

Statement 2026

資産運用立国実現に向けたステートメント

目次 Contents

◇ 更なる成長の好循環に向けたインベストメント・チェーン全体の強化 Strengthening the Investment Chain to Drive the Growth Trajectory	1
◇ 成長資金の供給 Supplying Growth Capital	14
◇ 多様化する資産形成の選択肢 Options for Diversified Asset Building	25
◇ デジタルトランスフォーメーション Digital Transformation	36
◇ サステナブルファイナンス Sustainable Finance	49
◇ 資産運用・資産形成の浸透 Wider Adoption of Asset Management and Asset Building	63

資産運用フォーラム 分科会①

「更なる成長の好循環に向けたインベストメント・チェーン全体の強化」

1. はじめに

(1) 背景・現状認識

我が国では、「資産運用立国」の実現に向け、アセットオーナー・プリンシプルの策定¹、コーポレートガバナンス・コードの改訂²、成長投資ガイダンス³など、さまざまな制度・規範の整備が進んでいる。同時に、インフレと「金利のある世界」への移行や慢性的な人手不足など、アセットオーナー、アセットマネジャー、日本企業のインベストメント・チェーンの各主体は新たな環境変化への対応を迫られている。

一方、成長投資ガイダンスの指摘にもあるように、日本企業の株主還元や稼ぐ力は改善したものの、企業側の要因により成長投資が伸び悩んでいる。これに加え、後述の通り資金の出し手であるアセットオーナーの運用体制や、企業と対話するアセットマネジャーの視点にも改善の余地があり、託された資金が企業の成長を通じて最終受益者に還元される「成長の好循環」は、なお十分に機能しているとは言い難い。こうした問題意識から、本分科会を開催した。

(2) 本分科会の目的と取組スタンス

本分科会は、資産運用立国の一層の推進・発展に向け、インベストメント・チェーンを通じた更なる成長の好循環の創出を目指すものである。その実現に向け、インベストメント・チェーンを構成する各主体の更なる機能強化・役割発揮の方向性を整理し、提言することを目的とした。

議論に当たっては、他分科会とテーマが重複する場合は詳細な検討を各分科会に委ね、インベストメント・チェーン全体の視点から方向性を打ち出すことに焦点を当てた。また、関係当局等の取組と整合的であることを基本としつつ、業界としてこれらの取組を後押しするとともに、特に重要な論点は強調して提言することとした。

(3) 議論のテーマと進め方

本分科会では、アセットオーナーからアセットマネジャーへの運用委託、アセットマネジャーによる日本企業への投資・エンゲージメント、企業価値向上を通じた賃金上昇・経済成長という流れを踏まえ、主体ごとに図表1のテーマを掲げて議論した。

¹ 2024年8月、内閣官房「アセットオーナー・プリンシプル」

(https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/assetownerprinciples.pdf)

² 2026年7月、金融庁・東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード（2026年改訂版）」

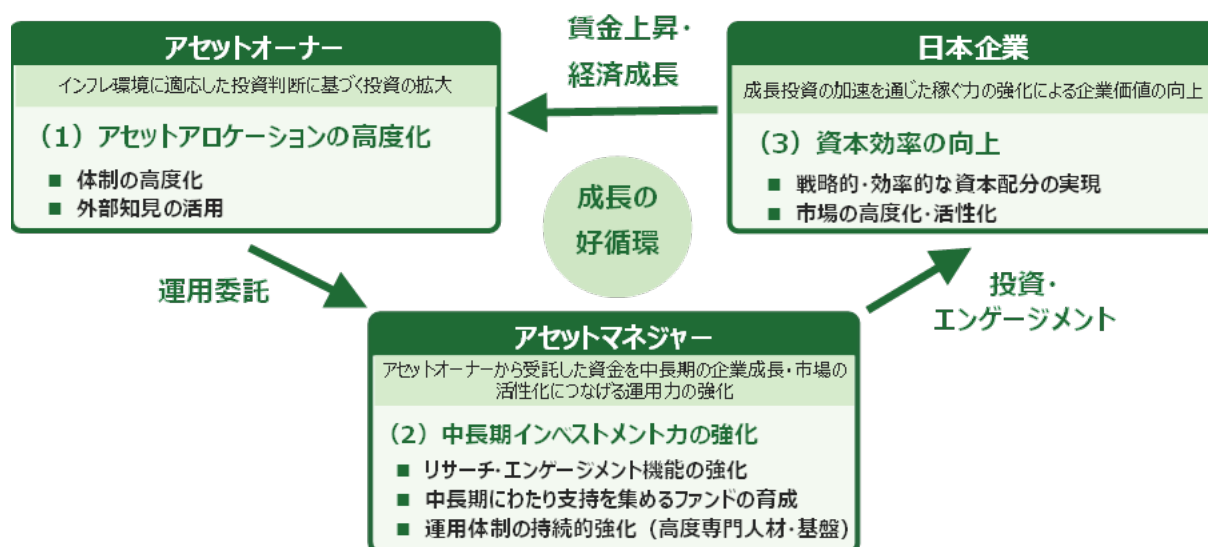
(<https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260721/01.pdf>)

³ 2026年7月、経済産業省「成長投資ガイダンス」

(https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/value_creation/pdf/20260721_guidance_01.pdf)

議論は、リーダーシップチーム 3 社とディスカッションメンバー 11 社で進めた。第 1 回定例会（4 月 21 日）で暫定提言案への意見を集約し、第 2 回定例会（6 月 15 日）では、①アセットオーナーの外部知見の活用、②アセットマネジャーの提供価値向上、③ファンドの商品性改善（重大な約款変更）の柔軟化、④企業のライフサイクルに応じた成長戦略の在り方の 4 テーマでパネルディスカッションを行った。そして、第 3 回定例会（9 月 9 日）で最終提言案を提示し、意見を踏まえてリーダーシップチームで最終化した。

図表 1 本分科会のテーマ



2. インベストメント・チェーン強化に向けた課題と提言

本章では、主体ごとに課題を整理したうえで、定例会・パネルディスカッションでの意見交換を通じて各主体が果たすべき役割を議論し、アセットオーナー2本、アセットマネジャー3本、日本企業2本の計7本の提言として取りまとめた。各主体の機能強化は相互に結び付いており、一体となって進むことでインベストメント・チェーン全体の好循環が実現すると考える。

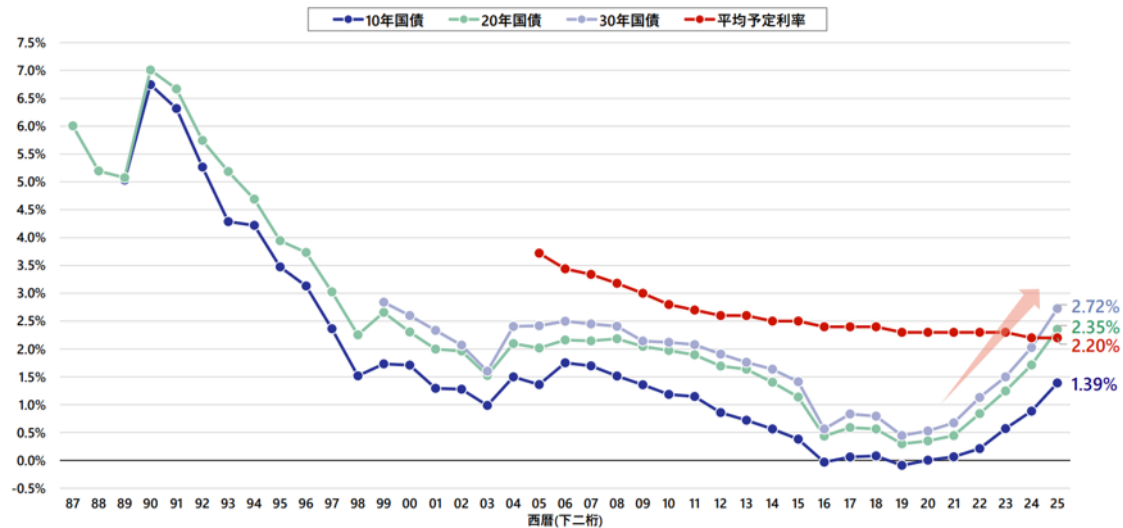
(1) アセットオーナー：アセットアロケーションの高度化

【課題】

■経済・市場環境の変化を踏まえた運用目標等の見直し

アセットオーナーは、インフレや金利上昇等の環境変化を踏まえ、受益者の利益と給付の確実性を確保する観点から、予定利率、運用目標および基本ポートフォリオの整合性を定期的に検証することが重要である。企業年金（DB）の予定利率は長らく低下傾向が続き、マイナス金利解除後もおおむね横ばいである（図表 2）。予定利率は掛金計算等に用いる基礎率であり、運用目標とは役割が異なるものの、環境変化により各種インカム資産の期待収益率が高まる中では、これらの前提を再検証する余地がある。

図表 2 長期金利と平均予定利率の推移



(出所) みずほ信託銀行「2025 年度下期 <みずほ>アセットマネジメントセミナー
企業年金の未来を見据え、実装へ ～給付改善の実践～」より資産運用フォーラム作成

■専門人材の不足と情報開示の遅れ

企業年金の運用担当者は他業務を兼任する場合が大半であり、専門知識を有する人材を選んで配置しているケースは少なく、組織的対応の確立が課題認識されている⁴。また、アセットオーナー・プリンシプルに記載の受益者等への情報開示もまだ拡充の余地があると考えられる。企業年金については事業報告が電子化され、厚生労働省による一覧開示が予定されているが⁵、他のアセットオーナーの開示の拡充は課題が残る⁶。

■外部知見の活用の遅れ

欧米では Outsourced Chief Investment Officer (以下、「OCIO」という。)等の外部リソース活用が先行し、米国の企業型 DB 年金の約 40%が資産管理をアウトソースしていると推定される (OCIO 受託額は 2018 年の約 1.8 兆米ドルから 2023 年の約 3.9 兆米ドルへ年平均 17%で拡大、図表 3)。日本では総幹事制度や運用コンサルタントなどの外部知見は一定程度活用されているものの、OCIO 等は広くは浸透していない。OCIO の全面委託か否かの二者択一で捉えられがちであるため、導入ハードルが高いと認識されている可能性もある。

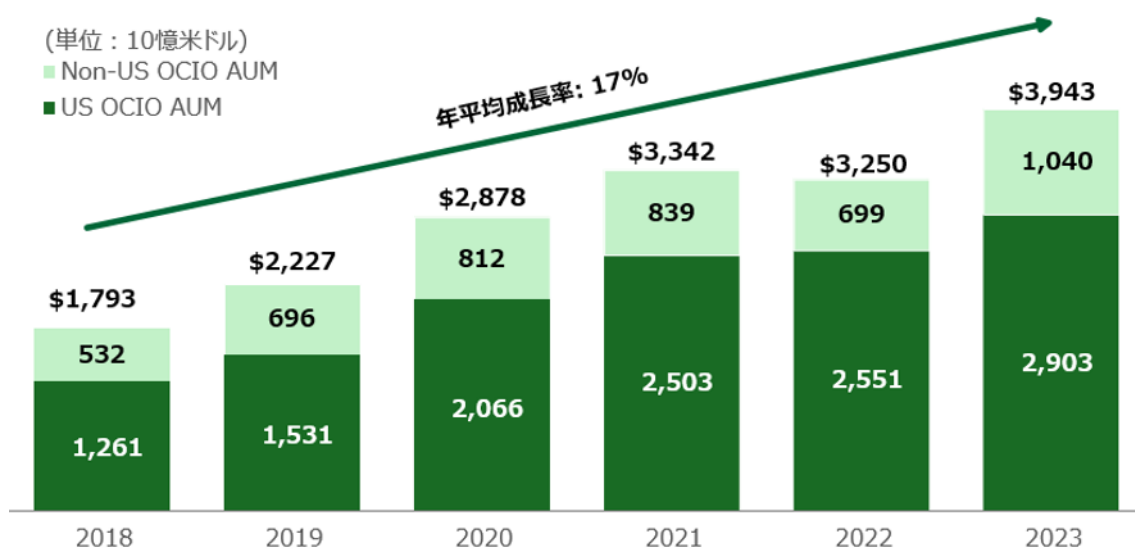
⁴ 2024 年 12 月、有限責任 あずさ監査法人「年金運用ガバナンスに関する実態調査 2024」
(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/jp/pdf/2024/jp-pension-governance-2024.pdf.coredownload.inline.pdf>)

⁵ 2025 年 10 月、厚生労働省 「第 1 回企業年金の加入者のための運用等の見える化等に関する懇談会」 資料
(<https://www.mhlw.go.jp/content/10600000/001575025.pdf>)

⁶ 2026 年 7 月、大学の資産運用の促進・高度化に向けたガイドブック (https://www.mext.go.jp/content/20260722-mxt_sigsanji-000051051_2.pdf)

る。さらに、学校法人等でも専門人材の確保や運営体制の構築が求められており、「大学の資産運用の促進・高度化に向けたガイドブック」でも OCIO など外部の専門的知見の活用が例示されている。

図表 3 OCIO 受託額の推移



(出所) Cerulli Associates 『U.S. Outsourced Chief Investment Officer Function 2024』、
米国連邦準備制度理事会、米国労働省よりゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント作成

【議論の概要と提言】

■議論の概要

第2回定例会（6月15日）のパネルディスカッション「アセットオーナーの外部知見の活用」では、総幹事制度や運用コンサルタント等を通じて外部知見は一定程度取り込まれているものの、人材の世代交代や運用の高度化・複雑化を背景に、今後は活用の余地が広がるとの意見が出された。また、「外部知見は目的ではなく手段」であり、OCIOを活用する場合でも受託者責任を果たすべく最終責任はアセットオーナーにあることを示すべきとの意見があった。これらを踏まえ、アセットオーナーが多様な選択肢から外部知見を主体的に取り入れる観点から、以下の2本の提言を策定した。

提言1：体制の高度化

- インフレや金利上昇等の環境変化を踏まえ、アセットオーナーは、投資目的、負債・支出構造、財政状況およびリスク許容度に照らして、必要収益率と運用目標・方針の妥当性を定期的に検証することが望ましい。その結果に基づき、必要に応じて予定利率や基本ポートフォリオを見直し、リスク性資産への投資を適切に判断する。こうした取組は、受益者の利益を確保しつつ、年金財政の健全性を高め、将来的な掛金負担の抑制や給付水準の改善を検討する余地につながる。

- リスク性資産投資の知見を持つ専門人材を積極的に確保することが有用である。これにより、持続可能な運営が可能となり、適時適切な運用目標・方針の見直しにつながる。
- アセットオーナーは、受益者等への説明責任を果たすため、①運用目的・目標・方針（基本ポートフォリオ）、②ガバナンス・運用体制、③運用状況、④運用委託先・報酬、⑤リスク管理等を自ら開示すべきである。自ら開示することが難しい場合は、企業年金における厚生労働省の一覧開示の事例も参考に、他のアセットオーナーにおいても所管行政による一覧開示が考えられる。これにより、アセットマネジャー等のステークホルダーも当該情報を活用することで運用の高度化が可能となり、受益者利益の向上にもつながる。

提言 2：外部知見の活用

- アセットオーナーが最終責任を負うことを踏まえ、運用方針の決定・モニタリング機能を保持しつつ、属人的な対応に依存せず、外部知見も活用して持続可能で高度な運用体制を構築することが有用である。その結果、運用判断の客観性を高め、環境変化への対応やポートフォリオ全体のリスク管理を強化するとともに、組織内への知識移転や人材育成にもつながる。
- 外部知見の活用は、運用目的・体制・課題・説明責任・費用対効果を踏まえ、総幹事・運用コンサルタント・運用会社（OCIO・ゲートキーパー・マルチアセット）等から最適な選択を検討することが望ましい。OCIO も包括型、部分型、段階導入など様々であり、必要な領域を峻別することで、必要な機能に絞った持続的な体制を構築できる。
- 学校法人等では、「大学の資産運用の促進・高度化に向けたガイドブック」も踏まえ、OCIO 等の外部知見を活用する余地が大きい。OCIO 等の伴走支援により、運用方針の策定から実装・モニタリング・説明資料の作成までを一体的に高度化し、持続可能な運用体制の構築につなげることが期待される。

(2) アセットマネジャー：中長期インベストメント力の強化

【課題】

■企業との対話の深度とリソース

投資先企業へのエンゲージメントの重要性が高まっているが、対話における企業から見た投資家の課題として「企業に対する分析や理解が浅い」「短期的な視点・テーマのみに基づく対話」といった点が上位に挙げられる⁷。他方、アセットマネジャー自身も、対話を行うエンゲージメントのリソース・人材の不足を課題として認識している。実証研究⁸では、継続

⁷ 2024 年 4 月、一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果（2024 年度版）」(https://www.seiho.or.jp/activity/sdgs/esg/pdf/20250418_3_5.pdf)

⁸ 日高他(2021)「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」(RIETI Discussion Paper Series, 21-J-036)、

的な働きかけが企業の行動変容を通じた企業価値向上につながることを示されており、取組の余地は大きい。

■パッシブ運用の拡大とエンゲージメントの負担

GPIF の国内株式に占めるパッシブ比率は 2015 年度の 82% から 2024 年度には 95% に達する⁹など、パッシブ運用の拡大等を背景に、市場全体の底上げを促すことを目的とするエンゲージメントの重要性が高まっている。投資先企業への深い理解を前提とした対話を一律に求めることはコスト負担が大きく、一方、協働エンゲージメントにはフリーライド問題も指摘される。エンゲージメントの進捗・効果の見える化はなお発展途上であり、アセットオーナーからの個別の報告要求も多く、レポートニング負荷が増加している。

