

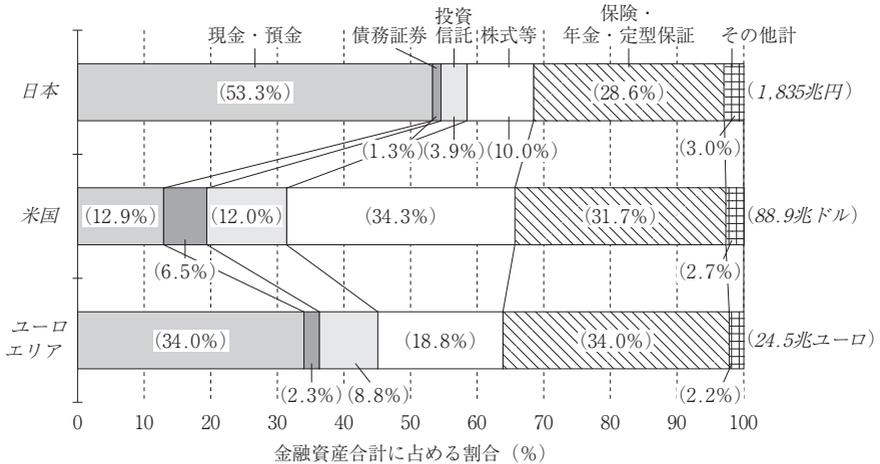
第13章 資産運用業

1. 個人金融資産の運用 日本銀行「資金循環の日米欧比較」によると、日本の個人金融資産（2019年3月末現在）は1,835兆円であった。そのうち、53.3%が現金・預金、15.2%が有価証券（債務証券、投資信託、株式等）で運用されている。欧米と比較すると、米国はもとより、ユーロエリアに比べても、現金・預金に偏重する一方、有価証券比率が低いといえよう。また、金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」[二人以上世帯調査]（2018年）によると、金融商品を選択する際に、安全性（41.8%）や流動性（25.8%）が重視され、収益性を重視するという回答は17.6%しかない。このように、日本の個人金融資産は、比較的安全性の高い預貯金を中心に運用され、収益性の高い有価証券に対する選好度合いが低いといえる。確かに、デフレ期においては預貯金偏重の運用が結果的には良かったかも知れないが、過度の安全性重視は却ってインフレにより実質的価値が目減りするというリスクを抱えることになりかねない。

このような環境の下、2014年に、「貯蓄から資産形成へ」の流れを促進するための投資優遇制度であるNISA（少額投資非課税制度）が導入され、2016年には非課税枠が100万円から120万円に拡大され、未成年者向けのジュニアNISAが新設された。また、2018年には積立型のつみたてNISAが開始された。さらに、2017年には自営業者や勤務先に企業年金のない会社に勤めるサラリーマン等に限られていたiDeCo（個人型確定拠出年金）が、公務員や専業主婦（夫）、企業年金があるサラリーマンにも対象が拡大された。

資産運用業者には、将来の保障である保険・年金等の運用に携わる信託銀行、生命保険会社、投資一任業者や、投資信託の運用に携わる投資信託運用会社などがあり、間接・直接に、少子高齢化社会における個人の金融資産形成に寄与している。さらに、資産運用業者は、以下の2点において、企業の成長や健全な経済の発展に寄与し、社会に貢献している。まず、市場を通じ成長企業に資金を提供することにより、効率的な資金配分機能を果たしている。次に、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大のために、スチュワードシップ活動を通じ、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長に貢献している。

家計の金融資産構成 (2019年3月末)



