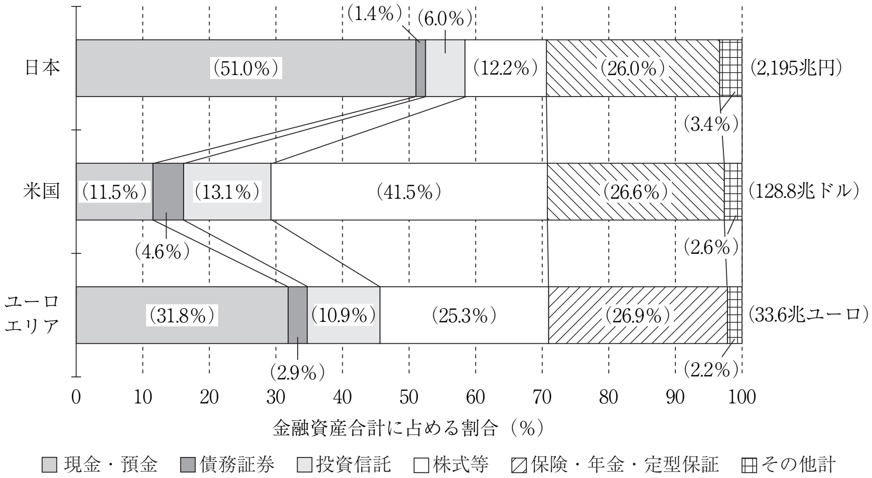
第14章　資産運用業

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（2025年３月末現在）は2,195兆円であり，そのうち，51.0％が現金・預金，19.6％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，収益性の高い有価証券の投資比率が低いといえよう。2022年以降，２％以上のインフレが高進する一方，預金金利が１％にも満たない状況が続き，預貯金では実質的価値が減価する状況が続いている。もっとも，金融経済教育推進機構（J-FLEC）「家計の金融行動に関する世論調査2024年」（二人以上世帯調査）によると，金融商品を選択する際に重視することとして，収益性（40.9％）が最も多く，安全性（25.0％）や流動性（19.9％）を大きく上回っている。2021年以降は，収益性が最多の状況が続き，インフレ高進と人為的低金利策による預貯金の実質的価値の減価が，家計の金融資産の選択に影響を与えたと評価できよう。

このような環境の下，2014年に「貯蓄から投資へ」の流れを促進するための投資優遇制度として導入されたNISA（少額投資非課税制度）において，2024年には，当初500万円だった非課税保有限度額が1,800万円まで引き上げられ，当初５年間だった非課税保有期間が無期限化された。また，iDeCo（個人型確定拠出年金）においても，拠出可能年齢が当初の60歳未満から70歳未満までに引き上げられ，拠出限度額の引き上げも検討されている。NISA も iDeCo も運用益が非課税であり，さらに iDeCo では積立時の掛金が全額所得控除対象である。

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家計の安定的な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供給することにより，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の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（2025年３月末）

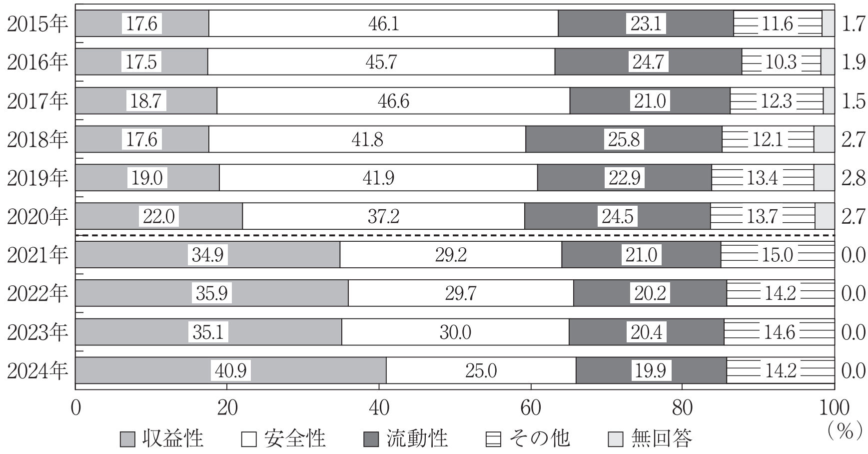


＊「その他計」は，金融資産合計から，「現金・預金」，「債務証券」，「投資信託」，「株式等」，「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