■ファンド育成と商品性改善の硬直性

受益者に継続的な価値提供を行う中で、中長期的な支持を獲得し、その結果として残高が拡大するという循環が理想的である。しかし、例えば、日本の公募投信では、設定直後の残高が最も大きく、以降は減少する傾向が強い。アクティブファンドに占めるトラックスレコード 16 年以上のファンドの残高割合は米国より低く、信頼を積み上げるビジネスモデルへの移行は途上にある。開示はリスク・リターン中心でアセットオーナーが運用戦略の理解を深めたうえでのポートフォリオの検討に活用しづらい。加えて、アセットオーナーがリスク性資産の多様化・拡大を進める中、その選択肢となるプライベートアセットを含む新たな投資対象についても、特に伝統資産運用を中心とする運用会社にはケイパビリティの底上げ余地がある。

また、中長期にわたる価値提供のためには、環境変化に応じたファンドの商品性や運用手法の見直しなどの高度化を図ることが不可欠であるが、主要運用会社の約 320 件の書面決議等のうち約 90% は償還に関するもので、運用方針・投資対象の変更はそのうち 1 割程度にとどまる¹⁰。加えて、その多くは外部要因に起因するものであった。UCITS 等の外国籍投信の場合と比べて合理的な変更が行いにくく、陳腐化したファンドの残置や代替ファンドの新規設定が一般化しているほか、多数の販売会社を取り扱う大規模ファンドほど手続が重くなり改善に動きにくいという問題も抱えている。

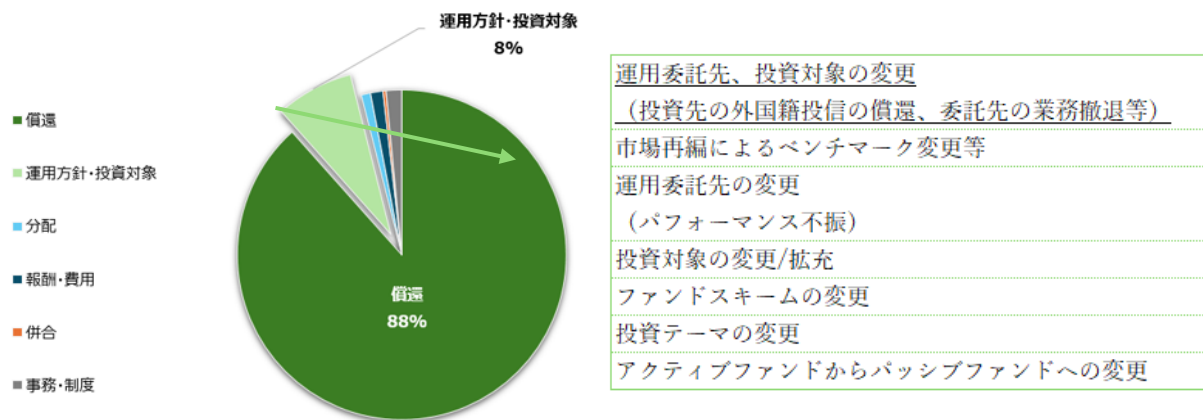
図表 4 書面決議の実施類型、および運用方針等の変更の主な理由

竹田・関(2025)「本邦機関投資家による ESG エンゲージメントの効果測定について」(証券アナリストジャーナル 63(11), 115-128)

⁹ 年金積立金管理運用独立行政法人 (<https://www.gpif.go.jp/operation/state/>)

¹⁰ アクティブファンドの残高が大きい運用会社を中心に、各社ウェブサイトの公表情報を基に 2016 年 1 月から 2026 年 1 月までを対象に資産運用フォーラム調査。

対象会社：野村アセットマネジメント株式会社、大和アセットマネジメント株式会社、アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社、フィデリティ投信株式会社、アライアンス・バーンスタイン株式会社、キャピタル・インターナショナル株式会社、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社、アセットマネジメント One 株式会社



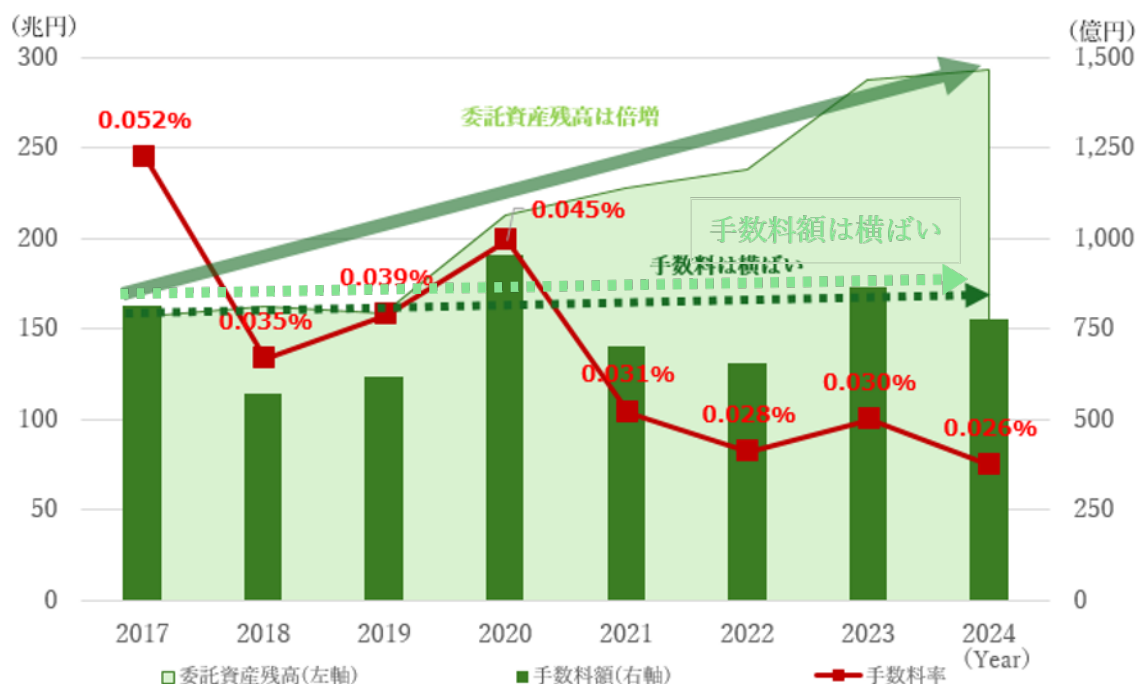
(出所) 各社ホームページより、資産運用フォーラム作成

■高度専門人材の獲得競争と収益基盤

高度専門人材を巡る競争は、業界内のみならず、業界外との間でも激化しており、後継者育成や企業調査体制の課題が顕在化している。日系運用会社では報酬を人材戦略として十分に位置付けてこなかったとの指摘もある。また、運用報酬の低下とコスト上昇により運用会社の収益性は圧迫されており、高度専門人材の獲得・育成への投資を十分に行えないことは重要な経営課題となっている。過去 10 年弱の間に、日本の大手公的年金（8 基金）の委託資産残高は倍増する一方、支払手数料額は横ばい、手数料率は約 2.6bp に低下した。これは海外大手年金基金の約 20 分の 1 にとどまる水準である¹¹。

¹¹ 公的年金（8 基金）の運用報告書等から 2017 年度以降 2024 年度までを対象に資産運用フォーラム調査

図表5 日本の大手公的年金の委託資産規模と支払手数料の推移



（出所）日本の公的年金は運用報告書等、海外大手年金基金は CEM Benchmarking 社より資産運用フォーラム作成

【議論の概要と提言】

■議論の概要

第2回定例会のパネルディスカッション「アセットマネジャーの提供価値向上」では、共通課題は協働エンゲージメントで対応し市場全体の底上げを図ることが合理的との意見や、説明力・再現性を含む評価、提供価値に見合う対価への理解を求める必要性が示された。また、「ファンドの商品性改善（重大な約款変更）の柔軟化」では、受益者との約束を守ることが基本としつつ、ファンド設定時に想定していた前提と現状が乖離したファンドについては、柔軟に商品性を見直せる制度が望ましいとして、『投資信託に関するQ&A』¹²の更新や電子投票プラットフォームの構築などが提案された。これらを踏まえ、以下の3本の提言を策定した。

提言1：企業の中長期成長を後押しするリサーチ・エンゲージメント機能の強化

- 中長期視点で企業の本質的価値を捉えるリサーチを深め、企業のライフサイクルに応じて対話の論点を切り分けることが重要である。生成AI等も活用し、リサーチ・エンゲージメントの効率化と付加価値創出を図ることで、企業価値向上の確度が高まる。

¹² 2026年6月改訂、金融庁 (<https://www.fsa.go.jp/news/r6/shouken/20250624/03.pdf>)

- アクティブ・エンゲージメントでは、深い企業理解に基づき、「企業に寄り添うアクティビスト」として経営に規律をもたらしつつ、中長期的な企業価値向上に資する丁寧な対話を継続的に行うことが重要である。
- パッシブ・エンゲージメントでは、資本コストを意識した経営、合従連衡・業界再編、協働エンゲージメント、ポリシーエンゲージメント等、市場全体の底上げ・活性化に資する対話を行うことが望ましい。また、SR ミーティングを通じてガバナンスや議決権行使に関する考え方を企業に浸透させることが重要である。こうした活動が、資本効率やガバナンス水準の向上を促し、市場全体の底上げ・活性化を後押しすることにつながる。
- アセットマネジャーは、使用目的と必要性に照らしてスチュワードシップ活動の報告項目の定期的な見直しをアセットオーナーに促すことが望まれる。また、活動の量だけでなく、事例等によって創出した価値・成果をマイルストーンで可視化し、エンゲージメントのコスト負担と報酬の在り方についてアセットオーナーを交えて検討することが重要である。こうした活動がアカウンタビリティの向上と持続可能性の改善につながると期待される。
- リソース等の制約がある場合は、他の資産運用会社・専門業者等へのエンゲージメント業務の委託を含め、外部知見の活用を検討することも有用である。リソース制約を補完しつつ、専門性の高い知見を取り込み、エンゲージメントの実効性と継続性を確保することにつながる。

提言 2：中長期にわたり支持を集める訴求力の高いファンドの育成

- 中長期投資に資するプロダクトを特定し、重点的に育成し、積極的に情報開示を行うことが重要である。これにより、投資家がこうしたプロダクトを一目で認知できるようになる。
- リスク・リターンに加え、スタイル等のファンド特性が詳細に把握できる踏み込んだ情報開示を行い、アセットオーナーのポートフォリオにおける役割を明確にすることが必要である。
- アセットオーナーのリスク性資産投資の多様化・拡大に貢献するため、プライベートアセット等の新たな投資対象に積極的に取り組み、ケイパビリティを高める努力も不可欠である。企業の新陳代謝や市場の活性化にもつながる。
- 受益者利益を前提に、運用環境等の変化に応じて商品性を改善できるよう、海外事例も踏まえ、重大な約款変更の範囲・手続を見直すことが望まれる。例えば、『投資信託に関するQ & A』の更新、通知・議決の電子化や業界共通プラットフォームの構築などを、関係者と協議のうえ検討すべきである。判断基準の明確化と事務負担の軽減により大規模ファンドにも商品性改善の選択肢が広がり、陳腐化したファンドの残置など受益者利益と整合しない行動を抑制し、ファンドの継続的な価値提供、信頼性の向上や中長期的な定着につながる。

提言 3：運用体制の持続的強化（高度専門人材・基盤の強化）

- アセットマネジャーの提供価値向上には、高度専門人材の戦略的な獲得・育成と適切な評価体系の構築が極めて重要である。報酬水準に加え、成長・キャリア形成や挑戦の機会を提供し、人材の獲得・定着を図る必要がある。運用担当者については、運用力、説明力、再現性や想定リターンの達成度を評価・報酬に反映し、受益者と利害が一致するインセンティブ体系を海外事例も踏まえて検討することが望まれる。
- アセットマネジャーは、顧客間の公平性やサービスの持続可能性を踏まえ、適正な報酬水準を設定することが重要である。プレゼンス向上を目的に海外対比で大幅に低い報酬水準で受託する事例もみられるが、本来は、自らの役務・商品の価値を丁寧に説明し、成功報酬等を含め、提供価値に見合った運用報酬への理解を主体的に求めることが望まれる。特に、役務に見合う報酬が十分に考慮されていないパッシブ・エンゲージメントについては、市場全体の底上げに資する活動であることへの理解を求め、適正な報酬の確保に向けた取組を強化する必要がある。

(3) 日本企業：資本効率の向上

【課題】

■成長投資の伸び悩みと構造要因

過去 15 年で日本企業の総還元額は大幅に改善し、上場企業の労働生産性も欧米を上回る伸びを示した。他方、人件費率は低位にとどまり、人的資本投資・研究開発投資・IT や DX 等無形資産投資は欧米対比で伸び悩み¹³、現預金比率も上昇している。背景には、デフレ・低い期待成長率といった外部環境要因、経営者任期の短さやインセンティブ設計といったガバナンス要因、短期的な株主還元を重視する投資家要因が考えられる。日本の CEO の在任期間は欧米より短く、報酬に占める長期インセンティブの割合も低い。

■事業再編・市場の新陳代謝と資金調達への偏り

日本企業は欧米企業と比べて産業をまたぐ多角化が多く、多角化した大企業ほど ROIC が低い傾向にある。2025 年の東証の上場廃止数は上場数の 3.2%、新規上場数は 1.6% と海外主要取引所より少なく、新陳代謝は乏しいといえる。資金調達は銀行借入に大きく依存し、国内社債は発行額の 9 割以上が A 格以上であり、BB 格以下はほとんど存在しない。米国ではリスクを取る保険・年金基金、海外投資家、投資信託経由の社債保有が約 9 割に及ぶのに対し日本は 2 割強にとどまり¹⁴、リスク特性を変換する金融仲介機能も米国と比べて拡大の余地がある。

図表 6 成長投資を阻む構造課題（例示）

¹³2025 年 12 月、内閣官房、金融庁、経済産業省 非財務情報可視化研究会（第 7 回）人的資本可視化指針の見直しについて

¹⁴ 2026 年 3 月、経済産業省「第 4 回 企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会事務局説明資料」

外部環境	・ デフレ・低成長期待の下、国内需要拡大を前提とした投資判断が困難であったこと ・ 競争力の乏しい企業の過度な保護、労働移動の低さ、労働法制的硬直性により、低収益事業からの人材・資本再配分が進みにくかったこと ・ 女性・高齢者の労働参加拡大が労働供給を下支えし、省力化・情報化投資への切迫感を弱めたこと
ガバナンス	・ 経営者任期の短さや減点主義的評価が、失敗を伴う成長投資・大型 M&A へのリスクテイクを抑制したこと ・ 成功報酬が小さく失敗責任が重い非対称なインセンティブが、現状維持バイアスを生じやすかったこと ・ 祖業・しがらみ・無借金経営への固執により、事業再編や業界再編の意思決定が遅れやすかったこと ・ 取締役会・指名報酬委員会による成長戦略や資本配分への規律づけが十分ではなかったこと
投資家	・ 投資家の対話は短期業績や株主還元にも偏重し、将来の成長ストーリーを評価する姿勢が十分ではなかったこと ・ 投資家が自社株買い・配当を強く求めることで、企業に「投資より還元」を選ばせる誘因となっていたこと ・ 大型 M&A・無形資産投資・人的資本投資などを評価する投資家の目利き力が十分ではなかったこと ・ 中長期的な価値創造や成長投資を評価・支援するリサーチ・対話力が不足していたこと

(出所) 定例会での議論を基に資産運用フォーラム作成

【議論の概要と提言】

■議論の概要

第2回定例会のパネルディスカッション「企業のライフサイクルに応じた成長戦略の在り方」では、形式的な対話ではなく、企業のライフサイクルに応じて、企業価値向上に向けた規律と説明責任を求めるのが基本であるという意見が出された。成長投資が進まない背景として経営者インセンティブの非対称性や経営陣の任期の短さ等が指摘された。小型株・成熟企業（PBR1 倍割れなど）に対しては、PE ファンドの知見も活用し非上場化・再上場も選択肢になり得るとの意見があった。これらを踏まえ、以下の2本の提言を策定した。

提言1：戦略的・効率的な資本配分の実現

- ・ 「成長投資ガイドンス」でも指摘されるように、企業の成長ステージや投資機会の質を踏まえ、中長期のキャピタルアロケーション方針を策定し、資本コストを上回るリターンが見込まれる成長投資を優先することが望まれる。
- ・ 具体的な成長投資の方法として、日本企業が欧米企業対比で特に過少投資となっている人的資本投資、研究開発投資、情報化投資等を、経営戦略・人材戦略・事業ポートフォリオ戦略と一体的に検討し、具体的な投資計画を策定することが有用と考えられる。

- 成長投資を促進するためには、「コーポレートガバナンス・コード」でも言及されるように独立社外取締役の重要性が増しており、取締役会・指名報酬委員会を中心に、経営者の評価期間を中長期の成長戦略と整合させ、株式報酬・長期インセンティブ報酬の比率や評価指標を定期的に検証することが望まれる。また、投資家への説明会や対話では、短期的な視点での情報開示にとどまらず、中長期的な企業価値向上の取組を説明し、経営陣が中長期の成長投資や収益力向上に資する事業再編等にコミットすることが期待される。これにより、経営者の時間軸を中長期化し、合理的なリスクテイクを促す。
- 事業再編や海外展開を通じて、成長戦略を推進することが望まれる。その際、ベストオーナー原則を踏まえ、低収益・非中核事業からの撤退、カーブアウト、非上場化・再上場、M&A、必要に応じたPEファンド等の外部資本・経営支援の活用も含めて、事業ポートフォリオの見直しを進めることが有用である。これにより、資本効率の改善に加え、上場下では進めにくい抜本改革や成長投資の実行力向上につながる。