*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」、「年金・定型保証」を控除した残差。

〔出所〕 日本銀行

金融商品を選択する際に重視すること

<金融資産保有世帯>

(%)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
収益性	16.6	15.8	18.7	16.9	14.7	16.7	17.6	17.5	18.7	17.6
利回りが良い	13.8	13.2	13.8	12.1	9.8	11.7	11.9	12.1	12.9	11.3
将来の値上がりが期待できる	2.8	2.6	4.9	4.9	4.9	4.9	5.6	5.4	5.9	6.2
安全性	44.9	48.4	48.0	46.7	47.0	45.7	46.1	45.7	46.6	41.8
元本が保証されている	30.1	29.8	30.3	28.7	29.6	29.5	29.3	29.9	30.1	27.8
取扱金融機関が信用できて安心	14.8	18.6	17.6	18.0	17.4	16.3	16.8	15.8	16.5	14.0
流動性	30.9	28.5	23.7	24.7	25.0	25.1	23.1	24.7	21.0	25.8
現金に換えやすい	5.3	4.5	4.6	5.3	5.9	6.0	6.0	6.7	5.5	5.7
少額でも預け入れや引き出しが自由にできる	25.7	24.0	19.0	19.4	19.1	19.1	17.2	18.0	15.5	20.1
商品内容が理解しやすい	2.0	1.8	2.2	2.5	2.5	3.1	3.2	2.4	3.2	2.2
その他	4.3	4.4	5.4	6.7	8.5	7.9	8.5	7.9	9.1	9.9
無回答	1.3	1.0	2.0	2.4	2.2	1.5	1.7	1.9	1.5	2.7

〔出所〕 金融広報中央委員会

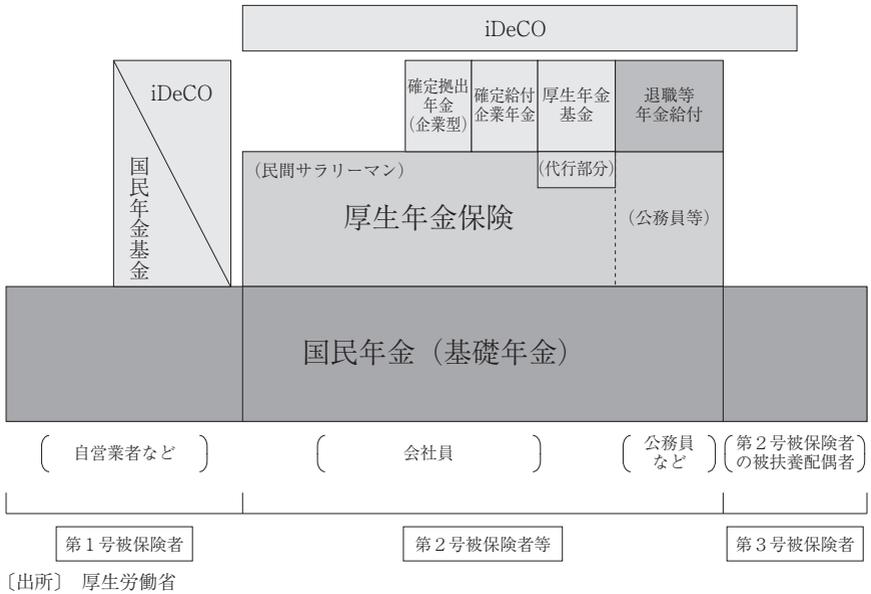
2. 年金資産の運用 わが国の年金制度は、①全国民に共通した国民年金（基礎年金）をベースに、②民間サラリーマンや公務員等を対象とした2階部分である厚生年金保険、③厚生年金保険の上乗せ給付を行う3階部分である私的年金（企業年金、個人年金）からなる3階建てとなっている。このうち、国民年金と厚生年金保険が公的年金として世代間扶養である賦課方式（修正賦課方式）を採用し、私的年金は積立方式を採用している。

私的年金は、①確定給付型と②確定拠出型に大別でき、①確定給付型は加入期間や掛金等に基づいて給付額が確定しているが、②確定拠出型は拠出された掛金が個人ごとに明確に区分され、掛金とその運用収益との合計額をもとに給付額が決定される。①確定給付型には、確定給付企業年金（規約型、基金型）、国民年金基金、厚生年金基金があり、②確定拠出型には、企業型確定拠出年金と個人型確定拠出年金（iDeCo）がある。

年金資産の運用は、受給権保護の観点から、安全かつ効率的に行わなければならない（確定給付企業年金法第67条等）、自家運用を行っている一部の大規模な年金を除き、外部の運用機関に委託されている。企業年金連合会の「企業年金実態調査」（2017年度）によると、企業年金（厚生年金基金および確定給付企業年金）の運用委託先は、信託銀行47.0%、投資一任業者27.5%、生命保険会社25.5%となっている。また、資産構成割合は、国内債券23.5%、国内株式11.6%、外国債券15.9%、外国株式13.2%、生保一般勘定17.3%、ヘッジファンド5.6%、短期資産5.4%、その他7.5%となっている。

