

## 金融庁プログレスレポート 2025 を顧客視点で読み解く

### (概要)

金融庁が 2025 年 6 月 27 日に公表した「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」(以下、レポートと略)は、金融庁が行っている、資産運用機能を提供する様々な金融機関に対するモニタリングの結果をとりまとめたものである。今回のレポートは資産運用会社(以下、運用会社と略)だけでなく、年金向けのサービスを提供している信託銀行・生命保険会社、さらには運営管理機関にまで対象範囲を広げている点に大きな特徴がある。

レポートでは、資産運用業は銀行・保険・証券業に比べ、ビジネス規模が小さく、現在の収益構造の分析がなされているが、国民の金融資産の増大に資産運用業の発展が不可欠な要素であるかどうかは必ずしも明確ではない。公募投信における投資プロセスの改善が必要であることはレポートで指摘されている通りだが、国民の金融資産を増大させるには様々な道・可能性が存在し、多様なルートを通じて適切な資産運用サービスが提供されることが顧客視点から見て重要であり、金融機関は複数の成長シナリオを想定して、顧客対応することが求められる。

パッシブ運用が投資先企業の持続的成長に資するための取り組みは、外形基準に従った表面的なエンゲージメント活動を行うことではない。株主価値を毀損するかどうかに基づく厳格な議決権行使基準に従い、結果を出せない取締役に対して反対投票を行い経営規律を高めることが、顧客の求める投資行動だと推察する。

老後の資産形成に重要な企業の年金制度は、サービスを提供する金融機関の努力はもちろんのこと、年金制度運営の責任者である企業が主体的に従業員の資産形成を支援する努力を行うことが、運営成功の鍵を握る。企業はサービス提供を行う金融機関任せにすることなく、優れた人材獲得の手段だと位置付け、主体的にサービス改善を金融機関に求めていくべきである。

### 目次

1. 金融庁プログレスレポート 2025 の概要
2. 資産運用業について(レポート第 1 章)
3. 確定拠出年金(企業型 DC・iDeCo)について(レポート第 2 章)
4. 確定給付企業年金(DB)向けのサービスについて(レポート第 3 章)
5. プログレスレポートから読み取れること

2025 年 9 月 1 日

堀江貞之

(公益財団法人日本証券経済研究所 特任研究員)

## 1. 金融庁プログレスレポート 2025 の概要

金融庁は 2025 年 6 月 27 日、「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」（以下、レポートと略）を公表した。金融機関が家計やアセットオーナー<sup>（注1）</sup>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ている点に鑑み、金融庁が行っている、資産運用機能を提供する様々な金融機関に対するモニタリングの結果をとりまとめたのが当「レポート」である<sup>（注2）</sup>。

今回のレポートでは、資産運用サービスの主たる提供者である資産運用会社（以下、運用会社と略）だけでなく、確定拠出年金（企業型 DC<sup>（注3）</sup>・iDeCo<sup>（注4）</sup>）、確定給付企業年金（DB）向けのサービスを提供している、信託銀行・生命保険会社、さらには DC 運営管理機関にまで対象範囲を拡大している点<sup>（注5）</sup>に大きな特徴がある。次頁の図表 1 は、今回のレポートがカバーする金融機関を一覧したものである。今回、運用会社に限らず、年金資産に関連したサービスを提供する金融機関等に対象を拡大したのは、家計の金融資産拡大だけでなく、国民の老後の生活資金をカバーする年金資産の増大を通じて、国民生活が豊かになると考えているからだ。年金制度運営は厚生労働省が監督しているが、年金資産の拡大に資するサービス提供をしているのは金融庁の監督下にある信託銀行や生命保険会社等の金融機関であり、金融庁が適切に監督することで年金資産拡大に間接的に貢献できる点が重要である。

ここで金融庁が資産運用サービスの高度化を進めている背景について簡単に説明しておきたい。日本政府は、我が国の家計金融資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費に繋がる、「成長と分配の好循環」を実現していくことが重要であると考え、様々な施策を推し進めている。この中で、家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を図っていく必要があると考え、「資産運用業の改革」を含む 5 つの柱からなる政策プラン（「資産運用立国実現プラン」）を策定した。これらの施策により、資産運用立国を実現し、我が国経済の成長と国民の資産所得の増加につなげていくとしている。

---

（注1） 各種の年金基金（公的年金基金、企業年金基金等）、保険会社、大学法人等を指す。

（注2） 今回のレポートは 2024 年 7 月～25 年 6 月の事務年度におけるモニタリングの結果をとりまとめたもの。2020 年以降、基本的に毎年発行されており、今回は 2023 年以来、2 年ぶりの発行となった。