提言 2：市場の高度化・活性化

- 上場維持の是非については、企業の多様性や成長ステージを踏まえて判断することが望ましい。企業のライフサイクル、価値創造力、エコノミック・プロフィット（ROIC－WACC スプレッド）、上場維持コスト、資金調達ニーズ、事業再編の実行可能性等を総合的に勘案する必要がある。とりわけ、成熟化が進んだ企業や小型上場企業については、非上場化・再上場、M&A、業界再編を含め、企業価値向上に最適な選択を行うことが有用である。企業価値向上に最適な環境での事業運営に加え、市場全体の新陳代謝の促進につながる。
- 日本企業は、事業特性、成長投資の規模・期間、財務健全性等を踏まえ、銀行借入に加えて社債を含む負債の活用を検討し、資金調達手段、調達年限、投資家層の多様化を図ることが望まれる。併せて、アセットオーナーが投資しやすい投資商品（ハイイールド社債を含む投機的格付の債券・ローン等）を組成するアセットマネジャー等の金融仲介機能の強化が必要である。成長資金の調達手段の多様化に加え、市場の高度化・活性化に寄与する。
- 日本企業は、大規模な事業再編、カーブアウト、非上場化・再上場、海外展開等、自社の資本・人材・知見だけでは実行が難しい案件について、PEファンド等による資本参加、共同投資、経営人材・専門人材の受入れ等の選択肢を比較検討し、業界再編や事業構造転換を進めることが重要である。自社のみでは実行が難しい抜本的な事業構造転換を進め、事業ポートフォリオの最適化と成長投資の実行力向上につながる。

3. 終わりに

本分科会の議論を通じて、成長の好循環の実現には、アセットオーナー、アセットマネジャー、日本企業のインベストメント・チェーンの各主体が役割を果たしながら、相互に連携して機能を高めていくことが不可欠であることが確認された。

他方、積み残した課題もある。個人の「貯蓄から投資」の更なる拡大や国内資産投資の拡大、海外マネーを取り込む国内資産ファンドの拡充等は、次年度以降の深掘り候補と考える。また、企業との対話コストの負担の在り方、重大な約款変更の見直しや電子化プラットフォームの構築、社債市場等を通じた金融仲介機能の強化は、個社では実現が難しく、関係団体や当局、さらには他業種とも連携しながら幅広い視野で議論を深めるべきテーマである。

本提言が、インベストメント・チェーンに関わる全ての関係者が自らの役割を見つめ直し、具体的な行動に踏み出す契機となることを期待したい。資産運用フォーラムとしても、提言の実装を後押しし、次年度以降も議論を深化させ、資産運用立国の推進と成長の好循環の実現に貢献していく。

以 上

資産運用フォーラム 分科会② 「成長資金の供給」

1. はじめに

日本政府が「強い経済」の実現に向け、資産運用立国の取組みをさらに推進・発展させる中、資産運用を通じて日本企業の価値を向上させるとともに、地方を含む日本への投資を促進し、その果実を従業員や家計へ還元する資金の好循環を実現することは、資産運用業界が取り組むべき重要な課題である。

日本企業の持続的な成長、産業構造の転換、新たな成長領域への投資を実現するためには、企業の成長段階や事業特性に応じた多様な資金供給が必要となる。特に、銀行融資や上場市場を中心とした従来型の資金調達に加え、プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、ハイブリッド・ファイナンス等のプライベート市場を通じた資金供給には、大きな発展余地がある。

また、成長資金の需要は大企業に限られない。スタートアップ、事業承継を必要とする中堅・中小企業、バイアウト対象企業、地域企業、再生可能エネルギーやデータセンター等の GX 関連事業など、資金需要者は多様である。したがって、資金供給者においても、企業や地域の実情を理解し、資金の性質・期間・リスク・リターンを踏まえた適切な金融手法を組成することが求められる。

当分科会は、以下を目的として議論を行った。

日本企業の持続的成長と地域価値創造を実現するため、資産運用業界（特にプライベート市場の発展）の観点から、成長資金の供給に関する可能性と課題を整理し、実務にも即した提言に結び付ける。

本年度は、昨年度の「日本企業の価値向上と地方を含む日本への投資促進」分科会および「オルタナティブ投資」分科会での議論を一部引き継ぎ、以下の3つのテーマを中心に検討した。

1. プライベート市場を通じたファイナンス手法の多様化
2. 地域価値の創造に向けた、自治体・地域金融機関等との協業
3. 経営専門人材の拡充（経営・ガバナンス支援）

本ステートメントは、これらの議論を踏まえ、成長資金の供給に関する現在地、課題、今後の方向性および資産運用業界が目指すべき姿を整理したものである。

2. 昨年度の議論と当分科会の経過

2-1. 昨年度の議論との関係

昨年度の「日本企業の価値向上と地方を含む日本への投資促進」分科会では、地方の有力企業・優良企業が都市部と比較して可視化されていないこと、自治体・地域金融機関との連携が十分に進んでいないこと、地方における経営資源・専門人材が不足していることなどが課題として議論された。

そのうえで、以下の方向性が示された。

- 資産運用業者が自治体・地域金融機関と連携し、地方企業を発掘するエコシステムを構築すること
- 地方企業に対するエンゲージメントを効率化すること
- 地域金融機関・自治体・資産運用業者の連携を進めること
- 地方における経営人材の育成・確保を進めること
- 株式オーナーシップ等のインセンティブを活用すること

また、「オルタナティブ投資」分科会では、日本における資金需要と供給のギャップを解消するため、シニアローンの供給力や顧客ネットワークを有する銀行セクターと、長期資金供給力・リスクテイク力を有するプライベートアセットプレーヤーが協働することの重要性が確認された。

本年度の当分科会では、これらの議論をより具体化し、資金調達手段の多様化、地域との協業、経営・ガバナンス支援という3つの観点から検討を深めた。

2-2. 当分科会の経過

当分科会は、以下の定例ミーティングを開催した。

- **2026年2月19日：キックオフミーティング**
分科会の目的、3つのテーマおよび今後の進め方を確認。
- **2026年4月22日：第1回定例ミーティング**
昨年度の議論を振り返り、3テーマについて現在地と課題を整理。
- **2026年6月10日：第2回定例ミーティング**
住友商事によるプライベート・クレジット活用事例、大阪府および札幌市の取り組みを確認。
- **2026年9月3日：第3回定例ミーティング**
JAFCOの事例および地方発スタートアップの投資環境を確認した後、ステートメント案について議論。

加えて、当分科会では、他団体との意見交換を行った。成長資金の供給は、資産運用業界だけでなく、銀行、証券会社、保険会社・年金等のアセットオーナーを含む金融業界全体に関わるテーマであり、各業態の強みを組み合わせることが重要である。

3. 課題の整理と解決に向けた方向性

3-1. プライベート市場を通じたファイナンス手法の多様化

(1) 現在地

日本のプライベート・エクイティ市場は拡大しており、2023 年には約 6 兆円規模に達したとされる。非公開化、事業承継、カーブアウト、企業再生等、投資テーマも多様化している。

一方、エクイティとシニア・デットの中間に位置するメザニン、ハイブリッド、クレジット等については、なお発展途上にある。日本では貸付の約 8 割を銀行が占め、米国や欧州と比較して銀行依存度が高い。これは、銀行が企業金融において重要な役割を果たしてきたことの表れである一方、企業の多様な資金需要に対し、資金供給者や金融手法の選択肢が十分に広がっていないことも示している。

プライベート資本には、以下のような特性がある。

- 企業や事業の状況に応じた柔軟なストラクチャリング
- 相対交渉を通じたスピードと実行確実性
- 開示を抑えた高い機密性
- 大規模案件への対応力
- 保険資金等を背景とする長期的な資金供給
- デットとエクイティの中間的なリスク・リターン特性の設計

これらは、成長投資、M&A、事業再編、長期プロジェクト、安定的なキャッシュフローを有する事業等において有効に活用され得る。

(2) 具体的な活用事例

第 1 回および第 2 回の分科会では、住友商事、SMBC Aviation Capital による Air Lease Corporation 買収における、プライベート資本を活用した大型案件の実例を確認した。

同案件では、Apollo および Brookfield が長期性資金を背景とする Structured Equity の提供を通じて、同買収案件を支援した。これらの資金は会計上・格付け上の資本性を有し、住友商事のバランスシート管理や資本効率の観点から合理的なストラクチャーが実現された。

同案件が成立した背景には、以下の要素があった。

- 航空機という資産の特性に対する深い理解
- 航空機リース事業における長期の運営実績
- 住友商事・SMBC Aviation Capital が有する管理能力
- プライベート資本提供者が有する長期性資金
- 4 社間でのガバナンスや意思決定事項の事前設計
- 資産特性と資金特性を適合させる商品設計

この事例は、プライベート資本が銀行融資や社債を単純に代替するものではなく、企業の戦略、資産特性、資本政策に応じて、他の資金調達手段を補完し得ることを示している。

(3) 需要側と供給側の認識ギャップ

ハイブリッド・クレジット等のプライベート資本の国内における普及に向けては、資金需要者と資金供給者の間に一定の認識のギャップがあるものと推察。

論点	需要側の傾向	供給側が提供可能な価値
調達コスト	期間や柔軟性のある設計よりもコストの最小化を選好	伝統的な調達手段と比較すると高い傾向
商品性	シンプルな商品を選好	個別ニーズに応じた設計
期間	5～7 年程度の調達を想定	10 年以上、場合によっては無期限の資金
担保・コベナント	担保・厳格な条件を許容	無担保・ライトコベナント等
資本性	デット型を中心に検討	会計・格付け上の資本性を有する資金

資金需要者にとっては、プライベート資本のコストだけでなく、柔軟性、機密性、長期性、実行確実性および経営の自由度を含めた総合的な価値を理解することが重要である。

(4) スタートアップ・ベンチャーデットへの展開

第3回分科会では、地方発スタートアップを含むベンチャー投資の環境について議論した。

国内スタートアップへの年間資金流入額は、2015 年の約 2,000 億円から 2025 年には約 7,600 億円へ拡大した。地方においても、オンライン面談の定着等により、スタートアップとベンチャーキャピタルの地理的な距離は縮小している。

名古屋大学発のティアフォー、京都大学発の京都フュージョニアリングの事例は、地域の大学・研究機関、基幹産業、地域金融機関、事業会社および外部投資家が連携することで、地方から世界に展開する企業が生まれ得ることを示している。ただし、ディープテック企業は事業化までの期間が長く、研究開発費等の資金負担も大きい。このため、エクイティだけでなく、補助金、政府系資金、ベンチャーデット等を組み合わせた資本構成の設計が重要となる。

ベンチャーデットについては、希薄化を抑えながら資金調達できる利点がある一方、返済義務を伴う。したがって、スタートアップにおかれては事業のフェーズ、売上見通し、受注・前受金の有無、キャッシュフローの特性等を踏まえ、「用法・用量を守って」活用することが肝要である。

(5) 今後の方向性

今後、以下の取組みを進めることが望ましい。

1. 企業の資金調達手段に関する認識の更新

CFO、経営者、地域金融機関等に対し、銀行融資・社債・PE・プライベートクレジット・ハイブリッド・ベンチャーデット等の特徴を分かりやすく共有する。

2. 銀行との補完関係の構築

銀行が有する顧客基盤・シニアローン供給力と、資産運用会社が有する長期資金・リスクテイク力・ストラクチャリング能力を組み合わせる。

3. 公募・私募市場を組み合わせた資金調達

プライベート・メザニンと公募社債、銀行シニアローンとプライベート・クレジット等、複数の資金を組み合わせる選択肢を広げる。

4. 商品組成・金融仲介機能の強化

アセットオーナーが投資しやすいよう、リスク・リターン、流動性、期間、会計上の位置付け等が分かりやすい商品を組成する。

5. 流動性・セカンダリー市場の整備

投資家保護に配慮しつつ、セカンダリー取引、評価・価格情報、期中換金の仕組み等を整備する。

6. 制度・規制面の環境整備

貸金業法、連結会計、未上場株式の公募投信への組入れ要件等について、健全な市場発展を阻害しない制度のあり方を検討する。

3-2. 地域価値の創造に向けた自治体・地域金融機関等との協業

(1) 地域に存在する多様な投資機会

各地域には、以下のような投資対象候補が存在する。

- 大学発・研究開発型スタートアップ
- 事業承継を必要とする中小企業
- 地域の基幹産業に関連する企業
- 再生可能エネルギー、洋上風力、蓄電池等の GX 関連事業
- 半導体、データセンター等の大型インフラ
- 地域交通、観光、医療・介護等の社会課題解決型事業
- M&A や業界再編による成長余地を有する企業

しかし、これらの企業・事業は都市部の投資家から見えにくく、地域側もグローバルな資金や多様な金融プレイヤーとの接続方法を把握しにくいという課題がある。

(2) 自治体・地域金融機関の取り組み

大阪府・市では、国際金融都市 OSAKA 戦略のもと、資産運用会社・フィンテック企業等の誘致、英語によるワンストップ相談、税制・補助制度、ビジネスマッチング、金融・資産運用特区の活用等を進めている。2025 年度末までに 31 社の誘致を達成し、2026 年

10月時点で39社が進出している。

大阪では、ライフサイエンス、カーボンニュートラル等の分野において、大学・研究機関・企業が集積している。また、セキュリティトークンの流通市場やフィンテック拠点など、地域の特徴を生かした金融機能の形成も進んでいる。

札幌市・北海道では、産学官金21機関による「Team Sapporo-Hokkaido」が設立され、GXと金融の融合に取り組んでいる。北海道の再生可能エネルギーのポテンシャルを投資機会につなげるため、以下の取組みが進められている。

- TSH グリーンファイナンス・フレームワーク
- GX 情報プラットフォーム
- スパークス札幌・北海道 GX ファンド
- 地域金融機関、自治体、メガバンク、事業会社の連携
- 市民参加型ファンド・デジタル証券の検討
- GX による雇用・産業創出を可視化するインパクト投資

GX ファンドは、札幌市と地域金融機関が出資することで民間資金を呼び込む「呼び水」となっている。2026年3月のファーストクローズでは54億円を集め、100億円を目標に資金募集が続けられている。

これらの事例は、自治体が単独で投資判断や資金供給を担うのではなく、自治体の規制緩和・税制優遇・公共的役割、地域金融機関の顧客ネットワーク・地域情報、資産運用会社の投資専門性・資金調達力を組み合わせることの重要性を示している。

(3) 地域投資における課題

地域への資金供給を拡大するうえでは、以下の課題がある。

① 投資機会の可視化

地域企業・プロジェクトの情報が投資家に届いていない。投資判断に必要な財務情報、事業計画、地域への波及効果、リスク情報等を整理し、比較可能な形で提供する必要がある。

② 資金需要の顕在化

中小企業やスタートアップは、自社がどのような資金を必要としているか、また銀行融資以外にどのような手段があるかを十分に把握していない場合がある。資金供給者側から需要を発掘し、企業の成長段階に応じた資金調達方法を提案することが必要である。

③ 地域特有のリワードの設計

「なぜその地域に投資するのか」を明確にする必要がある。大学・研究機関、産業集積、特区、規制緩和、安価な土地・人件費、再生可能エネルギー等、地域独自の強みを具体的な投資メリットにつなげることが重要である。

④ 採算性と公共性の両立

地域活性化を目的とする投資では、財務的リターンに加えて、雇用・産業創出、地

域住民への利益還元等の社会的価値が重視される場合がある。純粋な投資リターンを目指すファンドと、地域政策目的を持つファンドの役割を整理し、適切な資金を組み合わせる必要がある。

⑤ 地域住民との共生

外部資金を導入するだけでは、地域住民にとって地域価値が実感できない可能性がある。GX等の大型プロジェクトでは、環境や景観への影響を含め、地域住民の理解と参画を得ることが不可欠である。収益の還元、市民ファンド、デジタル証券、地域サービスの利用権等を含め、住民が受益者となる仕組みを検討する必要がある。

(4) 今後の方向性

1. 地域投資プラットフォームの形成

自治体、地域金融機関、大学、商工団体、資産運用会社、事業会社等が参加し、投資候補企業・プロジェクトの情報を集約する。

2. 地域ごとの投資テーマの明確化

ライフサイエンス、GX、モビリティ、観光、事業承継等、各地域の独自性に基づく投資テーマを明確化する。

3. 投資案件と資金供給者のマッチング

投資家向け説明会、地域企業との交流会、自治体・地銀との意見交換会等を継続的に実施する。

4. 情報・評価の標準化

グリーンファイナンス・フレームワーク等を参考に、財務情報だけでなく、環境・社会面の効果も含む共通の情報開示・評価基盤を整備する。

5. 地域金融機関との協働

地域金融機関の顧客ネットワーク・情報力と、資産運用会社の投資判断・ストラクチャリング能力を組み合わせる。銀行によるシニア資金、ファンドによるメザニン・エクイティ等の協調も進める。

6. 市民・地域住民の参画促進

市民ファンド、デジタル証券、地域サービスとの連携等を通じ、地域住民が投資の果実を享受できる仕組みを検討する。

7. 地域の取組みを国内外へ発信

国際会議、スタートアップイベント、金融特区等を活用し、地域の投資機会を国内外の資金に発信する。

3-3. 経営専門人材の拡充（経営・ガバナンス支援）

（1）人材不足の現状

地方・小規模企業ほど、CFO、財務担当者、IR 担当者、M&A 担当者、技術経営人材、プロジェクトマネージャー等の確保が困難である。

また、大学・研究機関発のディープテック企業では、技術力は高い一方で、事業化、資本政策、営業、組織構築、海外展開等を担う経営人材が不足する場合がある。

地方発スタートアップの投資環境に関する議論では、「技術は地域に点在する一方、人材は東京に集中しやすい」という構造が指摘された。これに対し、東京に本社機能や営業機能を置き、研究開発・製造拠点を地域に残すなど、地域と都市部の機能を組み合わせた組織設計も可能である。