〔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＞



〔出所〕 金融経済教育推進機構

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（企業年金等）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。

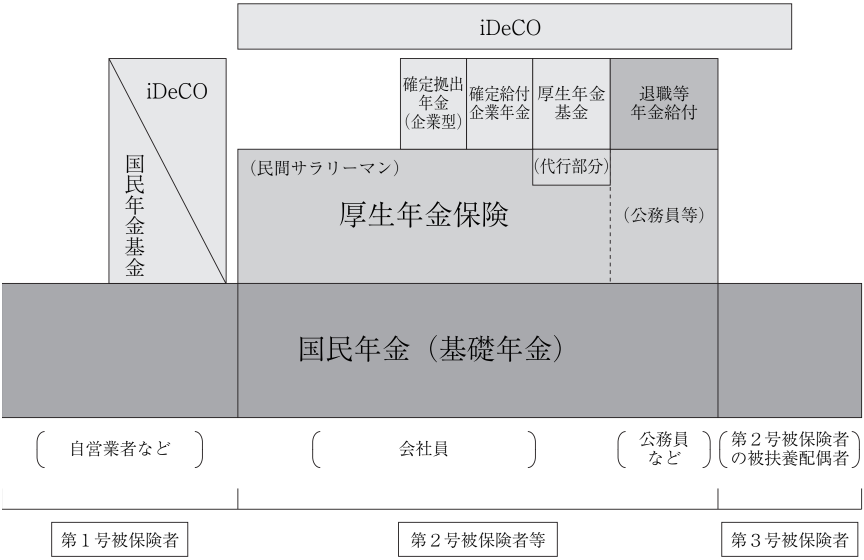
私的年金は，①確定給付型と②確定拠出型に大別でき，①確定給付型は加入期間や掛金等に基づいて給付額が確定しているが，②確定拠出型は拠出された掛金が個人ごとに明確に区分され，掛金とその運用収益との合計額をもとに給付額が決定される。①確定給付型には，確定給付企業年金（規約型，基金型）や国民年金基金等があり，②確定拠出型には，企業型確定拠出年金と個人型確定拠出年金（iDeCo）がある。

年金積立金の運用は，年金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ず（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。企業年金連合会が実施している「企業年金実態調査」（2023年度）によると，確定給付型企業年金の運用委託先は，信託銀行48.0％，投資一任業者27.1％，生命保険会社24.9％となっている。また，資産構成割合は，国内債券17.5％，国内株式10.3％，外国債券17.2％，外国株式15.1％，生保一般勘定16.5％，短期資産4.3％，ヘッジファンド5.3％，その他13.9％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（2025年３月末）は，国内債券27.64％，外国債券24.37％，国内株式23.94％，外国株式24.05％となっている。2014年以前は国内債券中心の運用であったが，収益が期待できる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。

2024年８月，「資産運用立国実現プラン」（2023年12月策定）の一環として，アセットオーナー・プリンシプルが策定された。同プリンシプルは，年金や保険会社，大学ファンドなどのアセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して，その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めたものである。