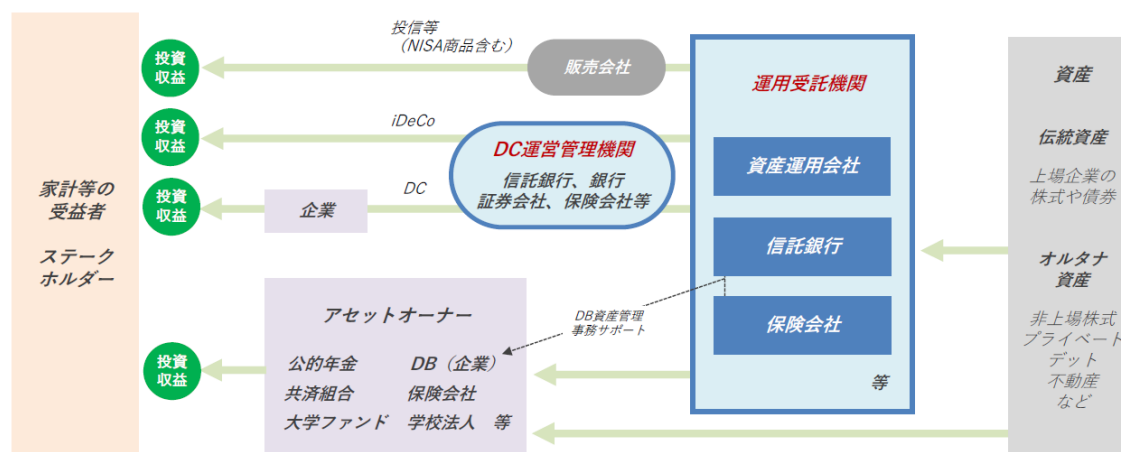
（注3） 企業型 DC とは、企業が掛金を毎月積み立て（拠出）し、従業員（加入者）が自ら年金資産の運用を行う制度。

（注4） iDeCo（個人型確定拠出年金）とは、国民年金や厚生年金などの公的年金に上乘せされる、老後資金づくりを目的とする年金制度のひとつ。加入者が掛金を出し、自ら金融商品を選んで運用を行い、積み立てた資産は 60 歳以降に一括または分割で受け取る。

（注5） 今回のレポートの主たる分析対象ではないが、レポートの中で企業の従業員を含む受益者に対する企業の責任への言及がある。

当レポートはそのような施策がどのように実行され、運用会社等がどのような対応を行っているのかを現状把握するための内容が多く含まれている。

図表1. プロGRESSレポートのカバーする金融機関



（出所）金融庁「資産運用サービスの高度化に向けたPROGRESSレポート」、2025年6月27日

本稿は、実行されつつある様々な施策が、最終的な政策目的である「国民の資産所得の増加」に繋がっているのかどうかを、顧客視点、つまり国民の視点から評価することを目的にしている。レポートの想定読者が金融庁の監督対象である運用会社や信託銀行・生保であることは言うまでもないが、ここではあくまで政策目的が果たされるかどうかという視点からレポート内容を分析してみたい。

当レポートは、「資産運用業」、「確定拠出年金サービス」、「確定給付企業年金サービス」の3つのパートに分かれている。以下、この3つのパート毎のポイントについて顧客視点から述べていく。

## 2. 資産運用業について（レポート第1章）

第1章は現在の運用会社のビジネスの状況と課題が説明されている。金融庁は第1章をまとめるに至る「背景や課題」を以下のようにまとめている。少し長いが引用しておきたい。

「①資産運用業が我が国金融業の中で銀行・保険・証券に並ぶ第4の柱となるよう、業界の発展を継続して推進する、②世界の資産運用会社と質・量ともに伍していけるプレーヤーの育成を目指す、との政策目的に鑑み、資産運用会社には、家計やアセットオーナー等の最善の利益を勘案し、引き続き、資産運用サービスの向上に取り組んでいくことが期待される。そのためには、継続的に、より良い金融商品の提供に向けた研究・開発、人材育成・確保、インフラ整備、DX、イノベーションの取り込み等に取り組んでいく必要があり、同時にその原資となる収益基盤を確立していくことも重要である。また、資産運用会社の投資活動は、有望な企業の選別やエンゲージメントを通じた投資先の成長支援を通じ、経済全体の成長を支える重要な機能を担っており、こうした「成長

と分配の好循環」の担い手である資産運用業が健全に発展していくことが期待される。」

かいつまんで言えば、高品質の資産運用サービスを金融機関が提供するには、スケールメリットを享受した上で高い収益性を獲得することも重要であり、その条件を整えていくための方策の検討が大切だと金融庁は考えているのである<sup>(注6)</sup>。