（2）求められる人材像

今後、特に以下の３種類の人材が重要となる。

- ① **ファイナンス人材** CFO、財務・資本政策担当者、IR・開示担当者、M&A・事業再編担当者、プライベート資本・銀行・公募市場を理解する人材
- ② **技術経営人材** 技術の事業化を担う人材、知財・特許戦略を担う人材、技術評価と事業計画をつなぐ人材、弁理士、技術士、MOT 人材等
- ③ **プロジェクトマネジメント人材** 自治体・地域金融機関・事業会社・投資家をつなぐ人材、大規模 GX・インフラ案件を推進する人材、多数の関係者の合意形成を行う人材、地域の社会課題を事業化につなげる人材

（3）経営・ガバナンス支援の重要性

資産運用業界の役割は、資金を提供することにとどまらない。投資先企業の持続的成長や企業価値向上に向けて、経営・ガバナンス面で伴走することも重要である。具体的には、以下の支援が考えられる。

- 経営戦略・事業ポートフォリオの見直し、M&A・事業承継・業界再編の支援
- 資本政策・資金調達方針の策定、CFO・財務人材の採用支援
- 内部統制・リスク管理体制の整備
- IR・開示体制の整備
- 経営会議・取締役会の実効性向上
- 従業員向け株式オーナーシップの導入

上場企業においても、スキルマトリックスが形式的な開示にとどまらず、企業価値向上に必要な実質的能力を備えているかを評価することが重要である。

（4）人材確保に向けた方向性

1. 大学との連携

大学講座、寄付講座、産学連携プログラム、実践的な CFO・CXO 育成講座等を開

設する。

2. 地域人材プラットフォームの構築

複数の地域企業が共同で CFO、法務、IT、M&A 等の専門人材を活用できる仕組みを整える。

3. オンライン活用による地理的制約の縮小

フルリモート、ハイブリッド勤務、東京・地方の複数拠点勤務等を組み合わせる。

4. 企業規模の拡大

M&A、業界再編、ロールアップ等によって企業規模を拡大し、専門人材を採用できる待遇・キャリア機会を創出する。

5. 株式オーナーシップ等のインセンティブ

経営人材・従業員が企業価値向上の果実を共有できるよう株式報酬やオーナーシッププログラムを整備する。

6. 自治体による生活・移住支援

住宅費、家賃、子育て、教育、移住費用等への支援により、UI ターンを促進する。

7. 人材の共同活用

地域金融機関、自治体、大学、ファンド、事業会社が人材情報を共有し、複数企業での兼務・出向・プロジェクト単位での活用を進める。

4. 資産運用業界の目指すべき姿

本分科会での議論を踏まえ、資産運用業界は、以下のような役割を担うことを目指すべきである。

4-1. 多様かつ高度な資金供給者の形成

エクイティ、クレジット、ハイブリッド、ストラクチャード・ファイナンス、ベンチャーデット等、供給側のプレイヤーと手法を多様化する。資金需要者の規模や信用力だけでなく、事業の将来性、キャッシュフロー、資産特性、社会的価値等を踏まえ、適切なリスクテイクを行う。

4-2. 金融仲介機能の強化

資産運用会社は、単にファンドを運用するだけでなく、企業と資金をつなぐ金融仲介機能を強化する必要がある。

そのために、以下の取組みを進める。

- アセットオーナーが投資しやすい商品の組成
- リスク・リターン特性の分かりやすい説明
- 公募・私募市場を横断した商品設計
- 地域金融機関・証券会社・銀行との協業

- 海外投資家を含む投資家層の拡大、英語開示や国際的な情報発信

4-3. 分かりやすさ・柔軟性・流動性の両立

新しいファイナンス手法が普及するためには、発行体と投資家の双方にとって理解しやすいことが必要である。

特に、以下の3点を同時に高めることが望ましい。

- **分かりやすさ**：商品性、リスク、リターン、会計・税務上の取扱いが明確であること
- **柔軟性**：企業や事業の特性に応じて条件を設計できること
- **流動性**：セカンダリー市場や換金手段が整備されていること

すべてを一度に実現するのではなく、投資家保護と市場の健全性に配慮した段階的な普及が重要である。

4-4. 企業価値向上に資する伴走支援

資産運用業界は、リスクマネーの供給に加え、投資先企業の企業価値向上に資する付加価値投資を行うべきである。経営・ガバナンス支援、事業ポートフォリオ改革、人材採用、M&A、資本政策、IR、内部統制等の支援を通じて、資金が成長に結びつく確率を高める。

4-5. 地域の特性を踏まえた投資

東京から全国一律の視点で投資するのではなく、各地域の産業、大学、技術、人材、インフラ、規制・特区等を理解することが必要である。地方発スタートアップへの投資では、ベンチャーキャピタル等の専門プレイヤーが有するソーシング力・目利き力を生かし、資産運用会社がクロスオーバー投資等を通じて成長後半の大規模資金を供給するなど、プレイヤー間の役割分担を進めることが重要である。

4-6. パブリック・プライベート双方のエンゲージメント

上場企業に対するエンゲージメントと、未上場企業・地域企業に対する経営支援を分断せず、企業の成長段階に応じた継続的な関与を行う。クロスオーバー投資等を通じて、未上場段階から上場後まで企業との対話を継続することは、企業価値向上と資金循環の両面で有効である。

4-7. 地域ごとの人材エコシステム形成

地域の大学、金融機関、自治体、事業会社、ファンド等をつなぎ、経営・金融・技術・プロジェクトマネジメント人材を育成・共有するエコシステムを形成する。企業規模の拡大、M&A、業界再編、株式オーナーシップ等を通じ、専門人材が地域で活躍できる環境を整える。

5. 総括

日本企業の持続的成長と地域価値の創造を実現するためには、成長資金の量を増やすだけでなく、資金の性質と企業・事業の特性を適切に組み合わせることが重要である。

プライベート市場は、柔軟性、秘匿性、長期性、実行確実性等を有し、銀行融資や公募市場を補完する重要な資金供給手段となり得る。特に、M&A、事業承継、GX、ディープテック、スタートアップ、地域インフラ等において、エクイティ、デット、ハイブリッド資本を組み合わせた金融手法の活用余地は大きい。

同時に、地域には多くの投資対象候補が存在する。地域の大学・研究機関、基幹産業、自治体、地域金融機関、事業会社等が有する資源を可視化し、国内外の資金と結び付けることが必要である。その際、外部資金を導入するだけでなく、地域住民・地域経済への利益還元と共生を実現しなければならない。

さらに、成長資金を成長につなげるためには、経営・金融・技術・プロジェクトマネジメントを担う専門人材が不可欠である。資産運用業界は、資金提供者としてだけでなく、経営・ガバナンス支援者、金融仲介者、地域と資金をつなぐプラットフォーム形成者としての役割を担うことが期待される。

今後、資産運用業界は、銀行、証券会社、保険会社・年金等のアセットオーナー、自治体、地域金融機関、大学、事業会社および海外投資家との連携を深めるべきである。

そのうえで、次の4点を本分科会として特に重視する。

1. 企業・地域による多様な資金調達手段の理解促進
2. 銀行と資産運用会社がそれぞれの強みを生かす補完的な資金供給
3. 地域の独自性を生かした投資機会の発掘と地域住民との共生
4. 経営・金融・技術専門人材の育成、確保および共同活用

成長資金の供給は、資産運用業界だけで完結する課題ではない。しかし、長期資金を運用し、企業価値向上に向けて対話し、リスクを引き受け、資金を社会に循環させる資産運用業界だからこそ果たせる役割がある。

本ステートメントが、企業、地域、金融機関、アセットオーナー、行政および資産運用業界の対話を促し、日本における成長資金の供給と資金循環の強化に向けた一歩となることを期待する。

以 上

資産運用フォーラム 分科会③ 「多様化する資産形成の選択肢」

はじめに

昨年度の「オルタナティブ投資」分科会では、国民の長期安定的な資産形成と経済成長に資するプライベート市場の実現に向け、国内プライベートアセットへの投資促進と、国内投資家による国内外プライベートアセット投資の拡大について議論した。その中で、プライベートアセットが新たな資産形成手段となり得ることを確認し、制度・実務の標準化の重要性を提言した。

これを踏まえ、今年度の「多様化する資産形成の選択肢」分科会では、主に資産形成の観点から、オルタナティブ資産の普及に向けた実務上の課題と対応策を検討した。議論は、「アクセス向上」と「プロダクトガバナンス」の二つを軸に整理し、商品設計から販売、モニタリング、出口までのプロダクト・ライフサイクル全体を対象とした。

アクセス向上の観点では、国内プライベートアセットへの新たな投資枠組み、トークン等を活用したセカンダリー市場育成、公募・私募投資信託に対応した業務・システム基盤整備について議論した。また、暗号資産 ETF についても検討対象とした。一方、アクセス拡大に伴い、プロダクトガバナンスの重要性も高まる。このため、情報収集や顧客適合性の検証、外部委託先運用会社や販売会社へのデューデリジェンス・モニタリング、プライベートアセットの時価評価・監査プロセスについて議論した。

本分科会では、アクセス向上とプロダクトガバナンスを両立させることで、投資機会の拡大と投資家が安心して投資できる環境を実現し、プライベートアセット市場の健全かつ持続的な発展につなげることを目指した。

1. 国内プライベートアセットへの資金供給を促進する新たな制度の創設

1.1. 背景・課題

我が国では、家計における資産形成の新たな選択肢として、プライベートアセットの活用が進みつつある。海外のプライベートアセットへの投資は、海外ファンドを組み入れた公募投資信託を通じて拡大し、1兆6千億円を超える規模に達している。一方、国内のプライベートアセットへの投資は、法令、自主規制及び実務上の制約により、公募国内投資信託を通じて、これを主たる投資対象とする商品を組成することは困難な状況にある。

本分科会では、プライベート資本を我が国の成長資金供給につなげる観点から、国内のプライベートアセットへの投資に係る制度・実務上の課題と、ELTIF・LTAFを参考とした新たな制度の必要性について、2回にわたり議論した。第1回会合では、外部の監査法人から専門家を招き、ELTIF・LTAFを含む欧州のファンド規制について説明を受けた。両制度は特定の法的ビークルではなく、組成・運用、販売、情報開示等に一定の要件を適用する制度

上の「ラベル」である。これを踏まえ、法的ビークルと販売上のラベルとの関係、国内のプライベートアセットへ投資する際の新たな制度の要否について議論した。第2回会合では、既存制度の活用を軸に、必要な制度の見直しや実務の標準化を進める方向性を検討した。具体的には、国内投資信託の投資制限、流動性管理、資産評価、情報開示及びシステム面の課題を整理するとともに、上場ベンチャーファンドや特定受益証券発行信託等の活用可能性を確認した。さらに、第1回会合に引き続き、新たな制度の要否、国内のプライベートアセット市場の規模、案件供給及びセカンダリー市場の発展を踏まえた段階的な制度整備について議論した。

分科会における議論の整理

(1) 既存の国内投資信託を利用する場合の制約

投資信託では、非上場株式への投資が一部解禁されたものの、その組入比率は実質的に15%以下に制限されているほか、米国のBDCに見られるような非上場企業への直接融資は、現行の法令や実務上、投資信託による実施は実質的に想定されていないといえる。また、流動性管理、資産評価及び情報開示については、プライベートアセットの組入れを想定した一定の指針が示されているものの、具体的な対応は各社の判断に委ねられている部分が多い。こうした制約に対応するため、現状では中間ビークルやファンド・オブ・ファンズ構造を採用せざるを得ない場合があり、その結果、スキームの複雑化が商品組成・運営コストの増加を招き、最終投資家のネットリターンを低下させる可能性があるとの指摘がなされた。

(2) 既存の投資ビークルの活用可能性と新たな制度を求める意見

我が国では、投資信託や投資事業有限責任組合に加え、上場ベンチャーファンドや特定受益証券発行信託等の制度整備・見直しを通じて、プライベートアセットへの投資手段が段階的に拡充されてきた。こうした状況を踏まえ、新たな制度を直ちに創設するのではなく、まずは各投資ビークルに適した投資対象や投資家層を整理し、その活用を妨げる制度・実務上の課題を特定した上で、必要に応じた制度の見直しや実務の標準化を通じて、既存制度の利便性を高めることが現実的との意見が示された。

一方で、現行のルールを個別に見直すのではなく、既存の投資信託を法的ビークルとして活用し、プライベートアセットの特性に応じた一貫した制度を整備する方が合理的との意見もあった。具体的には、一定の要件を満たす商品について、投資対象、基準価額の算出頻度、解約頻度、解約通知期間、ゲート、借入れ、資産評価、情報開示等に特則を適用し、システム対応を含む実務と一体的に整備する考え方である。また、こうした枠組みをプライベートアセットに投資する枠組みとして、新たな名称で打ち出すことで、市場の認知向上、商品の普及及び投資家教育に有効との意見もあった。

1.2. 提言

提言

本分科会は、第一に、既存制度を活用した商品組成を後押しし、その実績を踏まえて制度・

実務を継続的に改善すること、第二に、これと並行して、国内プライベートアセットに投資する投資信託に関する新たな制度について、その制度設計の在り方と実現可能性を具体的に検証することを提言する。

足元では、既存制度において、段階的にプライベートアセットへの投資に対応できる枠組みが整備されつつあり、各社がこれらを用いた商品組成を模索している状況にある。このため、まずは既存制度を活用した商品組成を促し、その活用実績を蓄積することが重要である。その上で、当局、業界団体及び市場関係者が継続的に対話し、商品組成・販売・運営上の課題を定期的に検証し、具体的な課題が明らかになった場合には、法令、自主規制及び実務慣行を機動的に見直すことで、制度の利便性を継続的に高めていく必要がある。

新たな制度については、「国内プライベートアセット特化型投資ファンド(仮称)」として、国内のプライベートアセットへの長期資金供給を目的に、既存の投資信託を基礎として設計することが考えられる。その上で、ELTIF・LTAF等を参考にしながら、非上場株式、ローン債権、不動産、インフラ等を含む投資対象、組入比率や借入れ等の投資制限、投資対象の特性に応じた解約条件や流動性管理、また制度の利用促進という観点から、税制優遇を含むインセンティブの在り方や、投資家保護の観点も含めて一体的に検証すべきである。さらに、これらのプライベートアセットを高い比率で組み入れることを踏まえ、資産評価、情報開示について、投資家の適切な理解を支える観点から必要となる最低限の共通基準を設けることの実現可能性を検証すべきである。

この新たな枠組みは、長期性・非流動性を有する商品の特性とリスクを投資家に明確に示し、投資機会の拡大と投資家への十分な配慮を両立させる枠組みとして検討すべきである。まずは国内資産を念頭に実用化を進め、その有効性が十分に確認された段階で、将来的には海外資産を含む対象範囲の拡大についても検討していくことが考えられる。但し、既存制度のもとで既に一定の普及・定着が進んでいる点も踏まえ、市場の安定性や利用者利便に配慮しつつ、両制度の円滑な共存に向けた制度整備を慎重に進めることが重要である。

2. プライベートアセットファンドのセカンダリー市場の将来展望

2.1. 背景・課題

プライベートアセットのセカンダリー市場は、非上場資産を満期前に売買できる市場であり、流動性の低い資産に「出口」を提供する役割を持つ。近年は金利上昇に伴う回収期間の長期化を背景に、配分調整や資金回収の手段として、機関投資家による活用がグローバルで拡大している。

国内では取引は限定的だが、個人投資家へのプライベートアセット普及に伴い、今後の需要拡大が期待される。本分科会では、国内のセキュリティトークン(ST)の私設取引所の取組みを参考に、STを活用したセカンダリー市場の意義と課題について議論した。

STは非上場資産の小口化や権利移転の効率化を可能にする一方、トークン化のみで流動性が生まれるわけではない。国内のST発行累計額は不動産や社債を中心に約3,500億円に

達しているものの、セカンダリー市場の取扱銘柄や時価総額の拡大に比べると、実際の取引高はなお限定的であり、市場の厚みや流動性の確保が課題となっている。市場機能、情報開示、価格形成、決済インフラを一体的に整備する必要がある。

2.2. 提言

提言

今後は、不動産や社債に加え、プライベートアセット全体への対象拡大が期待される。特にクローズエンド型ファンドは長期の解約制限があるため、投資家層拡大にはセカンダリー市場の整備が重要となる。一方で、セカンダリー市場は、プライベートアセットを「換金保証」のある商品に変えるものではなく、投資家に売買の「場」を提供し、資金循環を支える基盤と位置付けるべきである。その発展には、トークン化だけでなく、海外の先行事例も参考にしながら、投資判断を適切に行うことができる情報開示を含む市場インフラの一体的な整備が求められる。

3. プライベートアセット投資の普及に向けた市場インフラ高度化の推進

3.1. 背景・課題

当分科会では、投資信託を通じたプライベートアセットファンド投資の普及に必要な市場インフラの在り方について、昨年の提言を実装段階へと進める観点から、より具体的な検討を行った。

第1回会合においては、商品制度やプロダクトガバナンスに加え、販売会社システム、データ連携、業務ルール等の高度化が不可欠との認識を共有した。具体的には、公募投資信託については解約制限や早期解約手数料、長期決済サイクル、設定・解約カレンダー、前受金額申込の非対応によるパフォーマンスドラッグ等、特定投資家私募についてはキャピタルコールや分配・元本償還、持分管理等、商品性に因る対応が挙げられた。海外では、販売会社と運用会社を接続する共通プラットフォームの普及もみられ、低流動性資産の普及を支える市場インフラとして一定程度機能していることから、運用会社、販売会社、事務受託会社、システムベンダー等関係者間で連携されるデータ項目および業務プロセスの標準化が、市場拡大の基盤となる。