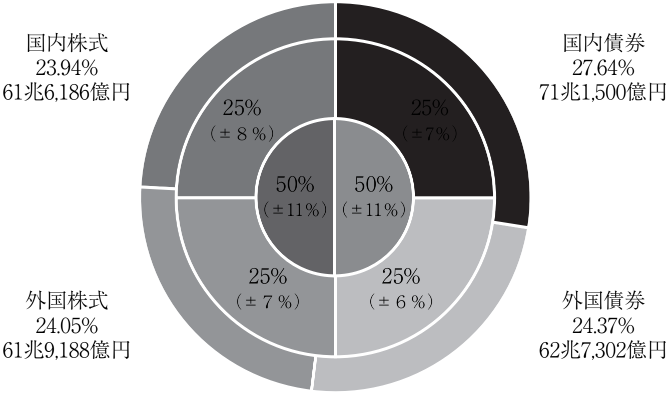
年金制度の体系



〔出所〕　厚生労働省

GPIF の運用資産額・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：2025年３月末時点



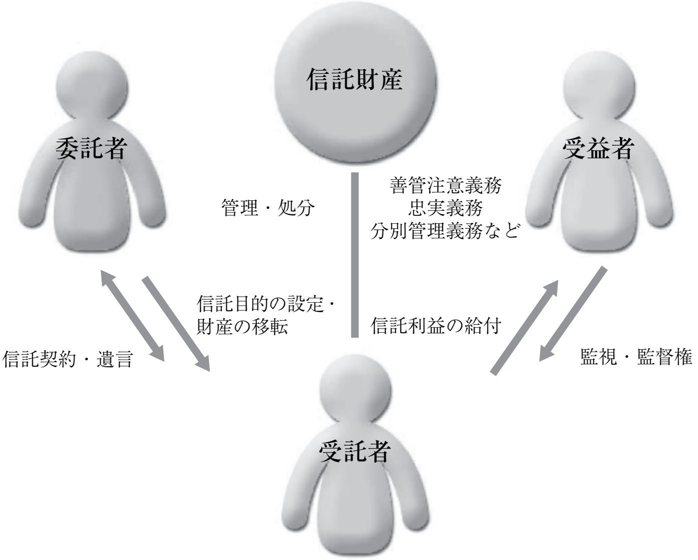
〔出所〕　GPIF

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。①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），②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），③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，個別の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てすむこと，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。例えば，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シナジー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 信託銀行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，りそな銀行（信託兼営金融機関）では資産運用機能をグループ内の資産運用会社に統合・集約している。

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，保険金が支払わられる保険である。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。

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。

生命保険協会「生命保険の動向」（2024年版）によると，生保の総資産（2023年度末）のうち，83.0％が有価証券である。さらに，有価証券のうち，46.5％が日本国債，30.1％が外国証券（うち公社債等28.6％，株式1.5％），9.3％が国内株式，7.1％が国内社債，1.6％が国内地方債となっている。

「資産運用立国実現プラン」（2023年12月策定）において，大手生保を含む大手金融グループに対し，①グループ内の資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付け，②運用力向上，③ガバナンス改善・体制強化を図るためのプランの策定・公表を要請がなされた。これを受け，大手生保において，資産運用機能をグループ内の資産運用会社に移管する動きなどが高まっている。

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
2019年度	2.7	0.5	1.8	81.9	7.7	1.6	3.8	100.0
2020	2.6	0.4	2.1	83.2	7.2	1.5	3.0	100.0
2021	2.4	0.4	2.2	83.3	6.9	1.5	3.3	100.0
2022	2.8	0.7	2.3	82.3	7.1	1.5	3.3	100.0
2023	2.3	0.6	2.6	83.0	6.9	1.5	3.1	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
2019年度	1,512,024	47.0	101,342	3.1	283,830	8.8	187,661	5.8	981,283	30.5	152,239	4.7	3,218,383
2020	1,576,192	45.9	90,168	2.6	285,328	8.3	250,424	7.3	1,062,979	31.0	166,037	4.8	3,431,132
2021	1,624,246	46.5	78,043	2.2	273,538	7.8	243,158	7.0	1,115,312	31.9	160,761	4.6	3,495,060
2022	1,650,335	49.3	66,669	2.0	253,804	7.6	241,744	7.2	969,795	29.0	164,331	4.9	3,346,682
2023	1,654,088	46.5	57,753	1.6	253,357	7.1	331,913	9.3	1,070,535	30.1	191,008	5.4	3,558,656

〔出所〕 生命保険協会

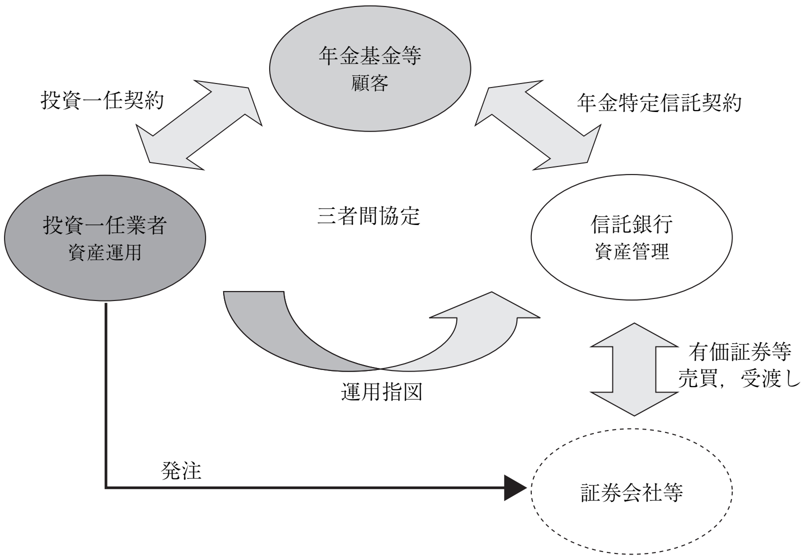
５．投資一任業者の運用　投資一任業者は，投資一任契約に基づき顧客から投資判断や投資に必要な権限を委任され顧客資産の運用を行っている。主な顧客としては，年金などの機関投資家（アセットオーナー）が挙げられる。投資一任業は，他業態や海外からの参入障壁が低く金融業界の中でも最も自由化・国際化が進んだ業態といえる。資産運用を専門とする投資運用業者には，投資一任業者の他に，投資信託運用会社や，ベンチャー企業の育成などを目的として組成された集団投資スキームの運用を行うファンド運用業者などがある。