### (1) 日本の資産運用会社の現状

最初に資産運用サービス向上のための基盤となるビジネス規模・収益性を欧米の運用会社と比較をし、その差が極めて大きいことが示されている。例えば営業利益額を比較すると、フィデリティー1社で1兆5千億円あるのに対し、日本の資産運用会社全ての営業利益を足してもたかだか2,300億円程度でその差は極めて大きい。銀行・保険・証券に並ぶ第4の柱となるには少なくとも現在の3倍、5千億円以上の営業利益の積み増しが必要となる<sup>(注7)</sup>。

調査対象である運用会社の運用資産額は2019年3月末と2024年3月末を比較すると1.8倍と大きく増加しているがその内、約8割は時価上昇等によるもので、顧客からの資金流入は全体の約2割にすぎない。その中で、新NISA（少額投資非課税制度）の開始もあり、公募投信等への資金流入額は2024年4月以降の1年間で9兆円以上になっており、今後の成長分野であることが示唆されている。

日系運用会社に絞った収益構造を見ると、全体の利益の約2割が、日銀が保有するETFからもたらされている。この利益は日銀の将来のETF売却に伴い、減少していく。最も利益額が大きいのは外国株アクティブ戦略だが、公募投信を中心に外資系運用会社に運用委託されている割合が約7割と高く、自身の運用力によってもたらされた利益ではない点に注意が必要だ。その他、オルタナティブ資産の利益額が過去5年で急増しており、収益性を高めるには運用報酬率の高いオルタナティブ資産の運用能力強化が不可欠であることも明らかである。

また独立系運用会社を除けば、日系運用会社の収入・利益のほとんどが国内顧客からもたらされており、海外顧客の開拓が今後の課題とされている。海外顧客の開拓には、日本株やグローバル株等で優れた投資戦略ファンドを持つことが不可欠であることは言うまでもないが、海外の運用会社の買収を通じて実行するという方法もあり、金融グループとして日系運用会社とのシナジーや棲み分けを運用会社と議論して検討していくことが必要との指摘もなされている。

---

(注6) 規模が大きなくても高品質なサービスを提供している運用会社も多く、金融庁もスケールメリットだけが高品質なサービスを提供するための重要な条件だとは考えていないようである。

(注7) 野村総合研究所の調べによると、2023年度までの過去10年間の銀行・保険会社の利益の平均値は約4兆円、証券会社が7千億円であるのに対し、2023年度の運用会社の収入は約1兆4千億円、営業利益総額は約2,300億円である。まず証券会社並みの利益を稼ぐには、現在の3倍の利益が必要となる。

顧客から見ると、上記の資産運用会社の状況はどう映るだろうか。日本の顧客視点で考えると、日系運用会社の方が対面の販売会社と同じ名前が付与されていることもあり安心感があり、同じ品質の投資商品であれば外資系運用会社のものより購入しやすいことは事実だろう。グローバル株式で実質的に外資系運用会社が運用を担当していたとしても、優れた投資戦略が提供されているのであれば外部委託されているかどうかはあまり気にならないと推察される。要するに顧客視点から見ると、実質的に運用しているのが日系・外資系のどちらかという区分は本質的な意味がない。

公募投信で日本株よりグローバル株や米国株といった海外資産を中心に組み入れた商品の残高が増加しているが、これも顧客視点から見れば長期で資産が着実に増加することこそが重要で、投資対象が日本企業か外国企業かという区分は本質的ではない。レポートの中でも触れられているが、日本企業が高い収益力を付けることで外国企業と対抗できる投資リターンを提供することで投資対象資産としてふさわしい存在になることこそが重要なのである。

また顧客のリスク・リターン比が改善するのであればオルタナティブ資産が顧客資産に組み込まれることが望ましいのだろうが、最近の上場グローバル株式の高い投資リターンを見れば、オルタナティブ資産の組み入れが顧客資産のリスク・リターン比を改善するかどうかも定かではない。顧客資産が着実に増加するためには、様々なポートフォリオ構築の考え方がありうるわけで、その中に日本の資産、アクティブ運用のファンド、オルタナティブ資産が組み込まれるかはそれら資産や投資戦略の特性に応じて多様な道筋が考えられる。

従って、今後、個人金融資産に投資商品が大幅に組み込まれるようになったとしても資産運用業として大きく発展するかどうかは未知数である。パッシブ運用商品だけを組み合わせることで高い投資効率が実現できる道筋もあるわけで、様々な発展シナリオを想定して、各発展シナリオに対応する投資サービスを提供していくことでしか、資産運用業が発展する道はない。