システム会社によるスピーカーセッションでは、公募投資信託の販売会社システムに焦点を絞る形で、プライベートアセットファンドの取り扱いについて、既存機能で取扱業務に概ね対応可能であり、今後もユーザーの要望を踏まえて機能強化を進める方針が示された。一方、部分的にマニュアル対応やカスタマイズがあり、商品設計の多様性とそれに対する販売会社における実務対応、その他顧客管理や運用レポートへの組み込み等、プライベートアセットファンドに係る業務ルールの標準化が課題として挙げられた。個社での解決には限界があるため、関連事業者横断的な議論の場の必要性も示唆された。

3.2. 提言

提言 1 公募投資信託に係る標準業務要件と共通インフラの検討・整備

資産運用会社、証券会社・銀行の販売会社、受託会社、事務受託会社、システムベンダー、業界団体及び関係当局等による横断的な検討体を設置し、プライベートアセットまたは同ファンドを組み入れる公募投資信託に係る標準業務要件及び共通インフラの在り方を検討・整備することを提言する。検討に当たっては、業界団体等が事務局・調整機能を担い、関係当局とも連携しながら、資産運用会社・販売会社間に加え、委託会社・受託会社間を含む一連の業務・データ接続を対象とすることが考えられる。海外では、低流動性資産を投資対象とする商品の普及に伴い、販売会社システムにおいて解約制限への対応が進んでいる。民間主導ではあるものの、業界標準化が促されることで開発コストや導入負担の軽減が図られている事例が共有された。こうした先行事例を参考に、我が国においても、資産運用立国の実現を支える持続的な市場基盤の構築が期待される。

提言 2 特定投資家私募に係るインフラ整備

特定投資家向け銘柄制度 (J-Ships) の創設により、プライベートアセットへのアクセスは機関投資家以外にも広がりつつある。国内外案件、特にスタートアップ、未上場企業、インフラ等への長期・安定的な資金供給を促すため、公募投資信託に加え、特定投資家私募やキャピタルコール型ファンドを中長期的な資産形成の選択肢として位置付けることが重要である。

また、米国のプライベートアセットファンド投資において、セミリキッド型をコア資産、キャピタルコール型を高リターンや特定戦略への投資機会を提供するサテライト資産として組み合わせる「ポートフォリオ・アプローチ」が浸透している。日本でも、特定投資家の増加などに伴い、同様に運用ニーズの多様化が進むと見込まれる。一方、現在の販売会社・運用会社システムは、伝統資産投資を前提としており、キャピタルコールや持分管理等のキャピタルコール型ファンド特有の業務への対応は限定的である。海外では、個社のシステム開発や契約手続を軽減しながら、私募ファンドでも複数の販売会社で勧誘されており、市場拡大を下支えている。J-Ships 等を通じた特定投資家層の拡大及び国内プライベートアセット市場の成長に向け、キャピタルコール型ファンドを含む特定投資家私募について、資産運用会社、販売会社、受託会社、事務受託会社及びシステムベンダーが連携し、共通化・システム化すべき領域を具体的に検証することを提言する。

また、特定投資家、とりわけ長期的な IRR を重視する投資家に対し、キャピタルコールへの対応を補完する融資・担保その他の仕組みについては、投資家保護、適合性、信用リスク及び費用負担に留意しつつ、その実務上・制度上の実現可能性を検証することも考えられる。

4. 暗号資産に投資を行う ETF の設定

4.1. 背景・課題

(1) 暗号資産 ETF を巡る環境変化

暗号資産を巡っては、2026 年に金商法・資金決済法の改正および税制改正が成立し、投資商品としての制度整備が進みつつある。金融庁は、投信法施行令の改正を前提として、ETF による暗号資産への投資を可能とする方向性を示している。本分科会では、こうした制度環境の変化を踏まえ、我が国における暗号資産 ETF の実現に向けた課題について議論を行った。その中で、受益者保護を確保しつつ、先行する海外商品との競争条件の均衡を図ることが重要であり、イコルフットイングの観点から制度・実務上の課題を整理する必要があるとの認識が共有された。

(2) 導入後に想定される問題点

① 保管コストと海外商品との競争条件

一般社団法人信託協会は、暗号資産 ETF の裏付資産流出時における補償範囲について規制改革要望を提出しているが、金融庁は暗号資産についてのみ受託者責任を軽減することは困難との考え方を示している。米国や香港においても、受託者責任が広く軽減されているわけではなく、カストディ体制や保険措置を含むリスク管理の枠組みの下で商品が組成されているところであるが、国内商品だけが過度なコスト負担を負うことや、海外商品や FoFs がより低い補償水準のまま競争上有利となることは望ましくない。受益者保護を確保しながら、競争条件の公平性をどのように確保するかが課題である。

② 時価評価に用いるベンチマーク

暗号資産 ETF の基準価額算定にあたっては、評価に用いるベンチマークが重要となる。国内暗号資産の市場拡大や基準価額算出時点に近い評価を用いるためには国内市場の価格を用いることが好ましい。また、単一の取引所の価格は、価格変動や価格操作の影響を受けやすく、実際の執行実態を十分に反映しない可能性がある。このため、価格操作・価格変動への耐性を有し、かつ実際の執行実態を適切に反映するベンチマークを評価に用いる必要がある。

4.2. 提言

提言 1 国内外商品の競争条件の整備

暗号資産 ETF の導入にあたっては、受益者保護を確保しながら、国内商品と海外商品とのイコルフットイングを図るべきである。そのため、国内商品、FoFs および海外商品について、補償の仕組みや受益者保護の水準を比較整理し、競争条件の公平性を確保する観点から制度上の取扱いを検討すべきである。

提言 2 評価に用いるベンチマークの整備

暗号資産 ETF の基準価額算定にあたっては、参照対象、価格算出手法およびガバナンスなど、評価に用いるベンチマークの要件を整理すべきである。

5. プライベートアセットの健全な普及に向けた販売・組成体制の高度化

5.1. 背景・課題

プライベートアセットへの個人投資家のアクセスが急速に拡大し、資産形成の選択肢として重要性を高めている一方、流動性、評価、情報開示の面で伝統的金融商品とは異なる特性を有しており、まだ揺籃期にある同分野への商品特性の理解不足や販売体制の不備が投資家の市場への不信につながる懸念もある。本分科会では、プライベートアセット市場の健全な発展のためには、商品規制のみならず、販売会社・組成会社双方によるプロダクトガバナンスの高度化が不可欠と考える。

5.2. 提言

提言 1 継続モニタリングと製販情報連携の高度化

適合性は販売時点のみならず、保有期間中も継続的に確認されるべきである。組成会社（必要に応じて組成会社を通じて外部委託先運用会社も含む）と販売会社は、外国籍投信も含める形で、想定顧客層との乖離状況、投資家における投資集中度、顧客属性の変化、苦情・問い合わせ動向、解約動向、解約制限発動時の顧客対応に関し、業界共通フォーマットによる情報連携のより良い仕組みを探っていく必要がある。

提言 2 投資家教育および販売員教育の充実

流動性、情報開示、評価の透明性や頻度の面において、伝統的な金融商品と異なる特性を有するプライベートアセットの最大の課題は商品理解を伴う普及拡大である。プライベートアセットは、案件の発掘、投資実行、投資先の価値向上、投資回収に至るまでのプロセスが相対的に非公開で進む特性を有しており、伝統資産対比で情報の非対称性が生じやすい。また、市場で日々売買される上場資産と比較して流動性制約を伴う点も特徴である。

こうした特性を有するプライベートアセットへの投資機会をより幅広い投資家に提供していく上では、投資家および販売員向けの非流動性および解約制限の仕組み、評価価格の考え方等に関する業界横断的な教育の取り組みについて検討する。

提言 3 販売会社デューデリジェンスの業界標準化

製販一体でのプロダクトガバナンスを実効的に機能させる観点から、プライベートアセットに投資するファンドの導入に際しては、販売会社に対するデューデリジェンスの枠組み整備の重要性が増している。現状では、プライベートアセットの販売にかかる販売会社に対するデューデリジェンスを各組成会社が任意で独自に実施しているのが実態である。しかし、金融庁「リスク性金融商品の販売・組成会社による顧客本位の業務運営に関するモニタリング結果」（2026年7月29日）において、販売会社における販売・管理態勢等の構築状況について、組成会社が適切に確認・検証を行うことの重要性が指摘されている。こうした問題意識を踏まえ、資産運用業界においては、販売会社に対する確認項目や評価基準に関す

る共通的な枠組みとして、「販売会社デューデリジェンス・ミニмумスタンダード」を策定し、業界横断的なガバナンス水準の底上げを図っていくことが望まれる。

6. 外部委託先運用会社に対するデューデリジェンスおよび継続的モニタリングの高度化

6.1. 背景・課題

本分科会では、プライベートアセットファンドにおいては、販売会社自身が取得できる情報に限界があるため、組成会社と販売会社とのコミュニケーションが重要であり、特にネガティブな報道等が生じた局面では、組成会社からの適切な情報提供を通じて販売会社が顧客へのフォローアップを迅速に行えるようにする必要性が指摘された。とりわけ、海外で重要事象が発生し、報道された場合、複数の関係主体が介在するため、顧客に情報が届くまでに時間を要すること、日本の顧客からどのように見えるかを踏まえた情報提供が重要であることも課題として指摘された。また、プライベートアセットファンドに特有のオペレーションとして、解約制限発動に関し、外部委託先運用会社、組成会社、販売会社間での十分な連携の必要性も改めて確認された。

当然ながら、上記一連の関係主体の連環において組成会社は海外の外部委託先運用会社が提供する商品を国内に導入するだけの仲介者ではない。販売チャネルおよび想定顧客層を踏まえ、外部委託先運用会社の運用能力、リスク管理、資産評価、流動性管理および情報提供体制を独立した立場から検証し、その結果を商品提供に反映することで投資家保護を担う必要がある。

6.2. 提言

提言 1 外部委託先運用会社に対する初期デューデリジェンスのミニмумスタンダードの整備

組成会社は、商品導入に際して、外部委託先運用会社の運用実績を確認するだけでなく、当該戦略が収益を生み出す構造と、その前提が損なわれる条件まで含めて検証すべきである。とりわけ、プライベートアセットではパフォーマンス不芳時などに組成会社側で代替手段を取りにくいいため、入口段階の確認を伝統資産以上に深度あるものとする必要性がある。初期デューデリジェンスのミニмумスタンダードにおいては、国際基準である ILPA (Institutional Limited Partners Association) の提供する標準質問項目に提示されている内容をベースとしつつ、日本のリテール顧客視点で重要と考えられる内容として、リテール顧客向けに開示可能な運用情報・リスク情報の範囲および頻度、解約制限等ストレス事象発生時の顧客対応プロセス等をこれが盛り込むことが考えられる。また、本分科会において、機関投資家・個人投資家の構成、特定の販売会社、地域または販売時期への集中が、解約動向に影響し得るとの意見が示された。

なお、ミニмумスタンダードの運用に際しては、チェックリスト（十分条件）として扱われ、形骸化しないよう、留意の要。

提言 2 初期デューデリジェンスと継続的モニタリングを一体のプロセスとして管理する

モニタリングにおいては、運用パフォーマンスのみならず、運用リスク、流動性リスク、組入資産、売買・入替状況、ポートフォリオ特性およびレバレッジ等を継続的に確認することが既存の業界ルール上も想定されている。本分科会では、国内運用会社が外部委託を行っている場合には、プライベートアセット特有の性質を踏まえた適切な説明が、外部委託先からも提供されるべきとの指摘があった。組成会社は、初期デューデリジェンスで特定した投資戦略の収益源泉、重要な前提条件および主要リスクを、継続的モニタリングの項目にて管理すると同時に、表面的な数値のみならず、その背景にある要因も含めて適切に情報を把握するよう努めるべきである。

継続モニタリングにあたっては、運用者から提示される投資ストーリーをそのまま確認するのではなく、ポートフォリオの重要 KPI がどのような前提条件の上に成立しているか、その前提を変化させるマクロ・業界要因は何か、さらに前提が崩れた場合にファンドにどのような影響が波及するかを一貫して検証することが重要である。

もっとも、外部委託先の個別の運用判断に国内運用会社が介入することには限界がある。このため、モニタリングの目的は個別案件への事前介入ではなく、重要なリスクの所在、運用方針からの逸脱、情報提供上の問題および商品性の継続性を検証し、必要な改善を促すことに置くべきである。

7. プライベートアセット市場を支える評価・監査インフラの整備

7.1. 背景・課題

市場価格が存在するパブリック・アセットとは異なり、プライベートアセットは評価モデルやインプットデータによって算定価格が変動し得るため、これらを組み入れた投資信託の監査においては、国内委託会社の時価評価の管理体制や外部委託先運用会社との情報連携が実務上の重要な論点となっている。本分科会では、外部の監査法人から専門家を招き、「プライベートアセットを組み入れた投資信託の監査の目線」をテーマにご講演いただき、監査プロセスの標準化・効率化に向けた課題について議論した。

講演の振り返りとして、国内委託会社には、投資対象のリスクと特性を適切に把握し、アセットクラスごとの評価の複雑性や外部委託の範囲に応じた管理・評価プロセスを構築することが求められるとの説明があった。直接投資では、投資前のデューデリジェンスと投資後の継続的なモニタリングを通じて得られた投資先の情報を踏まえ、評価方針、評価モデルおよび使用するインプットを決定し、その適切性を継続的にレビューすることが求められる。また、ファンド・オブ・ファンズ形式では、投資先ファンドの商品設計、アドミニストレーター等の委託先の管理状況、パフォーマンス等を検証し、委託先が適切に業務を行っているかを確認することが重要である。この場合、投資先ファンドの全銘柄について、評価モデルや使用されたインプットを継続的に確認することは困難であるため、基準価額の急変や

投資先の信用悪化等に関する報告基準を設け、重要事象が発生した際に追加的な検証を行うことが実務的であるとの示唆もあった。

また、監査人が行う手続としては、評価に伴う不確実性、複雑性および主観性を踏まえ、国内委託会社によるリスク評価を理解し、評価プロセスや内部統制が適切に構築・運用されているかを確認した上で、評価モデルや主要なインプットの妥当性を検証するとの説明があった。このため、監査手続の内容と深度は、投資対象の評価リスクや国内委託会社の管理体制に応じて異なり、監査を円滑に進めるためには、国内委託会社が評価プロセスと判断根拠を明確にし、監査人に十分に説明できる体制を整備することが重要であるとされた。

7.2. 提言

提言 時価評価・監査プロセスのミニмумスタンダードの整備

プライベートアセットを組み入れた投資信託の商品化を円滑に進められる環境を整える観点から、実務の合理性を確保しつつ、十分なリスク検証を可能とする時価評価・監査プロセスのミニмумスタンダードを整備することを提言する。

直接投資においては、アセットクラスの特성에応じて一般的に用いられる評価モデル、その選択基準および主要なインプットについて共通的な考え方を整理するとともに、国内委託会社によるモニタリングの確認項目や、評価の検証・承認プロセスおよび管理体制に関するミニмумスタンダードを示すことが考えられる。

また、ファンド・オブ・ファンズ形式においては、国内委託会社が商品組成時に確認すべき投資先ファンドの商品設計、時価評価方針および委託先管理に関する項目に加え、商品組成後に基準価額の大幅な変動や投資先の信用悪化等の重要事象が生じた場合に、追加的な情報収集や検証を行うためのミニмумスタンダードを整理することが考えられる。これにより、投資先ファンドが保有するすべての銘柄について、評価モデルやインプットデータを一律に取得するといった対応を求めることなく、国内委託会社、投資先ファンドの運用会社および監査人の間で、必要な検証の範囲と深度について共通認識を形成することが期待される。

プライベートアセットを組み入れた投資信託の商品化を促進するとともに、時価評価リスクの程度に応じて検証の範囲と深度を調整するための共通の考え方や基準を整理することで、実務負担の合理化と充実したリスク検証体制の構築をバランスよく実現することが重要である。

結び

本分科会では、家計の資産形成の選択肢を広げ、その資金を我が国の持続的な成長につなげる観点から、プライベートアセットをはじめとする新たな投資機会の普及に向けた制度・実務上の課題を議論した。その結果、商品へのアクセス向上と、組成、販売、モニタリングを含むプロダクト・ライフサイクル全体を支える基盤整備を一体的に進めることの重要性を確認した。今後は、既存制度を活用した商品組成と実績の蓄積を進めつつ、国内プライバー

トアセットへの長期資金供給を促す新たな制度の可能性を検証する必要がある。また、セカンドリー市場、業務・システム基盤、デューデリジェンス、時価評価及び監査について、業界横断的な共通基準や実務慣行の整備が求められる。これらの実現には、関係当局、業界団体及び市場関係者が継続的に対話し、環境変化や実務経験を踏まえて制度と実務を改善していくことが重要である。

投資家が商品の特性とリスクを十分に理解し、安心して選択できる環境を構築することで、家計の中長期的な資産形成と成長分野への資金供給の好循環が生まれることを期待する。本提言が、多様で質の高い投資機会の創出と、我が国の資産運用市場の持続的な発展につながることを願う。

以 上

資産運用フォーラム 分科会④

「デジタルトランスフォーメーション」

資産運用立国 × AI 時代の資産運用業界改革（次世代 TOM による競争力再構築への提言）

第一部：提言サマリー

1. はじめに

2025 年に続き、2026 年は活動 2 年目にあたる。ステート・ストリート信託銀行、ブラックスロック・ジャパン株式会社、三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社、三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社の 4 社がリーダーシップチームを務め、三つのテーマに基づき議論を実施した。

第一のテーマは、運用業務へのリソース集約を通じ、各社の収益力の強化に資するビジネス基盤となるターゲット・オペレーティング・モデル（Target Operating Model：TOM¹）の設計・提案である。運用へのリソースシフトと、運用会社・信託銀行等のアセットサービサー間の役割分担の再定義を軸に、運用事務機能の移管・集約を含む TOM の具体像、実装メリット、移行課題を検討した。