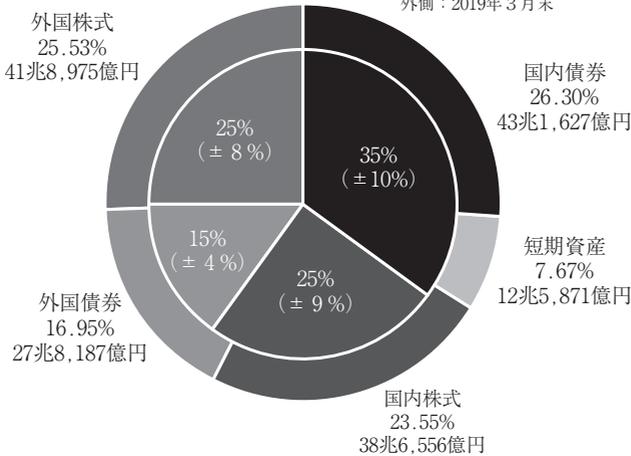
公的年金である国民年金と厚生年金保険の積立金は、「年金積立金管理運用独立行政法人」（GPIF）によって管理・運用されている。GPIFの資産構成割合（2019年3月末）は、国内債券26.30%、国内株式23.55%、外国債券16.95%、外国株式25.53%、短期資産7.67%となっている。以前は国内債券中心の運用であったが、①国内債券利回りがマイナスないし超低金利でありインカム・ゲイン期待に乏しいことや、②日本経済のデフレ脱却等により金利が高騰（債券価格は下落）した場合のキャピタル・ロスに備えて、株式や外貨建て資産にも分散投資したものになっている。また、積立方式である企業年金に比べ、修正賦課方式である公的年金は、株式や外貨建て資産に対するリスク許容度が高く、積極的な運用が可能であるとも言える。

年金制度の体系



運用資産額・構成割合 (年金積立金全体)

内側：基本ポートフォリオ (カッコ内は乖離許容幅)
外側：2019年3月末

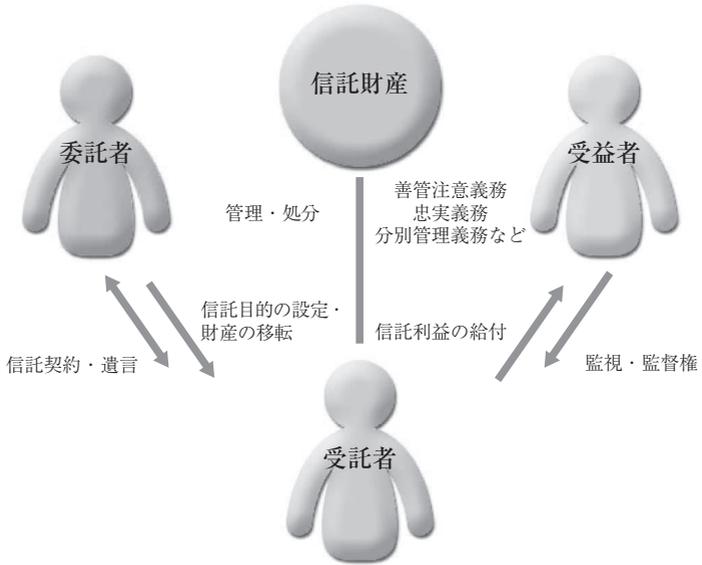


3. 信託銀行の資産運用 信託とは、①財産権を有する者（委託者）が、信託契約等によって、信頼できる者（受託者）に対し財産を移転し、②受託者は一定の目的（信託目的）にしたがって、委託者本人または第三者（受益者）のために財産（信託財産）の管理・処分などをする制度である。基金型企業年金信託を例にすれば、企業年金基金が委託者兼受益者、信託銀行が受託者となる。信託制度は、受託者への信頼が前提であるため、受託者である信託銀行には、善管注意義務、忠実義務、分別管理義務等が課されている。