顧客視点から考えると、高い投資商品サービスを提供出来る基盤が整わなくても、金融資産が増大する方法があるわけで、金融庁が考えるような資産運用業の発展と国民資産の増大が車の両輪のように並行していくかどうか、不確実性が高いと言わざるを得ない。金融機関は様々な発展シナリオを想定して、ビジネスを拡大させる多様な方策を検討する必要があるということになる。

## **(2) プロダクトガバナンスの高度化に向けた取組**

この節は公募投信を想定して、良質な商品、具体的には「コストに見合った付加価値を提供出来る商品」が提供されるためには、商品組成時の商品設計（運用目標・想定リスク等の設定、コスト水準に係る検証）や組成後の品質管理（モニタリング、運用改善・商品設計の変更等）を行っていくことが不可欠であると述べている。この商品のライフサイクル全体に亘った投資プロセスを「プロダクトガバナンス」と呼んで、その高度化を運用会

社に求めているわけである。

機関投資家ビジネスでは、投資商品販売を相対で行うため、商品設計の内容について顧客と合意した上で契約を結び、その後の投資プロセスの中で、設計と合わない投資結果が出た場合（端的には約束した投資リターンが提供出来ない場合）、顧客にその結果について説明をし、顧客の納得を得る作業をすることになる。説明と並行して投資プロセスの改善も実行する。投資プロセスを改善しても投資結果に結びつかない場合、解約という形で契約が終了する。そのため、ここでいうプロダクトガバナンスは自然と投資プロセスの中にビルトインされていることになる。

機関投資家ビジネスとは異なり、公募投信では顧客との間に販売会社が介在する場合が多く、顧客の評価を運用会社が直接聞くことが難しい。そのため、機関投資家ビジネスでは当然機能するはずのプロダクトガバナンスがしっかり機能せず、投資成績が悪化したファンドがそのまま放置されてしまうことがあるのだと考えられる。

顧客から見れば、提供される投資商品は当然、設計時に約束された品質が提供されると想定して購入をするわけで、ここで指摘されているプロダクトガバナンスが機能せず放置される状況は、不良商品を買わされたことと同義である。プロダクトガバナンスが機能するということは、投資商品を提供する運用会社として最低限の必要条件だ。それが機能していないという状況自体が許されるはずがない。顧客視点に立てば、この節で金融庁が指摘している改善事項は運用会社が当然なすべきことであり、ほとんど議論の余地がない事項である。運用会社は金融庁の指摘を基に、速やかに投資プロセスを改善する必要がある。

### **(3) 投資先企業の企業価値向上に向けた取組**

この節は、主として日本企業を投資対象とする投資戦略を想定している。中長期的により高い投資リターンを顧客・受益者にもたらすためには、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向上や持続的成長を促すことも重要と考え、そのエンゲージメントを行う際の課題を運用会社にヒアリングしてまとめた内容が記されている。

具体的には、投資企業数が多数に及ぶパッシブ運用でのエンゲージメントコストの増大やエンゲージメントの対価を顧客に要求しにくい状況等が指摘されている。エンゲージメントをより実効的で持続性のある取組とするために、運用会社が「有意義な対話の実践」と「業務の効率化」の両立を図るとともに、運用会社とアセットオーナーが業務の合理化・コストシェアリングのあり方を模索することなどが提案されている。

運用会社の立場から見ると、上記の提案は理に適ったものかもしれない。しかし顧客から見える風景は大きく異なるのではないか。まずパッシブ運用のエンゲージメントのあり方について、そもそも委託側のアセットオーナーを含む顧客が運用会社に何を求めているのか、顧客自身がよく理解できていないのではないかと疑われる。アセットオーナーの中にはアクティブ・パッシブといった投資スタイルにかかわらず漫然と運用会社にエンゲージ

メントを求めている場合が多いとも聞く。投資スタイルに応じたエンゲージメントのあり方やエンゲージメントの費用対効果について両者の間にコンセンサスが出来ておらず、認識の齟齬が発生しているのではないか。

このような両者の認識に齟齬が発生したのは、日本版スチュワードシップコード（以下、SC と略）が 2014 年 2 月に制定されたからである。SC では、エンゲージメント活動等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が、「スチュワードシップ責任」と定義された。責任ある機関投資家としての責務として積極的にエンゲージメントを行うことが推奨されたことにより、アクティブマネジャーだけでなく、パッシブマネジャーまでがエンゲージメントに真剣に取り組まざるを得なくなったのである。アセットオーナー・プリンシプル（以下、AOP と略）の原則 5 において「アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべきである。」との文言が追加されたことも、エンゲージメント活動として何をすべきかについて両者の認識の乖離を助長したと推察される。