第二のテーマは、AI を活用した運用ビジネスの変革である。AI 活用の考え方、事例共有、産官学連携を通じ、責任ある AI 活用と業界全体の実装力向上を検討した。

第三のテーマは、プライベートアセットへの TOM の拡張と、トークン化が TOM へ及ぼす影響である。データ取得、評価、キャッシュフロー、レポーティングの課題に加え、デジタルアセットと市場インフラの高度化の可能性を検討した。

こうした議論を通じて、以下の環境認識と論点を整理し、二つの提言を策定した。

- 資産運用業界では、既存制度・慣行の見直しの必要性が顕在化するとともに、投資家ニーズが多様化・高度化している。一方、資産運用業強化に向けた政策的な後押し、AI・データ技術の進展、金融市場インフラの変革は、将来のビジネス基盤を再設計する機会をもたらしている。こうした課題と機会を踏まえると、既存ビジネスを前提とした業務プロセス、組織、人材、テクノロジー、データの全体設計に基づくビジネス基盤には、限界が見え始めている。
- したがって、持続的な成長と国際競争力向上を実現する取り組みに経営資源を効果的に振り向けるとともに、将来の経営戦略を支える新たなビジネス基盤となる TOM を再設計することが不可欠である。

¹ Target Operating Model：運用会社がどの業務を自社で担い、どの業務を外部の資産管理銀行やサービスプロバイダーに委ね、データやテクノロジーを活用してどのように効率的かつ競争力の高い運営を実現するかを示す将来の業務モデル。すなわち、「将来あるべき業務運営の設計図」である。

- その実現に向けては、運用会社の経営陣によるコミットメントとともに、信託銀行をはじめとするアセットサービサーとの協働、金融グループによる中長期的な支援、政府・当局による制度面での後押しなど、資産運用エコシステム全体で取り組みを推進していくことが求められる。

2. 環境認識

資産運用業界では、従来の制度・慣行の制度疲労と、投資家ニーズの多様化・高度化が、既存のビジネス基盤を見直す必要性を高めている。一方、政策的な後押し、テクノロジーの進化および金融市場インフラの変革は、こうした課題を克服し、将来の競争力を構築する機会ともなっている。

本項では、まず資産運用業界が直面する構造的な課題を整理したうえで、それらの課題への対応を可能とする環境変化について考察する。

【資産運用業界における構造的な課題】

(1) 従来の制度・慣行の制度疲労

日本の資産運用業務は、正確な会計処理と堅確な事務運営を重視する中で発展してきた。一方、こうした制度・慣行の下で形成されてきた業務分担や重層的な確認プロセスには、現在の市場環境やテクノロジーを前提として改めて見直す余地がある。特に、会計データを中心として運用会社側でも計算、照合、確認等を重ねる業務モデルは、業務品質の確保に寄与してきた一方、グローバル化、マルチアセット化、プライベート市場の拡大、情報提供の迅速化が進む中で、運用者による確認や重複作業を生じさせる場合がある。結果として、本来、運用成果、商品開発、リスク管理、顧客提案に振り向けるべき専門人材が、運用事務へ時間を割く構造が残っている。

国内円資金繰り管理、運用ガイドライン管理、約定・計上指図、会計照合、レポーティング等について、現在の業務分担を前提とするのではなく、それぞれの業務目的、必要データ、判断・処理・検証の主体および責任の所在を改めて整理する必要がある。運用実態を捉えるフロントデータと、会計・法定報告に用いる会計データの役割を明確にし、アセットサービサーとの間で適切な責任分界とデータ連携を構築することが、次世代 TOM への転換の前提となる。

(2) 多様化・高度化する投資家ニーズ

投資家層の広がりや投資目的の多様化に伴い、運用会社には、単一商品の提供を超え、投資家ごとのリスク許容度、負債特性、流動性制約、運用期間等に即したソリューションを提供することが求められている。パブリック資産とプライベート資産を組み合わせたポートフォリオ提案や、タイムリーで分かりやすい情報提供への期待も高まっている。国内投信、投資顧問、外国籍ファンド等の多様な商品・サービス形態へ対応するためには、商品ごと、顧客ごとに業務を積み重ねるのではなく、共通のデータと機能を再利用できる基盤が必要

である。運用成果だけでなく、リスクの可視化、説明力、対応の迅速性を含めて顧客価値を高めることが、運用会社の競争力を左右する。

【変革を後押しする環境変化】

(3) 資産運用業強化への政策的な追い風

資産運用立国の推進により、資産運用業の高度化と競争力強化は、個社の経営課題にとどまらず、業界全体の重要課題として位置付けられている。ミドル・バックオフィス業務の効率化・合理化に関する問題提起は、長年の制度・慣行を前提とせず、運用会社が本来注力すべき機能を再確認し、運用と運用事務の役割を見直す契機となる。

この政策的な追い風を実際の変革につなげるためには、各社による個別対応だけでは不十分である。運用会社、アセットサービサー、金融グループ、業界団体、政府・当局が、目指す方向性と課題を共有し、制度、契約、データ、システム、人材の各側面から段階的に実装を進める必要がある。各社の事業戦略と多様性を尊重しながら、非競争領域では共通化と協働を進めることが重要である。

(4) 創造的破壊をもたらすテクノロジーの進化

生成 AI をはじめとするデジタル技術の進化は、資産運用業の競争条件そのものを変えつつある。従来、経験や専門知識に依存していた情報収集、分析、文書作成、照合、問い合わせ対応等について、AI による補完や自動化の余地が急速に広がっている。今後は、AI を導入しているか否かではなく、AI を業務プロセス、意思決定、顧客サービスへどのように組み込み、継続的な価値創出につなげられるかが、競争力を左右する。

一方、AI の活用は、既存業務をそのまま自動化するだけでは十分ではない。業務目的、責任分界、データの流れを見直し、人と AI がそれぞれ担う役割を再設計する必要がある。また、AI の出力は、参照するデータの品質や利用条件に左右されるため、データドリブン経営の確立が重要な経営課題となる。AI ガバナンス、データガバナンス、サイバーリスク管理、人による適切な検証を一体として整備し、利便性と信頼性を両立させることが不可欠である。

(5) 金融市場インフラの変革

金融市場では、決済サイクルの短縮、取引量の拡大、取引のグローバル化に加え、ブロックチェーン等を活用した決済・権利管理（移転含む）手段の高度化が進んでいる。こうした変化は、フロント、ミドル、バックの各機能に対し、従来以上の即時性、データ整合性、例外処理能力を求めている。

特に、決済サイクルの短期化は、単に既存業務の処理速度を高めるだけではなく、資産運用業務の前提となるプロセスそのものを変えつつある。従来は、約定・照合後に会計システムへ計上し、その情報に基づいて決済や後続業務を行うことが可能であったが、決済サイクルの短期化が進む市場では、会計データの確定を待たずに決済対応や関連する判断を行う必要性が高まっている。このため、事後的に確定する会計データのみを起点として、運用判

断、資金繰り管理、運用ガイドライン管理等を行う従来の業務モデルでは、市場変化への迅速な対応や、運用判断に必要な情報の適時提供が難しくなる可能性がある。今後は、運用実態を適時に把握できるデータを起点として、業務プロセス、データ管理、責任分界および統制のあり方を一体として再設計することが求められる。

さらに、プライベート市場の拡大やトークン化の進展は、対象資産、取引形態、決済方法、データ構造を多様化させる。運用会社には、既存の市場インフラと新たな仕組みが併存する環境においても、ポートフォリオ全体を一貫して把握し、運用、リスク、会計、顧客報告へ情報をつなげる柔軟で拡張性のある TOM が求められる。

3. 環境認識を踏まえた提言

以上の環境認識を踏まえると、資産運用業界には、第一に、既存の制度・慣行を前提とした運用と運用事務の役割分担を見直し、経営資源を付加価値の高い領域へ振り向けること、第二に、AI・データおよび市場インフラの変化を取り込み、将来の成長を支えるビジネス基盤を構築することが求められる。この観点から、以下の二点を提言する。

【提言 1：運用と運用事務の再定義を通じた競争力強化】

運用会社が持続的に競争力を高めるためには、限られた経営資源を、運用成果の創出、商品・ソリューション開発、リスク管理、顧客提案等の付加価値の高い領域へ集約する必要がある。そのため、運用者が会計処理、計上、照合、定型報告等の運用事務を幅広く担うことを前提とした現在の役割分担を見直し、「運用」と「運用事務」をそれぞれの目的と責任に基づいて再定義することを提言する。

ここでいう「再定義」は、現在運用会社が担っている業務をそのままアセットサービサーへ移管することを意味するものではない。市場インフラ、投資家ニーズ、データ利用環境の変化を踏まえ、それぞれの業務について、何を目的とし、どのデータを用い、誰が判断・処理・検証を行い、どのような統制を設けるべきかを改めて整理し、運用会社とアセットサービサー双方の業務モデルを再設計することが重要である。

運用会社は、運用意思決定とリスク管理に必要なフロントデータの品質、適時性、活用に責任を持つ。一方、会計・法定報告に用いる会計データについては、アセットサービサーがデータマネジメントの主体として、正確かつ適時に提供する役割を担うことが望ましい。この責任分界を明確にすることで、同一データの重複生成、照合、確認を削減し、運用者の事務負担を軽減するとともに、業務品質と透明性を高めることが可能となる。

具体的には、国内円資金繰り管理、運用ガイドライン管理、約定・計上指図、会計照合、顧客レポーティング等を優先領域として、業務目的、必要データ、責任主体、統制方法を再整理する。特に、資金繰り管理や運用ガイドライン管理については、会計データの確定を待って対応する従来のプロセスだけではなく、運用実態を適時に把握できるデータを活用し、判断時点、責任主体、例外発生時の対応を含めて再設計する必要がある。

アセットサービサーは、各運用会社のニーズを踏まえた複数のサービスモデルを提示し、従来の受託範囲を前提とせず、受任業務の拡大や情報提供の高度化を進めることが期待される。一方、こうした役割の拡張を持続可能なものとするためには、必要となるシステム投資、人材・ノウハウ、リスク負担、統制、費用負担およびサービス対価を含め、運用会社とアセットサービサー双方にとって成立するサービスモデルを構築することが不可欠である。運用会社にとって共通化可能な非競争領域であっても、アセットサービサーにとってはサービスの差別化・競争領域となり得ることにも留意し、共通化とサービス競争を両立させることが望ましい。

一者計算についても、それ自体を改革の目的とするのではなく、重複する計算、照合、確認を削減し、運用会社とアセットサービサーの役割分担を再定義した先にある選択肢の一つとして位置付ける必要がある。各社の TOM、商品構成、顧客基盤、受託関係、システム環境等に応じて、二者計算を維持しながら事務受任や後続業務の集約を進める方法と、一者計算へ移行する方法の双方を含め、共通の目的に向けた複数の移行経路を認めることが現実的である。

実装に当たっては、すべての会社に画一的なモデルを求めるのではなく、各社の事業戦略、商品構成、顧客基盤、システム環境に応じた移行経路を認めることが重要である。他方、データ項目、接続仕様、役割分担等の非競争領域では、業界で共通化を進めることにより、個社別対応を減らし、変革コストとオペレーショナルリスクを抑制する。経営陣は、TOM 改革を単なるコスト削減ではなく、収益力と顧客価値を高めるための中長期的な経営変革として位置付ける必要がある。

【提言 2：AI・データ活用による競争力強化と新たな市場環境への対応】

AI・データを活用する能力は、単なる業務効率化の手段にとどまらず、運用調査・意思決定、リスク管理、商品・ソリューション開発、顧客対応、オペレーション等を高度化し、運用会社全体の運用力と競争力を高める重要な組織能力である。同時に、AI・データ戦略と次世代 TOM の再設計を一体として進め、データドリブンな業務運営と経営判断を実現することを提言する。そのため、AI をどの業務に、どのような責任と統制の下で組み込むかを明確にし、業務プロセス、データ、人材、ガバナンスを一体として再設計する必要がある。AI 活用の基盤となるデータについては、所在、目的、定義、品質基準、責任主体、利用権限を明確にし、一度整備したデータを複数の業務で再利用できる環境を構築する必要がある。運用会社とアセットサービサーが保有するデータを適切に連携し、フロントデータと会計データを目的に応じて使い分けながら、必要な情報へ迅速にアクセスできる基盤を整備する。これにより、AI による分析や業務支援の精度を高めるとともに、意思決定と顧客説明の質を向上させる。

AI の活用拡大と併せて、利用目的や顧客への影響に応じたリスクベースのガバナンスを整備する。人が最終責任を負うことを基本とし、利用承認、入力データ管理、出力結果の検証、記録、継続的なモニタリング、サイバーセキュリティを一体として運用する。業界とし

では、「考え方を示す」「学び合う」「一緒に作る」という三つのアプローチにより、実務上の考え方、先行事例、人材育成、セキュリティ等の知見を共有し、責任ある AI 活用を加速させる。

さらに、プライベート市場の拡大やトークン化を含む市場インフラの変化を、次世代 TOM の設計要件として取り込む必要がある。GP、運用会社、アセットサービサー、投資家の間で、データ項目、定義、品質、提出頻度、責任主体を整理し、評価、キャッシュフロー、リスク管理、会計、顧客報告へ一貫して情報を連携できる仕組みを構築する。トークン化についても、個別商品の可能性だけでなく、決済、担保、権利管理、会計、情報流通を含む市場基盤の高度化という観点から、その TOM への影響を検討する。

【提言の実現に向けて】

改革の実効性を確保するためには、成果をコスト削減額だけで測るのではなく、運用者が付加価値業務に充てる時間、データ提供の適時性、例外処理と照合作業の削減、顧客対応の迅速性、統制の有効性等を含む複数の観点から評価する必要がある。短期的な効率化と中長期的な成長力の双方を検証し、得られた知見を次の実装領域へ反映する仕組みを設けることが望ましい。

また、TOM 改革は業務とシステムの変更だけでは完結しない。新たな役割分担に応じて必要となる人材像と専門性を明確にし、運用、オペレーション、データ、テクノロジー、リスク管理を横断して変革を推進できる人材を育成する必要がある。移行期間中の業務継続と統制を確保しながら、関係者間の対話を重ね、実装可能性と投資家への提供価値を確認しつつ段階的に改革を進めることが重要である。

二つの提言は相互に密接に関連している。運用と運用事務の役割を再定義することで、データの責任主体と業務プロセスが明確になり、AI を活用できる基盤が整う。また、AI・データ活用と市場インフラの高度化は、運用事務の効率化にとどまらず、運用判断、リスク管理、顧客サービスを高度化し、新たな商品・ソリューションを生み出す力となる。

本提言の目的は、単なる人員削減や既存業務の機械化ではない。運用会社が本来担うべき付加価値創出へ経営資源を集中し、アセットサービサーが専門性と規模の経済を活かしてサービスを高度化することにより、投資家への提供価値と日本の資産運用業全体の国際競争力を高めることにある。

また、本改革は、現在の海外モデルに形式的に追随することを目指すものではない。AI、データ、市場インフラが大きく変化する局面を、日本の資産運用・資産管理業界が将来のグローバル市場に通用する新たな TOM を構築し、競争力を高める機会として捉えることが重要である。

運用会社の経営陣、アセットサービサー、金融グループ、政府・当局が共通の方向性の下で連携し、現状把握、目標像の設定、優先領域の実装、効果検証という段階を踏んで、改革を着実に進めることが求められる。

第二部： 各論

以下では、二つの提言の背景と実装上の論点について、①TOMの再設計、②AIを活用した運用ビジネスの変革、③プライベートアセットおよびトークン化への対応、の三つのテーマに分けて詳述する。

1. 運用業務へのリソース集約を通じ、各社の収益力の強化に資する TOM の設計・提案

目指すべきは、会計処理と事後的に確定する会計データを中心に業務を組み立てるモデルから、運用意思決定と顧客価値創出に必要なデータを適時に活用しつつ、フロントデータと会計データをそれぞれの目的に応じて連携させるモデルへの転換である。

(1) TOM を経営課題として位置付ける

TOM は、単なる業務フローやシステム構成を示すものではない。将来の経営戦略を実現するため、顧客、商品、組織、人材、業務プロセス、データ、テクノロジー、外部委託、ガバナンスを一体として設計するビジネス基盤である。したがって、現在の業務やシステムを前提として部分的な効率化を積み上げるのではなく、将来どのような顧客に、どのような商品・サービスと付加価値を提供するのかという経営戦略から逆算して、必要となる機能と業務モデルを設計することが重要である。TOM の再設計は、担当部門に閉じた効率化ではなく、経営陣が全社的な視点から主導すべき構造改革である。

(2) 運用と運用事務の再定義

運用会社は、運用成果の創出、商品・ソリューション開発、リスク管理、顧客提案等を競争領域として明確化し、経営資源を集中する必要がある。一方、会計処理、計上、照合、定型的な報告等については、運用者が自ら担う必要性を改めて検証し、アセットサービサーとの役割分担を再設計する必要がある。

その際、現在の業務を単純に運用会社からアセットサービサーへ移管するのではなく、それぞれの業務について、目的、必要となるデータ、判断主体、処理主体、検証主体および例外発生時の対応を整理することが重要である。アセットサービサーの業務範囲が拡大する場合であっても、運用会社が運用判断、委託先の選定・監督および必要な内部管理を行う責任まで失うものではない。双方が同一の処理や確認を重複して行うのではなく、それぞれの役割と責任を明確にした上で、全体として有効かつ効率的な統制を構築する必要がある。

運用判断とリスク管理に用いるフロントデータと、会計・法定報告に用いる会計データについても、それぞれの目的と責任主体を明確にした上で連携させる。運用会社は運用実態を適時に捉え、運用意思決定やリスク管理に用いるデータの品質と活用に責任を持つ。一方、アセットサービサーは、会計処理および法定報告の基礎となる会計データについて、データマネジメントの主体として正確かつ適時に提供する役割を担う。両者のデータを目的に応じ