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，持続的な企業価値の向上に貢献することを目的として，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ったりなどしている。また，資産運用会社の社会的使命や果たすべき役割を再確認し，資産運用業の改革・高度化に向けた取組みを推進するため，投資信託協会と共催で「資産運用業大会」を開催している。なお，両協会は，資産運用立国の実現に向けて，強力かつ一体的に資産運用業の健全な発展に取り組んでいくために，2026年４月に合併し，資産運用業協会となる。

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テーラ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。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ツ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的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。

以上のような伝統的な投資一任業以外にも，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。ラップ口座においては，運用を投資一任業者が行い，資産管理等を証券会社や登録金融機関が行うスキームも増えつつある。

投資一任業者による年金資産の運用



スキーム比較（典型例）

	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	伝統的有価証券等	不動産信託受益権	（投資信託を通じた） 伝統的有価証券等
運営主体	専業運用会社	専業運用会社	証券業兼営会社等

（ラップ口座においては，運用を専業運用会社，資産管理等を証券会社等が行うスキームもある。）

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，①小口資金での分散投資，②専門家による運用，③透明性といった特徴を有している。①投資信託を利用することにより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，2,000銘柄以上の株式に分散投資するような投資信託でも，100円程度から購入することも可能である。②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が，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。③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，法律に基づくディスクローズも充実している。

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。

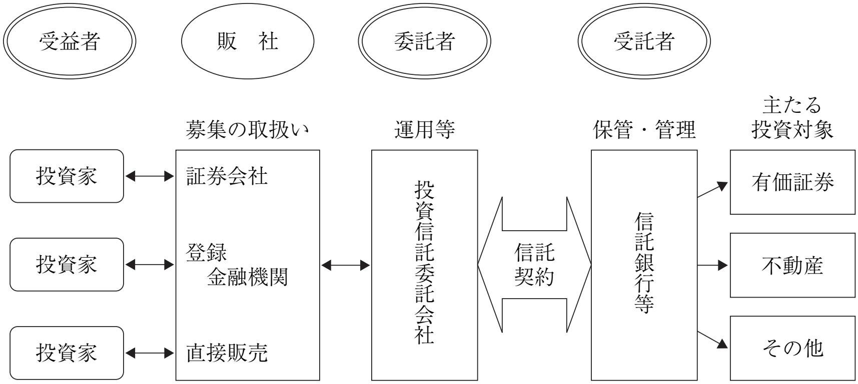
投資信託制度発足時においては，運用対象は当局が承認した国内株式のみであったが，運用規制が徐々に緩和され，現在では組み入れるプロダクツによって多様な運用商品を作り出すことが可能となった。例えば，短期金融商品を組み入れることによりMRFなどの預金類似商品を作ることもできる。さらに，不動産やコモディティなどへの投資が認められるようになり，投資信託を通じ，オフィスビルや金，原油，あるいは太陽光発電施設などのインフラ施設などに投資することも可能である。AI（人工知能）を運用に生かした投資信託なども設定されている。また，非上場株式の組入れも解禁された。

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り，競争激化により機関投資家向け並みの低廉な運用報酬のパッシブファンドも人気を博している。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の運用サービスを享受することも可能になっている。

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
	投資一任業務と投資信託委託業務の併営解禁
1998年	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
2016年	インフラファンド発足
2023年	アクティブ運用型上場投資信託（ETF）発足
2024年	非上場株式の組入解禁