顧客とパッシブ運用会社の認識をある程度一致させるには、機関投資家の議決権行使のあり方を再検討するのが一案だ。TOPIX の構成銘柄数は以前に比べかなり減少し今後も削減が予定されているが、短期間に極めて多数の企業の議決権行使を適切に行うのは至難の業だ。そもそもパッシブ運用はベンチマーク通りのリターンを提供することが投資目的であり、投資先企業の企業価値を向上させることまで顧客が運用会社に求めているとは思われない。

投資先企業には評判は良くないが、株主価値を毀損しているか否かという観点から ROE 等の数値基準を設け、その基準を達成しない場合は代表取締役選任に反対する、といった機械的な議決権行使を徹底することが本来はコスト対比で可能な議決権行使のはずだ。目標達成できない取締役会に対しては明確に反対投票して経営規律を高める効果を与えることが顧客の観点からは望ましいのではないか。SC の原則 5 に「機関投資家は、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。」と記されており、形式的な判断が適切でないと誤解されているようだが、行使基準が株主価値の向上の観点から定められた内容であるなら、形式的な判断は持続的成長に資する内容に工夫されていると見なすべきである。SC の 2025 年 6 月の改定においてもコンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を再認識するよう求めており、厳格な議決権行使基準に従って粛々と行使を行うことが持続的成長に資することをエクスプレインすべきなのではないか。GPIF のように巨額の投資をしている場合には、追加的に運用報酬を支払ってパッシブ運用に対してもエンゲージメントを行ってもらいインセンティブはあると思われるが、個人顧客や規模が相対的に小さなアセットオーナーにそのような追加的なコストを払うインセンティブは働きにくい。

顧客との認識ギャップを埋めるため、運用会社はパッシブ運用の受託者責任を運用会社としてどのように果たすのが適切なのかという問題について今一度よく考えてみることで。例えば、改定された SC でも示されたように、協働エンゲージメントも重要な選択肢の一つとなりうる。限られたコストの中でどのような投資行動を取ることが受託者責任を果たすことになるのか再検討すれば、自らが果たすべきエンゲージメントの内容が自ずと明確になり、顧客との間でも認識の齟齬が少なくなると思われる。

本来、投資先企業に対し真剣にエンゲージメント活動を行うのは、エンゲージメントファンドのはずである。その活動に付加価値がなければ、ベンチマークに対して超過リターンが獲得できず、ファンドとして存続できないからである。投資先企業の企業価値向上に対する取り組みを促進するのであれば、運用会社はエンゲージメントファンドのような投資戦略を充実させることを検討すべきなのではないか。

#### **(4) 日本版 EMP の進捗状況**

この節は、日本版 EMP（新興運用業者促進プログラム）に関して、金融機関やアセットオーナーの取組状況、規制緩和の観点から実施したこと、情報発信等の内容についての進捗状況について説明がなされている。顧客の視点からは特にコメントすべき事項はない。

### **3. 確定拠出年金（企業型 DC・iDeCo）について（レポート第2章）**

レポート第2章は加入者が合わせて 1,340 万人、資産額が約 30 兆円（2024 年 9 月末）に上る確定拠出年金（企業型 DC 及び iDeCo）のビジネスの状況と課題が説明されている。金融庁は第2章をまとめるに至る「背景や課題」を以下のように述べている。

「企業型 DC では、企業から委託を受けた運営管理機関（以下、運営と略）が、商品ラインナップを選定し、加入者等がその中から運用商品を選択する（iDeCo では、各人が運営を選ぶ点を除き、企業型 DC と同様）。運営は、加入者等の記録の管理等を行う専門インフラとして記録関連運営（レコードキーパー；以下、RK と略）を共同出資で設立又は単独で実施（国内に 4 社）。運営や RK が安定的かつ質の高いサービスを継続的に提供していくためには、持続可能なビジネス構造の確立が重要。また、足元において、物価は上昇基調であり、（物価の上昇率を下回る金利・利率の）元本確保型商品で長期に運用していく場合、実質的な資産価値が目減りし続けることになる。」

主として、サービス提供する金融機関のコストの内訳、またそのコストを誰がどの程度分担するのが適切なのか、さらに加入者の年金資産を拡大するための金融機関の提供商品のあり方等が課題ではないかと指摘しているのである。

#### **(1) 運営の収支構造（企業型 DC）と RK との関係構造（企業型 DC 及び iDeCo）**

本節では企業型 DC において、運営がサービスの対価として得る収入が、①企業から得る委託手数料と②加入者等から得る信託報酬の 2 つがあり、①だけの収入だけではほぼ全社が赤字、②も含めた場合にようやく半数強が黒字になる、という収益上の課題が明らか