信託銀行と年金基金との関係には、以下の3つのケースがある。まずは、信託銀行が自らの裁量により資産を運用するケース（資産運用型信託）である。次に、信託銀行が運用を行わずに資産管理業務のみを行うケース（資産管理型信託）である。さらに、年金基金が複数の運用機関に資産運用を委託する場合に、複数の運用機関を取りまとめる総幹事会社となるケースである。信託銀行の運用の特徴としては、投資一任業者に比べて、パッシブ運用の比率が高いことが挙げられる。パッシブ運用とは、特定のベンチマーク（指標）の動きと連動した投資収益を達成することを目指す運用方法のことである。パッシブ運用は、個別有価証券の投資価値を運用者が判断して売買を行うことによりベンチマークを上回る成績を目指すアクティブ運用と比較して、取引に関わるコストが少なくすむこと、運用報酬が低く抑えられること等のメリットがある。

信託銀行は、一般の商業銀行と異なり、①銀行業務以外に②信託業務や③証券代行業務等の併営業務も営んでいる。企業との取引で言えば、①銀行業務としての法人融資、②信託業務としての企業年金信託、③併営業務としての株主名簿管理等の証券代行業務を行うことができ、企業と信託銀行の取引という面で見ればビジネス上の相乗効果をもたらすとも言える。しかし、同時に、①貸し手として融資を行い、②株主として企業の株式を保有し、③企業に代わって企業のために証券代行業務を行うことは、利益相反の温床となりかねない。また、同じ金融グループの中の商業銀行や資産運用会社と、法人融資や年金運用などの領域で業務が重複すると、グループ内競合など非効率の面もある。そこで、三菱UFJ信託では法人融資を三菱UFJ銀行に集約し、みずほ信託銀行や三井住友信託銀行では資産運用機能をグループ内の資産運用会社に統合している。

信託の仕組み



〔出所〕 信託協会

4. 生命保険会社の資産運用 生命保険とは、人の死亡または生存等に関し、保険金が支払われる保険である。大別すれば、死亡保障を目的とする死亡保険と、老後の生活保障を目的とする年金保険がある。生命保険会社（生保）は、契約者から払い込まれた保険料を、将来の保険金支払いに備えて責任準備金として積み立て、運用を行っている。保険料を運用する勘定には、①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し元本と一定の利率の保証（保証利率）がされており生保が運用のリスクを負う一般勘定と、②一般勘定から分離し顧客が運用のリスクを負い運用実績に応じて給付が変動する特別勘定がある。

一般勘定の生命保険契約は、生保が給付を約束し契約者がそれに見合った保険料を支払うというものである。保険料は契約期間における予定死亡率・予定事業費率・予定利率などの予定基礎率を前提において算出されている。予定基礎率は保守的に設定され、実績との間で差益が生じた場合は、一部を契約者に配当として返還している。

生命保険協会「生命保険の動向」（2018年版）によると、生保の総資産（2017年度末）のうち、82.3%が有価証券、8.6%が貸付金となっている。有価証券が増加傾向にある一方、貸付金は減少傾向にあるといえる。さらに、有価証券のうち、47.0%が日本国債、28.4%が外国証券（うち公社債等26.5%、株式1.9%）、8.3%が国内社債、7.4%が国内株式、3.9%が国内地方債となっている。マイナス金利政策により国内金利が低位で推移したことから、国内公社債（国債・地方債・社債）が減少する一方、外国証券は増加している。外国証券の中でも、外国公社債が特に増加し、為替ヘッジなしのオープン外債や信用リスクの対価として高め利回りを得られる社債などのクレジット資産も選好されつつある。

年金基金等を対象とする団体年金保険の特別勘定には、②イ. 生保の運用方針に基づいて複数の顧客の資産を合同で運用する第一特約と、②ロ. 個別の顧客の意向を運用方針に反映し顧客の資産を独立して運用する第二特約がある。さらに、第一特約には、②イ a. 複数の資産クラスで運用し資産クラスの配分も生保が決定するバランス型の総合口と、②イ b. どの合同運用口にどの位の割合で投資するかについて顧客が生保と協議して決める資産タイプ別の投資対象別口がある。

資産別構成比

(%)