て使い分けながら連携させることにより、重複するデータ生成、照合、確認を削減しつつ、運用品質と統制の双方を確保することが求められる。

(3) アセットサービサー主導のサービスモデル

標準化は、運用会社側で一律の業務モデルを構築することを意味しない。データ項目、接続仕様、基本的な役割分担等、共通化することによって業界全体の効率性を高められる領域を整理した上で、アセットサービサーが各運用会社のニーズを踏まえ、約定・決済指図情報の受領、会計処理、データ管理、情報提供を組み合わせた複数のサービスモデルを設計・提供し、各社の TOM との整合を図ることが望ましい。

その際、運用会社にとって標準化・共通化が可能な非競争領域であっても、アセットサービサーにとっては、サービス内容、品質、テクノロジー、データ提供能力等を通じた差別化・競争領域となり得る。したがって、業界全体で単一のサービスモデルを求めるのではなく、共通化すべき領域と各社の競争領域を適切に切り分け、複数のサービスモデルが競争的に提供される環境を整えることが重要である。

また、アセットサービサーによる受任業務の拡大を持続可能なものとするためには、期待するサービス内容だけでなく、必要となるシステム投資、人材・ノウハウ、リスク負担、統制、費用負担およびサービス対価を一体として検討する必要がある。現在運用会社側に蓄積されている業務ノウハウについても、単純な業務移管ではなく、必要に応じて人材、知識、プロセスを含めた移行方法を検討することが重要である。

一者計算についても、それ自体を改革の目的とするのではなく、重複する計算、照合、確認を削減し、運用会社とアセットサービサーの役割分担を再定義した先にある選択肢の一つとして位置付ける。二者計算を維持しながら事務受任や後続業務の集約を進める方法、一者計算へ移行する方法等、各社の態勢、システム、商品構成、受託関係を踏まえた複数の移行経路を認め、段階的かつ現実的に進める必要がある。

(4) 実装に向けた重点領域

実装に向けては、国内円資金繰り管理、運用ガイドライン管理、指図・計理、レポート等、運用事務の移管が完了した後に検討する付随的な課題ではなく、次世代 TOM を構築する上で並行して取り組むべき重点領域として位置付ける必要がある。

国内円資金繰り管理については、決済サイクルの短期化等を踏まえ、一時的な資金不足や入出金時差への対応方法を見直すとともに、資金繰りに必要となる情報を、会計データの確定を待つことなく、適時に把握できる仕組みを検討する必要がある。

運用ガイドライン管理についても、会計計上後の確定データのみを前提とするのではなく、運用実態を適時に把握できるデータを活用し、利用するデータ、判定時点、判断主体、責任主体および例外発生時の対応を再整理する必要がある。

また、「指図」「計理」においては、データ仕様と情報連携を可能な範囲で共通化・簡素化し、個社ごとのインターフェースや重複入力・照合を削減することが重要である。レポート

イングについても、会計データとの形式的な一致だけを目的とするのではなく、運用実態、リスク、パフォーマンス等を投資家が適切に理解し、意思決定に活用できる情報を提供するという観点から再設計する必要がある。

これらの実装に当たっては、変革に必要なシステム、人材、移行、統制等のコストと、業務効率化、リスク削減、データ提供の迅速化、運用者の付加価値業務へのリソースシフト等による便益を可視化し、運用会社とアセットサービサーの双方にとって持続可能な実装モデルを構築することが重要である。

(5) 段階的な実装

実装は、現状把握、目標像の設定、優先領域の実装、効果検証と対象領域の拡張という四つの段階に整理することができる。第一段階では、競争領域、運用事務、データ依存、責任分界、コスト、リスクを可視化し、現状を把握する。第二段階では、各社の経営・事業戦略に沿った TOM と、運用会社・アセットサービサー間の役割分担を定め、目標像を設定する。第三段階では、資金繰り、ガイドライン管理、指図・計理、レポート等から優先領域を選定し、具体的な実装を進める。第四段階では、業務品質、投資家への提供価値、コスト、オペレーショナルリスクの改善効果を検証し、対象領域を拡張していく。

もっとも、本提言は業界としての検討の方向性と実装の考え方を示すものであり、実際の実装順序、対象範囲、推進方法について、画一的な対応を求めるものではない。各運用会社、アセットサービサー、金融グループその他の関係者が、自らの戦略や事業環境を踏まえ、相互に協議しながら、適切なスピードと方法で取り組みを推進することが重要である。

2. AI を活用した運用ビジネスの変革

AI・データを活用する能力は、資産運用業の運用力と競争力を高めるとともに、次世代 TOM を支える重要な基盤である。その活用の成否を分けるのは、モデルの性能だけでなく、データの品質、業務への実装力、そして責任ある活用を支えるガバナンスである。AI を既存業務の効率化にとどめず、運用力、顧客価値、業務モデルそのものの高度化につなげることが重要である。

(1) AI を競争力の前提として捉える

顧客ニーズと商品・サービスが複雑化し、情報提供や意思決定の即時性への要求が高まる一方、人材制約も強まっている。こうした環境において、AI を単純作業の自動化に限定せず、運用調査、リスク管理、商品・ソリューション開発、顧客対応、オペレーションの高度化に組み込むことが重要である。

その際、既存業務をそのまま AI に置き換えるのではなく、AI の活用を前提として、業務の目的、プロセス、必要となるデータ、人と AI の役割分担、判断・検証・責任のあり方を見直す必要がある。AI の導入そのものを目的とするのではなく、どのような経営課題や顧

客課題を解決し、どのような価値を生み出すのかを明確にした上で活用を進めることが求められる。

(2) AI 戦略の三本柱

AI 戦略は、「考え方を示す」「学び合う」「一緒に作る」という三つの柱から構成する。

第一の柱は「考え方を示す」ことである。資産運用業固有の AI 活用上の論点について、既存の法令・指針等を踏まえつつ、実務に即したリスクベースの考え方を整理し、各社の利用判断、社内説明、ガバナンス整備を支援する。すべての会社一律の利用可否や管理方法を求めるのではなく、利用目的やリスクに応じて各社が適切な管理方法を判断するための実務的な拠り所を提供することが重要である。

第二の柱は「学び合う」ことである。AI 推進事例共有会等を通じ、先行事例、実装上の課題、ガバナンス上の工夫、得られた効果や教訓を共有し、個社の経験を業界全体の知見へ転換する。技術や利用方法が急速に変化する中では、一度考え方を示して終わるのではなく、継続的に知見を共有し、実務上の考え方を更新していくことが重要である。

第三の柱は「一緒に作る」ことである。AI 人材育成、セキュリティ、詐欺・不正利用への対応、業界共通基盤等、個社単独では解決が難しく、共同で取り組むことに意義のある非競争領域の課題について、産官学の連携を推進する。必要に応じてワーキンググループ、共同研究、実証等を活用し、業界全体の AI 実装力を高めていくことが望ましい。

(3) データドリブン経営と TOM の一体設計

AI の性能と活用範囲は、データの正確性、適時性、網羅性、利用可能性に左右される。このため、データマネジメントを IT 部門の技術課題にとどめず、経営戦略と AI 活用を支えるビジネス基盤として位置付け、重要データの所在、利用目的、定義、品質基準、責任主体、利用権限等を明確にする必要がある。

また、既存業務へ AI を追加するだけでは、分断されたデータや重複プロセスが残り、AI の効果を十分に引き出すことは難しい。TOM の再設計と AI・データ戦略を一体として進め、運用会社が運用意思決定やリスク管理に用いるフロントデータと、アセットサービサーが担う会計・法定報告に必要な会計データについて、それぞれの目的と責任主体を明確にした上で連携させる必要がある。

さらに、一度整備したデータを特定の業務やシステムだけで利用するのではなく、適切な権限管理の下で、運用調査、リスク管理、商品開発、顧客対応、レポーティング、AI 活用等の複数の用途で再利用できる環境を構築することが重要である。こうした信頼性と再利用性の高いデータ基盤が、AI を継続的な価値創出につなげる前提となる。

(4) 責任ある AI 活用

AI の活用拡大に当たっては、利用を一律に制限するのではなく、利用目的、顧客への影響、投資判断への関与、利用するデータの機密性、モデルの複雑性等に応じて管理水準を設定するリスクベースのアプローチが重要である。

人が最終責任を負うことを基本とし、AI の利用承認、入力データの管理、出力結果の妥当性検証、利用記録、継続的なモニタリング、必要に応じた顧客への説明等の統制を、リスクに応じて整備する必要がある。

具体的には、AI 活用の経営目的と優先業務を明確にし、部門横断の推進体制を整備するとともに、重要データの所在、利用目的、定義、品質基準、責任主体、利用権限等を明確にする必要がある。また、AI リスクを単独で管理するのではなく、データガバナンス、サイバーセキュリティ、第三者サービスの利用等を含め、AI、データ、サイバーセキュリティに関するリスクを一体として管理する態勢を構築し、継続的なモニタリングと改善を行うことが求められる。

責任ある AI 活用とは、AI の利用を抑制することではない。明確な経営目的と適切な統制の下で AI を積極的に活用し、その効果とリスクを継続的に検証・改善することにより、持続的な価値創出につなげることである。

(5) 段階的な実装

AI の実装に当たっては、まず経営上の目的と解決すべき課題を明確にし、その中から AI 活用による効果が期待できる優先領域・ユースケースを選定することが重要である。その上で、限定的な実証から開始し、期待される効果だけでなく、データ品質、出力の妥当性、業務プロセスへの影響、顧客への影響、リスクおよび必要となる統制を検証する。

実証によって得られた知見を踏まえ、業務プロセス、人と AI の役割分担、データおよび統制を必要に応じて見直した上で、対象業務や利用者の範囲を段階的に拡大する。導入後も、出力品質、利用状況、期待効果、リスクおよび統制の有効性を継続的にモニタリングし、技術や利用環境の変化に応じて改善を続けることが必要である。

また、個社での実装に加え、共通性の高い課題については、事例共有、ワーキンググループ、共同研究、実証等を通じて知見を蓄積し、個社の経験を業界全体の実装力向上につなげることが望ましい。

3. プライベートアセットへの TOM 拡張の検討と、トークン化が TOM に与える影響

プライベート市場の持続的な成長には、商品拡充だけでなく、データ、情報流通、役割分担、評価、レポーティングを含む市場運営モデルの高度化が必要である。また、トークン化を含む市場インフラのデジタル化についても、個別商品のデジタル化にとどまらず、取引、決済、権利管理、データ流通等を含む TOM 全体への影響を検討する必要がある。

(1) プライベートアセットで顕在化する業務課題

データ取得・情報連携については、GP ごとに開示内容、更新頻度、データ粒度、形式が異なり、運用会社側での情報統合負荷が高い。ルックスルー (look-through)、ESG、リスク管理等でも個別対応が発生している。キャッシュフロー管理については、コミットメント、

キャピタルコール、分配に加え、為替、流動性、ファンド・オブ・ファンズ構造を含む管理が必要となる。

評価・レポーティングについては、評価時点とデータ取得時点が統一されず、時価評価、リスク把握、投資家報告に個別判断と手作業が残りやすい。さらに、GP、アドミニストレーター、信託銀行、運用会社の役割分担が統一されず、同様の情報取得、加工、確認等を各社が個別に実施するケースがある。市場の拡大に伴い、こうした個別対応を積み重ねるモデルには限界が生じる可能性があり、データ、業務プロセス、役割分担を含めた TOM の再設計が必要となる。

(2) プライベートアセットへの TOM 拡張

国内運用会社が、国内外の GP から情報を収集し、検証し、利用目的に合わせて加工するゲートキーパー機能を担うことが多い。市場と商品が拡大するほど、この個別対応への依存は大きな制約となる。プライベートアセットを既存 TOM への例外追加として扱うのではなく、パブリック資産とプライベート資産を含むポートフォリオ全体を一貫して管理するための設計要件として、TOM に組み込む必要がある。

まず、データ、ルックスルー、評価、キャッシュフロー、レポーティング等について、現在どこで情報が取得・加工・確認され、どのような個別対応や重複作業が発生しているかを可視化する。その上で、利用目的に応じて最低限必要となるデータ項目、定義、品質基準、提出頻度、責任主体について、関係者間で共通認識を形成する必要がある。

実装は、短期・中期・長期の時間軸で段階的に進めることが現実的である。短期的には、情報流通に必要な最低限のデータ項目・実務要件、利用目的別のルックスルー要件、レポーティングのベストプラクティス等を整理する。中期的には、コミットメント、キャピタルコール、分配、流動性、為替等を一体として捉えたキャッシュフロー管理を高度化するとともに、データの標準化と再利用を通じてレポーティング等の業務効率化を進める。長期的には、GP、アドミニストレーター、運用会社、アセットサービサーおよび投資家の役割と責任を整理し、評価、情報開示、データ流通等を含む市場基盤全体の高度化につなげることが望ましい。

その際、一度取得・整備したデータを特定の業務だけで利用するのではなく、適切な権限管理の下で、運用、リスク管理、会計、顧客報告等の複数の用途で再利用できる連携基盤を整備することが重要である。こうした取り組みを通じて、情報の透明性・適時性を高め、プライベートアセット市場における投資環境の改善と市場基盤の高度化につなげる必要がある。

(3) トークン化とデジタルアセットが TOM へ与える影響

デジタルアセットの論点は、投資対象・商品としてのデジタルアセットと、市場インフラのデジタル化の二つに整理できる。前者は投資機会の拡大と市場アクセスの向上、後者は決済、担保、権利管理、データ流通等を通じた金融機能の高度化に、それぞれ関連する。

トークン化は、資産の表現形式を変えるだけでなく、取引から決済、権利管理、会計、レポートニングまでの業務プロセスとデータ連携を再設計する可能性がある。したがって、TOM への影響を、商品企画、フロント業務、オペレーション、リスク管理、法務・コンプライアンス、アセットサービシングを横断して検討することが求められる。

一方、トークン化によって、現在取得できていない情報が自動的に生成され、プライベートアセット等におけるデータ品質、透明性、情報開示の課題が直ちに解消されるわけではない。基礎となるデータの定義、品質、権利、責任主体および情報提供プロセスが整理されていなければ、資産や取引をデジタル化しても既存の課題が残る可能性がある。このため、トークン化とデータ標準化・情報流通の高度化は、相互に関連するものの、それぞれ必要な取り組みとして進める必要がある。

今後は、個別プロダクトの可能性に加え、市場基盤と情報流通のあり方を検討する。また、プライベートアセットで顕在化したデータ標準化、透明性、レポートニングの課題とも接続して議論し、決済、担保、権利管理、会計、顧客報告における責任分界とデータ連携を整理する。国内外の先進事例と制度動向を継続的に確認し、実務上のユースケースを段階的に具体化することが重要である。

以 上

資産運用フォーラム 分科会⑤

「サステナブルファイナンス」

～GX 実現へ、いま踏み出すべき行動：資産運用業が担う「つなぐ」使命～

1. はじめに

ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス (LSE) 傘下の研究機関 (サステナブルファイナンス・イニシアティブ (ISF)) が、今年 5 月に公表した『What Can Investors Do About Climate Change? (投資家に気候変動に対して何ができるのか?)』¹ は、金融機関従事者に多くの示唆を与えているが、その結句で、サステナブル投資のリーダーに求める要素を 4 つ挙げている。

勇気 (Courage)・誠実さ (Honesty)・好奇心 (Curiosity)・コミットメント (Commitment)

日本に当てはめるとどうだろうか？すべて満たしているか？欠けているものはあるか？そう考えると、およそ金融界には縁遠い「勇気」という言葉に注目が向く。当分科会での議論を振り返ると、この「勇気」が含意する内容が、日本のファイナンスの行方にも深く作用し、関連しているように思えてならない。

当分科会は昨年の議論をそのまま引き継いだ形で課題意識を設定している。その中心には、日本の GX (グリーントランスフォーメーション) 経済政策がある。この政策を支える資金投入について、政府・官が用意した「政府の資金供給をバネにして民間資金を動かしていく」という狙いに、果たして民間は十分に応えているだろうか、という問いが動機となっている。

政府審議会や同種の民間の集まりでも、多くの「サステナブルファイナンス」議論が進められ、様々な問題点がすでに指摘されていることを踏まえ、この分科会は、実務者視点から、これから何をすべきか？どのような行動を起こしていくことが有効か？次の行動に繋がる内実を持つ内容にすべく議論を重ねた。

去年は、産業と資産運用業を含む金融との接合に改めて着目し、前進させる必要性を説いた。その後現在に至るまで、現政権が繰り出す成長戦略のすべては、両者の接合の必要性を一層求めているように見える。今回の分科会では、具体的な産業を取り上げ、専門家あるいは実践者の見識を踏まえて、課題を共有し、打開策を探る一方で、経済産業省が進める「GX 産業地域」戦略に特に注目し、これから広く必要とされる (官民協調型の) ファイナンスを包括的に考える格好の舞台と捉えて、需要サイドの見識を軸に、金融 (資金供給者) 側の具体対応を議論した。

¹ Prof. Tom Gosling et al. (2026), What Can Investors Do About Climate Change?, The London School of Economics and Political Science

2. テーマの設定

我が国は、GX を成長戦略の中核に位置付け、脱炭素と産業競争力の強化を同時に実現するための政策を着実に進めている。GX 産業地域をはじめとする産業クラスターの形成は、個社単位の排出削減や技術開発にとどまらず、エネルギー、インフラ、サプライチェーン、雇用、地域社会を一体として変革する取り組みである。その成功は、日本の産業基盤を再構築し、地域の持続可能性を高めるとともに、国際的な競争力と信認を獲得する重要な契機となる。