にされている。運管の業務は企業型 DC を提供する企業向けのもので、商品提供会社（投信等の販売会社）は別の会社が行うことも理論上は可能だ。しかし企業から得る委託手数料だけではビジネスが成り立たないため、従業員向けの商品提供もサービスにバンドリングしないと業務を引き受けることが出来ないビジネス構造になっているのである。30 兆円規模の資産残高のあるビジネスでも委託手数料だけでは赤字になるのは、システム開発を含むサービス提供のコスト構造に問題があるのか、委託手数料が安すぎるのか、はたまた両方が問題なのかはレポートの内容からだけでは判断出来ない。

顧客視点から見ると、企業が運管業務と商品提供業務をアンバンドリングさせてもビジネスを成立させるに足る十分な委託手数料を運管に支払うことで企業が商品提供会社を自由に選択し、従業員に最適な商品を提供することが可能になるとも考えられる<sup>(注8)</sup>。つまり企業の従業員から見た企業型 DC のビジネスモデルの課題は、サービス提供する金融機関の収益が十分確保できないリスクを抱えているため、企業の従業員にとって最適な商品が提供されていない可能性があることだ。

別の解決方法があるのかもしれないが、従業員にとってのサービスを改善するには企業と従業員が制度運営上のコストの分担割合を再検討すべきなのではないか。つまり従業員にとって最適なサービスが提供出来る分担割合を考えることが必要だということだ。そもそも企業型 DC 制度の意義は、従業員が自らの投資判断で投資商品を選択し、老後のための生活資金を年金として確保することにある。その意義を踏まえれば、コスト負担のあり方についての議論を避けることはできないと考えられる。

さらに運管は業務の効率性等の観点から、記録管理等の業務を行う RK を共同出資で設立しているが、投資商品によっては RK に支払う手数料が運管の受け取る手数料を超える場合もあり、投資商品の選択を柔軟に行うことが出来ない等の問題が発生しているとの指摘もレポートでなされている。この問題もサービス提供を受ける加入者から見れば、手数料負担の分担割合を適正化することが解決の鍵になる。三方一両損ではないが、本来の確定拠出年金の趣旨に沿った解決策を目指すべきであろう。金融庁がレポートで指摘しているとおり、「加入者等の最善の利益や双方のビジネスの持続性に配慮し、手数料の在り方、業務の合理化、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」ということなのだろう。

## **(2) 元本確保型商品での運用実態と適切な投資教育の必要性**

ここでは、「加入者等のうち企業型 DC では約 20%、iDeCo では約 18%の者が元本確保型商品のみで運用（2024 年 9 月末）されており、運管は、加入者等において個々人の状況や経済・金融環境を踏まえた適切な商品選択がなされるよう、（企業型 DC の場合は企業と連携しつつ）優先順位を決めて、取組を強化させていくことが重要。」との指摘がなされ

---

(注8) もちろん 商品提供業務がアンバンドリングされることで加入者の投資リターンが向上することが保証されているわけではない。

ている。足元、物価は上昇基調にあり、(物価の上昇率を下回る金利・利率の)元本確保型商品で長期に運用を継続すれば、実質的な資産価値が目減りし続けることになる。その結果、老後に購買力を維持した十分な蓄えができないことになることを金融庁は危惧しているのである。

このような現状を打破するために必要とされているのが従業員に適切な商品提供を行うことと投資家教育ということになる。レポートでは、「DC法上、企業には、加入者等に対して継続的に必要かつ適切な投資教育を行う努力義務が課されており、多くの企業は、加入者向けの研修等を運管に委託。運用方法は加入者等の個々人が判断すべきものだが、加入者等において個々人の状況や経済・金融環境を踏まえた適切な商品選択がなされることが重要。」と述べ、運管において効果があったと考えている商品選択のサポート事例を紹介している。レポートでは運管の好事例という形で紹介されているが、サービス提供先の企業と協力して実行しているわけであり、これらの事例は企業の好事例という見方も可能だ。

筆者も、先進的な取り組みをしている企業担当者へのヒアリングを行ったことがあるが、「特に投資に限ったことではないが、どの分野でも無関心層が、一定割合存在するものだ。かといって投資教育が無駄ということにはならないので当社は力を入れて実施している。デフォルト商品はターゲットイヤーファンドである。適正なリスク管理が出来ることを理由にターゲットイヤーファンドを選択した。また加入者目線の運営管理機関の評価(実行性・継続性を考慮した評価方法を採用)を実施。また総経費率が最安値のファンドを選定している。」と述べ、企業側が主体的に問題解決に取り組んでいくことの重要性を指摘している。