	現金及び 預貯金	コール ローン	金銭の 信託	有価証券	貸付金	有形固定 資産	その他	総資産
平成25年度	1.3	0.8	0.7	81.3	10.9	1.8	3.3	100.0
26	1.5	1.0	0.9	81.5	10.0	1.7	3.3	100.0
27	2.0	0.3	1.0	81.8	9.5	1.7	3.5	100.0
28	2.0	0.3	1.2	82.5	9.1	1.6	3.3	100.0
29	2.1	0.4	1.5	82.3	8.6	1.6	3.5	100.0

以下はかんぽ生命を除いた数値

25	1.0	0.9	0.7	81.8	10.3	2.4	2.8	100.0
26	1.2	1.1	0.7	82.6	9.5	2.2	2.7	100.0
27	2.0	0.3	0.7	82.9	9.1	2.1	2.8	100.0
28	2.1	0.4	0.8	83.4	8.8	2.0	2.5	100.0
29	2.3	0.4	0.9	83.3	8.3	2.0	2.7	100.0

〔出所〕 生命保険協会

有価証券内訳の推移

(億円, %)

	国債		地方債		社債		株式		外国証券		その他の証券		合計
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額
平成25年度	1,498,157	52.6	140,089	4.9	248,959	8.7	180,299	6.3	614,509	21.6	168,303	5.9	2,850,317
26	1,487,617	49.7	138,686	4.6	248,553	8.3	226,979	7.6	732,804	24.5	159,654	5.3	2,994,295
27	1,485,684	49.4	135,178	4.5	253,634	8.4	198,130	6.6	786,531	26.2	146,074	4.9	3,005,235
28	1,485,538	48.0	129,821	4.2	258,242	8.3	215,146	6.9	851,974	27.5	156,421	5.1	3,097,144
29	1,473,650	47.0	120,817	3.9	261,876	8.3	231,820	7.4	889,987	28.4	159,314	5.1	3,137,466

以下はかんぽ生命を除いた数値

25	972,928	45.1	48,351	2.2	184,540	8.6	180,289	8.4	602,114	27.9	168,303	7.8	2,156,527
26	1,006,752	43.2	43,127	1.8	182,028	7.8	226,969	9.7	712,990	30.6	159,654	6.8	2,331,523
27	1,043,898	44.1	41,123	1.7	191,265	8.1	198,120	8.4	749,643	31.6	145,073	6.1	2,369,126
28	1,058,214	43.0	37,553	1.5	201,252	8.2	214,553	8.7	808,457	32.8	142,250	5.8	2,462,282
29	1,077,751	42.5	35,681	1.4	207,146	8.2	229,856	9.1	846,511	33.4	139,198	5.5	2,536,147

〔出所〕 生命保険協会

5. 投資一任業者の運用 投資一任業者は、投資一任契約に基づき顧客から投資判断や投資に必要な権限を委任され顧客資産の運用を行っている。主な顧客としては、年金などの機関投資家（アセットオーナー）が挙げられる。投資一任業は、他業態や海外からの参入障壁が低く金融業界の中でも自由化・国際化が進んだ業態といえる。資産運用を専門とする投資運用業者には、投資一任業者の他に、投資信託運用会社や、ベンチャー企業の育成などを目的として組成された集団投資スキーム（ファンド）の運用を行うファンド運用業者などがある。

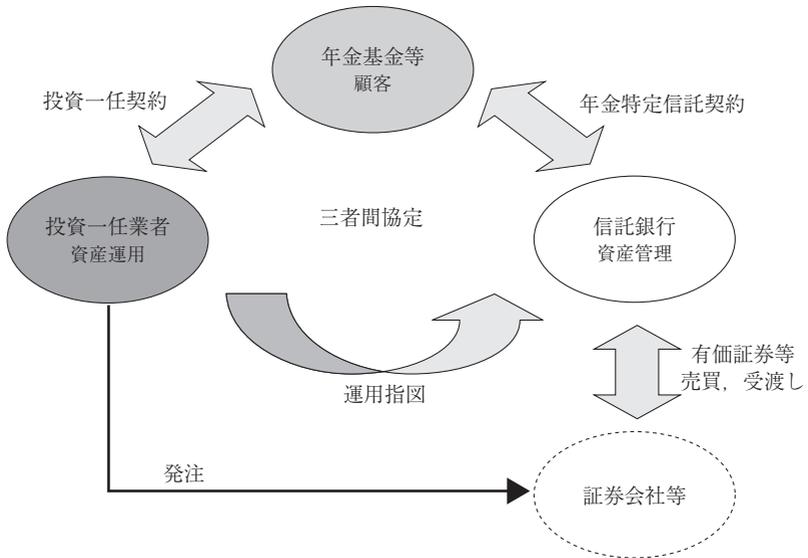
投資一任業者等の自主規制団体として日本投資顧問業協会がある。協会は、投資運用業等の公正かつ円滑な運営の確保により投資者保護を図るとともに、投資運用業等の健全な発展に寄与することを目的としている。また、協会は、投資運用業の資本市場における重要性に鑑み、会員のスチュワードシップ・コードへの取組状況を取りまとめて公表したり、スチュワードシップ研究会を組成し議論を行うなど、コーポレートガバナンス向上にも取り組んでいる。

