会の整備 (8/27 機関)	● パフォーマンスが良いファンドほど、<u>単独の LP では交渉が難しい</u>。アセットオーナー等の <u>LP 投資家の多様化が進む中、日本でも（ILPA のような）LP で共通アジェンダを設定し、議論・意見発信をする仕組みが必要ではないか</u>¹¹¹。
5	セカンダリー市場の活性化 (13/27 機関)	● <u>海外と比較して国内ではセカンダリー市場が未発達</u>。売り手・買い手ともにプレイヤーが限定的。PE 投資には J カーブ（投資開始間もない期間は収益がマイナスとなる）が存在するが、セカンダリーで持分を購入することで軽減できる。

7-6 まとめ

【総論】

前述のとおり、能力ある多様なファンドの質・量両面での成長は日本経済の発展にとって重要である。日本においても中小案件を投資戦略の中心とする領域では一定の厚みが生まれてきていること、企業の事業再構築・再編の活発化や M&A の大型化を踏まえると、今後は、外資系 PE ファ

¹⁰⁹ Institutional Limited Partners Association の略。PE ファンドに投資する LP 投資家の世界的な業界団体（本部：米国ワシントン）。

¹¹⁰ 大手 PE ファンドからは、海外投資家には ILPA フォーマットを使用、国内投資家には各投資家の希望に応じたフォーマットを使用しているとの意見もあった。

¹¹¹ 現状、研究会のような場は存在するが、会社ではなく個人の資格で参加するものであり、業界内でのネットワーキングや知見の共有が主。

ンドに加え、日系 PE ファンドの中からも大型案件に対応できる優れたファンドが育っていくことが期待される。

【大型化、共同投資】

こうした中、ファンド規模・投資案件の大型化を志向するファンドにおいては、投資戦略を明確化し、体制強化等に取り組むとともに、LP 投資家に対して、大型化に向けた意思、自身の備え・能力・強みの根拠を客観的・説得的に示していくことが重要である。

国内 LP 投資家においても、多様なファンドの成長は良質な投資対象の増加に繋がるものであり、出資ファンドが大型化を志向する場合には、その是非を形式的に判断するのではなく、ファンドの発展及びリターン向上の観点から、ファンドの能力や体制について目利き力を十分に発揮して評価することが重要である。また、同様の観点から、適切なリスク管理の下、優れたファンドにはより多くの資金を配分していくことが期待される。加えて、共同投資に対する取組方針を明確化の上、PE ファンドに伝達し、共同投資に取り組む場合には、自ら又はゲートキーパーにおいて共同投資案件に対する十分な審査能力を備え、迅速な意思決定を行うための体制を構築することが重要である。

【投資環境の整備】

また、日本において、PE 市場をより発展させていくためには、国内 LP 投資家の投資拡大に向けて、より投資しやすい環境を整備していくことが重要である。このため、まずは、銀行・生保・公的アセットオーナーなど主要な LP 投資家において（本レポートも参考に）足元における課題の整理や意見集約を行っていくことが期待される。また、PE 業界においても、業界をリードする存在である大手ファンドが積極的に関与して、LP 投資家と真摯に意見交換を行い、業界発展のために取り組んでいくことが期待される。

【政府の取組】

政府としても、PE ファンドの発展に向け、先般策定された「日本成長戦略」や「成長投資金融戦略」を踏まえ、関係省庁・機関が連携し、アセットオーナーの機能向上、JIC や DBJ 等の出資機能（LP 出資・共同投資）の強化、銀行等の出資規制等の合理化、プライベートアセットへの投資に特化した新たな投資信託の枠組みの整備（顧客保護に留意）、PE ファンド業界全体のベンチマークの充実ははじめとする投資環境の整備等に取り組んでいく。