レポートの第2章全体を通じて、確定拠出年金で加入者の最善の利益を図るには、金融機関だけでなく、制度運営に責任を持つ企業の積極的な関与が必要だということが示唆されていると読み解くべきだ。加入者との適正なコスト負担をどう考えるかという課題に始まり、選択できる投資商品の選定、無関心層も一定数いることを想定した投資教育の充実やデフォルト商品の選定など、母体企業がコミットメントすべき点は枚挙にいとまがない。AOPの対象は基金型の企業年金基金だけでなく、年金制度運営に責任を持つ会社も実質的には含まれると考え、年金制度運営に責任を持つ企業の真摯な対応が求められるのである。

#### **4. 確定給付企業年金(DB)向けのサービスについて(レポート第3章)**

レポート第3章は加入者が約900万人、資産額69兆円(2025年3月末)に上る確定給付年金のビジネスの状況と課題が説明されている。金融庁は第3章をまとめるに至る「背景や課題」を以下のようにまとめている。

「DB法上、DBの積立金は、信託銀行との信託契約や生保との保険契約により管理され、その運用は企業・基金が選定・委託した信託銀行や生保、資産運用会社が行うこととされ

ている。各 DB が受益者のために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）を果たすに当たっては、金融機関が顧客（各 DB はもとより受益者も含む）の最善の利益を勘案した業務運営を行うことが不可欠。」

第 3 章では、DB 年金向けサービスで主要な役割を果たす、「総幹事」（後述）と言われる信託・生保の役割が大きく、それら金融機関が主体的に運用を含む運営面で改善を行い、サービス向上を図ることが重要だと指摘されている。

### **(1) DB 年金の概要と金融機関の業務概要**

DB 年金の総数は 1 万社を越えるが、DB 制度数を資産規模別にみると、資産額 100 億円未満の DB 制度数が全体の約 93% を占める一方、資産額では 16% に過ぎない。掛金 2.5 兆円に対し給付額が 3.5 兆円と給付超になっており、その割合は資産額に対して 1.5% となっている。給付超の資産に対する比率は資産額の大きな DB 年金の方が大きい。これは規模の大きい会社の方が社歴が長く、高齢者の割合が相対的に高く受給者が多いためである。高齢化の進展と共に、投資リターンを高めない限り、DB 年金の資産額は減少が不可避ということが強く示唆される分析結果だ。

金融機関（主に信託銀行・生保）の DB 向け業務を大別すると、①総幹事業務（DB の決済事務や制度管理業務）と②資産運用業務があり、総幹事会社（主に信託銀行 4 社・生保 8 社）が、各 DB の①の業務を担うほか、資産運用会社とともに②の業務を担っている。全体の DB 資産の 75% の運用を総幹事会社が行っており、DB 向けサービスにおける総幹事会社の役割は大きい。

資産額 10 億円以下の残高の DB 年金では生保のシェアが 84% を占めるが、残高 300 億円以上の DB 年金では信託銀行のシェアが 80% を越え、シェアが逆転する。また残高が 100 億円以上の DB 年金では総幹事会社が資産運用におけるシェアは 45% を切り、総幹事会社に資産運用を委託する割合が小規模の DB 年金に比べ大きく減少する（資産額 10 億円以下の DB 年金では総幹事会社の資産運用シェアは 86% を占める）。

総幹事会社の収支構造を見ると、12 社の内、黒字は 6 社にすぎない。しかも収入の内、総幹事業務の収入は全体の 2 割に過ぎず、残り 8 割は資産運用からの運用報酬が占めている。

### **(2) 小規模 DB への運用サポートと DB 給付改善に向けたサポート**

第 1 節で触れたように、小規模の DB 年金では総幹事会社の生保割合が 8 割を越え、しかも総幹事会社に資産運用を委託する割合が高い。小規模な DB 年金が総幹事に運用委託する場合、少額でも複数の資産に投資可能なバランス型商品や、元本と一定の利率が保証される団体年金保険（一般勘定）、またはその組み合わせで運用する会社が多い。総幹事会社が提供するバランス型商品のうち約 2 割の商品では、運用リターン実績が商品の目標リターン及び小規模 DB の予定利率平均（1.98%）を下回っている。予定利率を下回るリターンになれば安定的な年金給付を行う基盤が弱くなる。そのため金融庁はレポートの中で「総幹事会社には、安定的な DB 制度の維持・運営に向け、各企業・基金の意向や特性

を踏まえた上で、市場環境に沿った運用提案を行うなど、各 DB の状況に寄り添った総幹事会社ならではのサポートが期待される。」としている。

さらにレポートの中では、「DB 制度等を熟知する総幹事会社においては、人への投資という観点から給付改善に取り組もうとする企業の人事・経営方針や特性等を踏まえながら、給付改善のために企業が取り得る適切な選択肢を提示する、課題がある場合はそれを解決する方策を提案するなどのきめ細やかなサポートが期待される。」と述べられており、従業員に対してより良い年金給付を行うことが出来るよう、総幹事会社が積極的に提案することも求めている。