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（１）　日本版スチュワードシップ・コードが参考とした英国のスチュワードシップ・コードは，リーマン・ショック時の金融危機に際して金融機関の救済のために国民負担による公的資金が投入されたにもかかわらず有限責任である株主は保護されたことに対する批判から，企業経営者の過度なリスクテイクを株主の責任として監視・抑制することを目的として，2010年に策定された。一方，日本においては，2013年６月に閣議決定された「日本再興戦略」を踏まえ，成長戦略の一環として，「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月に策定・公表され，その後，改訂版が2017年５月に，再改訂版が2020年３月に，第三次改訂版が2025年６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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」などを通じて，投資先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，300団体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「ルールベース・アプローチ」（細則主義）を採らずに，「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。その上で，「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか，実施しない場合にはその理由を説明するか）の手法を採用している。また，機関投資家の行動原則であるスチュワードシップ・コードと企業の行動原則であるコーポレートガバナンス・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において，重点的に議論することが期待される事項を取りまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」が，両コードの附属文書としての位置付けとして，2018年６月に策定・公表され，改訂版が2021年６月に公表された。

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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき，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。

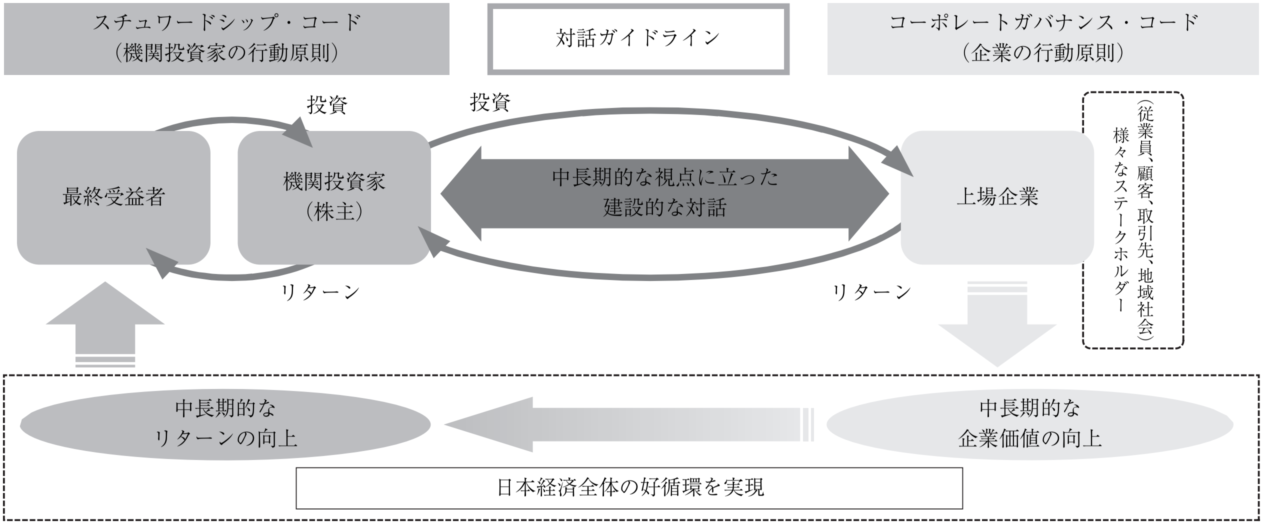
8．機関投資家向けサービス提供者は，機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり，適切にサービスを提供し，インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

〔出所〕 金融庁

８．スチュワードシップ・コード（２）　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。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，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。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。また，建設的に対話を行うために，投資先企業からの求めに応じて，自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することも求められている。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，個別議案ごとの議決権行使結果の公表が求められており，賛否の理由について対外的に明確に説明することも望まれている。その他，原則１の指針においては，年金基金等のアセットオーナーに対し，運用機関のスチュワードシップ活動を促すことを求めており，原則８においては，議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど機関投資家向けサービス提供者の役割について定めている。

かつては，機関投資家が投資先企業の経営に不満がある場合，その企業の株式を売却するという考え方（ウォール・ストリート・ルール）が主流である時代もあった。しかし，パッシブ運用や幅広く分散投資している巨大な年金基金（ユニバーサル・オーナー）においては，事実上，売却することが困難であることも多く，株式を保有した上で受託者責任の一環として議決権行使を行うという考え方が浸透した。さらには，スチュワードシップ・コードにおいては，議決権行使だけでなくエンゲージメントも求められている。同様に，ESG投資においても，ダイベストメント（投資撤退）するよりも，株式を保有した上で議決権行使やエンゲージメントにより機関投資家の考え方を企業に示すという考え方も広まりつつある。

両コードと対話ガイドラインの関係



〔出所〕　金融庁