投資一任業者の運用の特徴は、信託銀行と比較して、アクティブ運用の比率が高いこと、顧客の意向を反映した木目細やかなオーダーメイド的な運用サービスを提供することにある。なお、投資一任業者が資産運用を受託する場合、資産管理は信託銀行等が行うことになる。2012年に発覚した年金詐欺事件等を踏まえ、信託銀行による第三者チェック機能の強化など運用に関するチェックの仕組みが強化・充実されている。

運用資産の配分については、年金基金等との協議の上で提示された運用ガイドライン等に基づいてなされている。近年の傾向としては、顧客の運用ニーズの多様化により、高い成長が見込まれる新興国への投資や、株式・債券などの伝統的な運用プロダクト以外の絶対的収益獲得を目的とする不動産関連有価証券やヘッジファンドの運用などオルタナティブ（代替投資商品）への投資も注目されつつある。

以上のような、機関投資家を顧客とする伝統的な投資一任業以外にも、近年、不動産私募ファンドを顧客とするスキームや、証券会社や信託銀行が個人投資家を対象に提供するラップ口座も注目されている。

投資一任業者による年金資産の運用



スキーム比較

	伝統的投資一任契約	不動産私募ファンド	ラップ口座
顧客	機関投資家	ファンド	個人投資家
投資対象	伝統的有価証券	不動産信託受益権	伝統的有価証券
運営主体	専業運用会社	専業運用会社	証券業兼営会社

6. 投資信託運用会社の運用 投資信託は、小口資金を集めて運用する集団投資スキームの一種であり、以下の3つの特徴を有している。第1は、小口資金での分散投資である。投資信託を利用することによって、小口資金でも機関投資家と同様に分散投資によるリスク軽減が可能になる。例えば、世界40カ国以上・2000銘柄以上の株式に分散投資するような投資信託でも、100円程度から購入が可能である。第2は、専門家による運用である。マクロ経済や金融動向・企業価値等を分析し最適なポートフォリオを構築するには、高度な専門知識・分析能力・運用手法が必要である。投資信託の運用は専門家であるファンド・マネジャーが行っており、個人投資家でも投資信託を通じ専門家による運用のメリットを享受することができる。第3は、透明性である。投資信託は、日々、時価評価に基づいた基準価額が公表されており、また法律に基づくディスクロージャーも充実している。

わが国の投資信託の代表的なスキームである委託者指図型投資信託では、証券会社や登録金融機関などの販売会社（販社）経由で募集された受益者たる投資家の資金を、委託者たる投資信託運用会社（投資信託委託会社）が運用を行い、受託者たる信託銀行が保管・管理を行っている。