レポート第 3 章は総幹事の役割に焦点が当てられているが、小規模の DB 年金の運用を含めた全体のサポートを総幹事が行うのは特に日本特有の現象ではなく、米国でも同様である。コスト対効果が見合わないため、総幹事業務を行う金融機関に運用を委託するのはごく自然の選択であり、企業の従業員から見てその点が問題なのではない。ここでも重要なことは、総幹事に主体的に働きかけ、最善のサービスを提供しようと努力する企業の姿勢が成功の鍵を握るということではないか。事業規模が小さい企業では年金向けサービスにまできめ細かな配慮をする余裕がないことは理解できるが、本来 DB 年金は優れた人材確保のためのサービスという側面を持っている。企業自らが主体的にサービス内容を改善するように総幹事会社に働きかけることがポイントになるのは明確だと思われる。

レポートの第 2 章、第 3 章は表面上はサービス提供を行う金融機関への改善努力を促す内容になっているが、顧客の視点から見て最も重要なことは金融機関のサービスを受ける企業が主体的に金融機関に働きかけ、企業の従業員に対して最善のサービスを提供してもらえるように自ら体制整備をすることであることは間違いない。

## 5. プログレスレポートから読み取れること

ここまでレポートの内容を簡単にレビューし、顧客から見たポイントは何かについて私見を述べた。当レポートは、顧客に資産運用サービスを提供する金融機関の課題を分野毎に詳細に説明しており、顧客視点からも興味深い内容が数多く盛り込まれていることは既に指摘したとおりである。

金融機関と顧客から見た、資産運用サービスの課題には時と場合により大きな差がある。ビジネス規模が大きくなることは規模の経済が働きやすい資産運用においてサービスコストの低下等を通じて、顧客にも利点が多いことは事実である。確定拠出年金においてサービス提供している金融機関の収益が安定しないことが顧客に最善のサービス提供がなされない可能性を孕むことにつながっているのはその一例だ。この例は顧客から見てもビジネス規模が大きくなることの大切さを示しているものとも考えられる。

一方、当論文の第 2 章で指摘したように、公募投信の世界では、ビジネス規模の増大と顧客の資産増大がパラレルに進行するかどうかは不明確である。既にパッシブ運用の信託報酬は欧米並みに低い水準に達しており、ビジネス規模の拡大が必ずしも顧客の利益に繋

がるかどうかは分からない。

パッシブ運用の受託者責任についてはアセットオーナーを含む顧客と運用会社の間で認識が一致しているとは思われず、両者の間で認識の摺り合わせを行う必要がある。金融庁のレポートで指摘されている運用会社側の課題は一つの側面を捉えているが、より重要な点は投資スタイルに応じたエンゲージメントのあり方やエンゲージメントの費用対効果について両者が真剣に議論し、コンセンサスを得ることではないか。顧客の運用会社に対するエンゲージメントが、運用会社の投資先企業へのエンゲージメント活動を効果的にする鍵を握ると考えるべきであろう。

DB 及び DC 向けサービスでは、レポートの中でサービス提供している金融機関のより一層の努力を求めているが、実は年金制度運営に責任を持つ事業会社の役割の大きさこそが顧客サービスを改善する上でより重要なことだと読み解くべきだと思われる。年金制度は優れた人材を確保するための重要な福利厚生サービスと考え、主体的に金融機関に働きかけ、従業員の最善の利益を確保するサービスを提供してもらえるように企業が行動すべきという点こそが顧客視点からは重要である。

当レポートでは触れられていないが、公募投信における販売会社の役割も年金制度運営に責任を持つ企業と同じで、顧客の金融資産増大のために積極的な役割を果たすことが求められている。運用会社と年金サービスを提供する金融機関、そしてサービス提供を受ける事業会社及び顧客と対面する販売会社が車の両輪となって、顧客に最善のサービスを提供することが、資産運用サービスを真に発展させるための鍵であることが、当レポートから読み取ることの出来る最大の示唆ではないか。

#### (参考文献)

金融庁、「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 年 6 月 27 日  
堀江貞之、「求められるアセットマネジャーの高度化～運用力・顧客リレーション力・ガバナンスの強化に必要なこと～」、証券アナリストジャーナル、2025 年 5 月号  
堀江貞之、「日本株エンゲージメントファンドの現状と課題」、日本証券経済研究所、2025 年 6 月 16 日