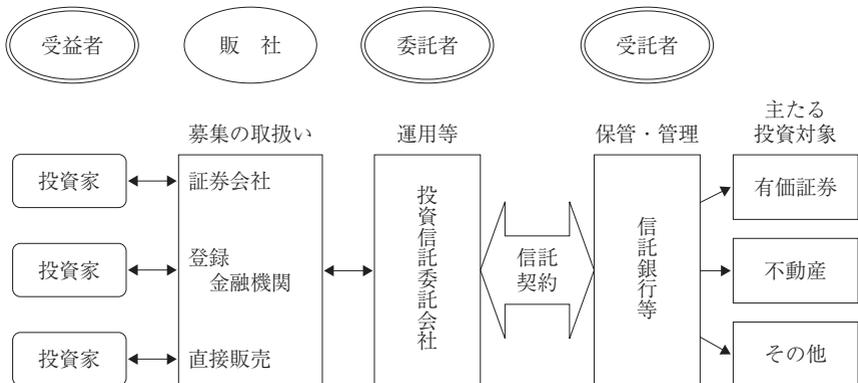
投資信託制度発足時においては、運用対象は当局が承認した国内株式のみであったが、運用規制が徐々に緩和され、現在では組み入れるプロダクトによって実に多様な運用商品を作り出すことが可能となった。例えば、短期金融商品を組み入れることによりMRFなどの預金類似商品を作ることもできる。さらには、不動産やコモディティへの投資が認められるようになり、投資信託を通じ、オフィスビルや金、原油などに投資することも可能である。また、AI（人工知能）を運用に生かした投資信託なども設定されている。

かつては、免許を得た主要証券会社系列のみに限定されていた投資信託運用業への参入も登録制に緩和され一定の要件を満たす限り参入が可能となった。その結果、当初10社程度しかなかった投資信託運用会社が100社を超えるようになった。さらに、運用の外部委託やファンド・オブ・ファンズ解禁により、間接的に海外の運用会社からの運用サービスの提供も受けられるようになっていく。また、販売面でも、以前は証券会社に限られていたが、運用会社による直接販売や銀行などの登録金融機関による窓口販売にも拡大されている。

投資信託の運用規制緩和等の動向

1951年	証券会社が投資信託運用業務を開始
1959年	投資信託運用会社が証券会社から分離・独立
1961年	公社債組入解禁（公社債投信発足）
1970年	外国証券組入解禁
1978年	為替予約利用解禁
1986年	店頭登録株式組入解禁
1987年	ヘッジ目的でのデリバティブ利用解禁
1990年	外資系運用会社が参入
1993年	銀行系運用会社が参入
1995年	デリバティブのヘッジ目的外利用解禁（ブル・ベア型ファンド設定） 上場投資信託（ETF）発足
1998年	投資一任業務と投資信託委託業務の併営解禁 金融システム改革法施行（金融ビッグバン） 投資信託運用会社が免許制から認可制に緩和 運用の外部委託が解禁 投資信託の銀行窓口販売開始
1999年	ファンド・オブ・ファンズ（FOFs）解禁
2001年	不動産投資信託（REIT）発足
2007年	投資信託運用会社が認可制から登録制に緩和
2008年	商品（コモディティ）組入解禁

委託者指図型投資信託の仕組み



〔出所〕 投資信託協会

7. スチュワードシップ・コード 2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」を踏まえ、「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（金融庁内に事務局を設置）が策定を進めてきた「責任ある機関投資家」の諸原則「日本版スチュワードシップ・コード」が2014年2月に公表され、その後、改訂版が2017年5月に公表された。

スチュワードシップ・コードは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任（スチュワードシップ責任）を果たすにあたり、有用と考えられる諸原則を定めるものである。スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードと「車の両輪」をなし、両コードが幅広く普及・定着することにより、日本における実効的なコーポレートガバナンスの実現に寄与することが期待されており、250社を超える機関投資家に受け入れられている。スチュワードシップ・コードは、法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではない。また、法令のような細則主義を採らずに、原則主義を採用している。

スチュワードシップ・コードにおいて、機関投資家に求められている投資先企業に対するアクションは、①モニタリング（原則3）、②エンゲージメント（原則4）、③議決権行使（原則5）の3点である。まず、①モニタリングとは、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握することである。把握は、継続的かつ実効的であることが求められる。把握する内容としては、ESG（環境、社会、企業統治）情報等の非財務面の事項も含まれる。次に、②エンゲージメントとは、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に資するために、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことである。どのような対話を行うかについて、あらかじめ明確な方針を持つことが求められている。最後に、③議決権行使とは、保有株式について議決権を行使することである。議決権行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断することが求められる。また、議決権行使についての明確な方針の策定と公表、議決権行使結果の公表が求められている。

スチュワードシップ・コードの原則

投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。