しかし、意欲的な政府政策や有望な技術・事業構想が存在する一方、それらを実行段階へ移すための民間資金の動意、すなわち資金のモビリティは、必ずしも十分に高まっているとは言いがたい。GX に求められる投資は、多額かつ長期にわたり、技術、建設、需要、制度、地域合意等の複合的な不確実性を伴う。そのため、政策として目指す「トランジション」を、民間資本がリスク・リターンを評価し得る具体的な「トランザクション」に落とし込む作業が不可欠である。² 産業振興を飛躍的に前進させるには、政策目標と個別案件、社会的便益と投資可能性、初期リスクを担う資金と長期安定資金を、切れ目なく接続しなければならない。

本分科会は、昨年度から提起してきた産業界と金融界の接合という課題を、より現実のGX 政策と具体的な案件形成に近い場面で検討する。目指すべきは、金融と産業の間に存在するサイロを取り払い、政府、自治体、事業会社、金融機関、アセットオーナー、アセットマネージャー、地域住民、アカデミアその他の関係者を巻き込んだ、空間的・時間的なまとまりを形成することである。単なる協調の呼びかけに終始するのではなく、各主体の役割、リスク許容度、時間軸を踏まえ、資金と知見が適切に接続される実装の仕組みを構築することが求められる。

3. 提言の骨格

日本に限らず、成長志向のサステナブルファイナンスには、必然的に多様な意思を持った、多数のステークホルダーが登場する。そして（世界共通の現象と言ってよいが）、必ずしも政府あるいは特定の主体が全てをガイドするのではなく、何らかの集合的な解決策が求められることが多い。この提言も、「政府に〇〇をしてほしい」型ではなく、関係する全ての主体に向けて、現在の日本市場が乗り越えるべき課題を克服するために出来得る行動（時に変容を求めることもある）を示すものである。

この提言は、『政府の GX 成長戦略に応じて、民間資金の動意（Mobility）を一層高めるには、何をしていけば良いか？』を問いの中核に据えている。そして、対応策を考えるにあたっては、以下の3つの視点・アングルを設定した。

² Green Finance Institute (2025), Transactions to Transitions – A Global Investment Greenprint -

- ① 産業と金融をつなぐ具体行動
- ② 官民が歩調を合わせたファイナンスを形作るための行動
- ③ (国や地域) 全体としての前進力を支える“意志”を共通化する努力・働きかけ

当分科会が常に心掛けたのは、「できない理由」を掲げたり、具に原因を分析したりすることではなく、解決の道筋あるいはヒントだけでも求めようとする姿勢を保持することであった。

後述するが、サステナビリティ課題への対応は、思考を自らの会社、あるいは日本国内とといった境界線を引いてしまうと、壁にぶつかり、自分だけではどうにもならないと身動きできなくなる傾向がある。今回の議論が示すように、こうした状況を、海外、異業種といった(未知の)分野に視野を拡げて打開することも有効である点も忘れてはならない。

4. アングル①

産業界における GX 関連の取り組みを支える、長期かつ切れ目のないファイナンスの実現に向けた基礎行動

当分科会に経済産業省(環境金融室)を迎えて行った議論の中で、おそらく双方(フォーラムメンバー、経産省)ともに痛感したのは、この種のコミュニケーションを絶やすことなく継続することが有意義である、との認識だろう。この終始フラットに進められた意見交換機会の有効性はその後の議論にも大きく影響した。

金融側にとっては、日本政府の広範かつ微細な成長戦略はたしかに世界の注目を浴びているが、その内実について理解を深める余地が依然大きいことを自覚する機会でもあった。世上言われるように、その原因を、投資分析が短視眼的になり、従前のように日本企業の新技術開発への関心そのものが下がっているのではないかと？そもそも息の長い成長戦略と明日の株価がどう動くかの目線が揃わない！産業政策が丁寧に設計されている分、カバレッジが広すぎてフォーカスが当てにくく、総花的に過ぎる！といった声に求めることは可能かもしれない。

ただ、現に求められる行動は、まずもって成長戦略の本意を深く理解すること、特に資産運用業者はそれを自らの言葉で(後述する「ナラティブ」)ステークホルダーに意義を伝播させていき、さらには当局とのコミュニケーション基盤とすることだろう。

当局との対話についてもう一つ。日本成長戦略では、17の「戦略分野」が重要起点として提示されている。この広範な戦略ひとつひとつに、必ずファイナンス機会が絡むことは想像に難くない。とすると、経産省だけがカウンターになればよいという話ではなくなる。当分科会の議論だけでも、地方行政、港湾管理、農業支援、家庭ごみ分別などの具体的な論点が出てきたように、サステナビリティ/GXといったカテゴリーを超えて、その射程は大きく広がる可能性がある。これは、今後の成長戦略行動のすべてに、金融が深く関わっていくという想像と責任を、今一度すべての関係者が共有すべき現実を示している。

「金融界」という表現を使ったが、産業向けのファイナンスに関わる主体は、銀行以外にも生保、年金、ノンバンクなど様々なアセットオーナーが存在し、これらの資金調達市場を作る証券業、その他のアドバイザー、格付機関、データベンダーなどに資産運用業も加わってサポートする。当分科会でも可能な限り他業態の方を巻き込んだが、その範囲も、掘り下げ方も十分と言える水準にはない。

他方、現実には、それぞれ業界、あるいは NGO などを中心となっていて、サステナブルファイナンスの議論が様々な場面で行われている。当分科会のミラーになるような会議が他業種、他セクターでも行われている可能性は高く、それぞれの議論のリーダー、あるいは企画担当者同士が時折意見交換し、互いを補完していくことも有意であろうし、人の輪が拡大することで、効率よく、成果を出すことも期待できそうである。（資産運用業の役割については補論①を参照されたい）

今年、GX 推進機構は GX 投資推進の「ハブ」としての具体的な取り組みに、『GXA プラットフォーム』を新たに加えている。国内外の非営利団体、国際機関等のステークホルダー・コミュニティと連携し、ラウンドテーブル等によるディスカッションを通じて、ネットワーキングと政策形成機能を強化する狙いで、当分科会もその射程に入っている。つまり、当分科会、あるいは資産運用フォーラムの射程を広げること自体が、GXA プラットフォームへのポジティブな貢献になり得る。さらに言えば、両者が相互作用することで、単独では超えにくかったサイロを超えた対話、連動を生み出す力・契機となり得る可能性も考えられよう。

<提 言 ①>

資産運用フォーラムの事務局／分科会機能を、経産省をはじめ関係省庁と金融界との恒常的なコミュニケーション・ハブとして整備・拡張する。GX 政策の進展、制度設計、GX 産業地域における案件形成の状況を定期的に共有するとともに、資産運用業界から当局へ、投資拡大・投資家層の拡張を進める実務的な論点を還元する双方向の導管を構築すべきである。

5. アングル②

官民協調ファイナンスの有機的な進展を促す取り組み

昨年の地方が話題となった分科会議論で、特定の地域を区切り、境界性を明確にした縮図的状况を想定すると、ファイナンスの議論を深く進めることができる、という意見が出された。折しも、昨年来経産省が進めていた「GX 産業地域」選定に着目し、議論の題材にすることになった。実際に、北海道・札幌市を資金の需要家と見立て、当該地域の GX 成長戦略を前提に、資金供給側を具体的にイメージしながら議論を進めることができた。

明白かつ重要な課題は、『広がりも深さも有した大量の投資機会を実行に移す官民協働のファイナンスをどうやって形成し、蓄積するか？』である。類似の海外事例を参考にしながら、以下に挙げる事項を検討した。

まず注目したのは「マッチング」と「バトンタッチ」である。ある地方で有望な GX 技術を育む企業を想定する。実証実験段階をクリアし、いよいよ商業化を考えるという段になった時、誰にファイナンスをしてもらおうか、調達方法について相談したいが適切な金融機関はどこにいるのだろうか？これが前者の問題である。北海道・札幌市から昨年提起されたもので、今年はその進捗が報告された。この問題は、同市作成の下図（当分科会では“クジラ問題”が通称化した）で端的、明瞭に示されている。

イメージ図	海底直流送電・巨大DC・半導体製造・港湾開発・洋上風力1GW以上	洋上風力1GW未満	蓄電池・太陽光	新技術[SU]
サイズ感				
特徴	国家インフラ級 長期開発	大型民間投資	中型民間投資	新技術開発 スケール未確定
投資プレイヤー	政府系金融、国際機関 PFI、機関投資家 インフラファンド	メガバンク インフラファンド	PEファンド 地方銀行 ESG投信	VC CVC 中小金融機関
必要資金(規模)	1兆円以上	数千億～数百億円	数百億～数十億円	数十億円以下

（出典）第3回サステナブルファイナンス分科会資料（札幌市作成）より

この指摘の深刻さは、需給が効率的に接合しないことだけでなく、有望な技術が需要家の（資金が足りない、どこにもない）失意によって市場に出てこなくなってしまう危険もある。こうした課題は、地方に固有のものではない。アセットマネージャーと企業との対話においても、「子会社又はプロジェクト単位で、その事業性及びリスクに見合った資金調達ができれば、より機動的かつ効率的に事業を進められる。しかし現実には、資金調達が親会社又は持株会社の信用力・財務負担に依存し、個別事業のリスクがグループ全体に集中しやすい」との問題意識が聞かれる（決して地方だけの問題ではない）。

北海道のように、情報公開と適材の配置（金融専門家の足りない地方の場合は東京などからの支援を受けて）を進める基本行動が有効ではあるが、文字通り“現場”に資金を適時的確に行うには総合的視点からのヒト（特に金融家）の配置にも注意が必要である。

金融の「バトンタッチ」については官・民双方に課題がある。しばしば指摘される「死の谷」問題への対応に繋がるものでもある。

ファイナンスの対象は時間経過によって変化する、とりわけ技術開発（プロジェクト）では顕著である。更地から建築行程とビル稼働が本格化する段階で資金供給の態様、条件、顔ぶれが変わる不動産ファイナンスと同じように、サステナブル／GX 機会にも「段階」が生じ得る点を今一度意識すべきである。

当分科会の議論でしばしば参照したシンガポールの FAST-P プログラムはこの課題に対応する好例と言われる³ が、それと同時に、しばしば混濁しがちな日本のサステナブルファイナンスに関する議論を整える契機にもなっている。

需要サイドである産業側の調達（動機）段階は大まかに、

（ア）技術への本質的な期待は高いが、商業化を見定めるにはさらなる実証が必要、

（イ）技術的な不安が払しょくされているが、諸般の要素（コスト、規模、時間制約など）が障壁になる、

（ウ）商業化プロセスに入る予見性が高い状況、

に分けられる。教科書的には、（ア）は政府支援や譲許的な資金が主導、（イ）は政府と民間のリスク資本の接合、（ウ）民間中心への移行⇒安定期、がイメージされる。サステナブルファイナンスの議論が、どの段階を対象としているかをまず共有する必要がある。

FAST-P は、上記（ア）から（ウ）への移行を踏まえたファイナンスストラクチャー設計が必要で、そのプロセスを初期段階から予測して関係者を巻き込んでいる点に特徴がある。

（ア）～（イ）は、公的ファイナンスを組み合わせる。補助金、公的年金、開発金融、一部民間銀行、譲許的資本が参加主体。このファイナンスストラクチャーを建設ファイナンス専用の会社形態にしてしまうこともある。この初期段階のファイナンスが成ると、稼働段階（ウ）への移行を見越して、資金提供予備軍の保険会社や年金などとの交渉を始める。（補論②を参照）

ここにおいて「バトンタッチ」とは何を意味するか？一つは、官の役割はファイナンス対象の自律度合いで減じること（つまり、引かれた官の資金は別の機会に充当できる）である。民については、短い資金は銀行、長い資金は生保・年金という区分に拘泥すると、供給の途絶リスク（谷）を生じやすく、ここで取り上げた息の長い産業地域ファイナンスの場合はなおさらである。⁴ FAST-P の例からは、様々な金融主体が初期段階から参画することが解決に繋がるかもしれない（この点、海外の都市計画向けレジリエンシーファイナンスでも同様の指摘が海外でもなされている）。銀行が先行し、事業が安定してから他の資金提供者が参画するという単線的な発想ではなく、将来の資金供給者が初期段階から案件に関与し、必要な情報と判断材料を共有する体制が求められる。

この資金の「バトンタッチ」を実効的なものとするためには、各段階における資金提供者を後から探索するのではなく、初期段階から将来の資金提供者を含めて対話に参画させ、リスク分担、情報開示及び資金移行の条件を共有しておく必要がある。資産運用会社は、多様なアセットオーナー及び投資家との接点、長期的なリスク・リターン評価、並びにプライベート市場を含む資金供給に関する知見を活かし、この過程に貢献し得る。すなわち、単に多

³ Sustainable Markets Initiative / Investor Leadership Network (2024), Blended Finance Best Practice；世界各地での取り組み例の詳しい一覧を確認できる

⁴ Center for Global Commons（東京大学グローバル・コモンズ・センター）（2022）, The Planet Positive Chemicals；この問題を需要者である化学産業技術の視点から扱っている

様な投資家の協働（Collaboration）を促すだけでなく、関係者をつなぎ、資金供給の時間軸と役割分担を接続する調整・接続（Coordination）の担い手として、資金のバトンタッチを支える役割が期待される（資産運用会社の貢献余地については、補論①参照）。

FAST-P あるいは昨今の Blended Finance（新興国に限られたものではない）についてはその多くの資金源が多国籍になっている点も注目される。今後日本で生じるファイナンス需要を想像すると、国内資金のみを前提とせず、海外の長期投資家や専門性を有する資金を積極的に受け入れるオープンな市場を目指す必要はあるだろう。国際的な資金を受け入れることは、資金量の拡大のみならず、客観的な評価基準、先行事例に基づく知見、規律あるモニタリングを取り込む機会となる。

以上の取り組みを通じて、現実にはファイナンス例が出てくれば、それらを「リポジトリ」として蓄積し、Investment Playbook として共有財産化すること⁵ が重要である。成功例だけでなく、案件形成上の障害、リスク分担の工夫、資金移行の条件、地域との合意形成及び改善過程を記録することが重要である。これを GX 推進機構、関係省庁、金融団体及び地域の関係者が参照できる形で整備し、日本型官民協調ファイナンスの標準形を継続的に磨き上げるべきである。

<提 言 ②>

多数多様、時に大規模な資金を要する GX 案件に対応するため、日本の制度、市場構造及び地域特性を踏まえ、官および民が創造的に協働するファイナンスを着実に積み上げていくことが重要である。

それらの実践事例や構造設計の知見を、当フォーラム及び GXA プラットフォーム等を通じて蓄積・共有し、Investment Playbook として磨き上げる。さらに、事業者、需要家、投資家、金融機関等を結び付ける協働基盤として活用することで、日本ならではの標準ストラクチャー形成につなげていくことが望ましい。

GX 案件を個別事情に応じて一件ごとに作り込むだけでは、スケール、スピード双方に対応できない。もちろん、案件の個性を無視した画一的対応は適切ではないが、共通の評価軸、リスク分担、資金の移行手順及び情報開示の枠組みを整備することは、案件形成の効率性と投資家の予見可能性を大きく高める。

標準的なストラクチャーを想定して、技術成熟度、建設リスク、市場・オフテイクの確度、事業主体の資本力、地域への便益等、案件の難度を官民双方が共同で、効率的に判定できるようになるだろう。

最優先課題は、ストラクチャーの設計技術を、これもまた官民双方が、国内外の経験値を吸収して練磨し、自立的に、効率良くファイナンスを進める素地を作ることである。

⁵ Boston Consulting Group / Institute de la Finance Durable (2025), Building a Catalytic Repository ; グローバルでも Blended Finance の好事例集積が求められている

6. アングル③

成長志向と受託者責任の連動―意志の共通化と GX ナラティブの深化

GX 推進機構が支援（債務保証）したレゾナック・ホールディングスの水素製造（拠点は川崎港）を当分科会で取り上げた際、原材料である廃棄プラスチックが効率的に供給できることが重要な要素で、後背地の首都圏在住者による徹底したごみ分別が貢献している点が注目を浴びた。地域住民の行動が、グリーン・エコノミー、とりわけ循環経済の主役になっている、ということを実感的に印象付ける事例として有効である。こうしたストーリーを、「〇〇円の債務保証」だけを印象付ける報道に終わらせないよう仕立てねばならない。議論に出たように、ではほかの地域で同じことができるか？いや、物量的に足りない。ではどの廃材がどこで集まると良いのか？何が課題なのか？といった思考が広がる契機にもなる。

「GX 産業地域」は、単なる設備投資やエネルギー転換の場ではない。産業構造の転換である「トランジション」、地域社会にもたらす便益を重視する「インパクト」、そして上述のレゾナックがそうであるように、資源・エネルギー・家計行動を結び付ける「循環経済」を一体として実現する（総合芸術的な）舞台と考えるべきである。

舞台となる日本の地方では、人口減少、人材不足、インフラ老朽化に加えて、昨今は防災・レジリエンスといった課題が同時に進行している。GX 投資は、これらを個別に処理するのではなく、複合的な地域課題の解決につなげる視点を持つべきである。昨年ユーロ市場で発行された東京都のレジリエンシー債に市場が大きな関心を示したように、エネルギーの安定供給、資源循環、災害対応力の向上、質の高い雇用の創出に対応する地域には、調達オプションが増えていく未来も想定できる。地域裨益を事業計画及び金融評価に適切に織り込むことは、財政面でも、プロジェクトの社会的基盤を強化し、長期的な事業継続性にも資する。

このように、家計及び最終受益者の納得感を高めることが多くの課題対応に不可欠になっている。GX は国や企業だけの課題ではなく、エネルギー利用、資源循環、地域での生活及び将来の資産形成に関わる社会全体の課題である。アセットオーナー及びアセットマネージャーは、「受益者エンゲージメント」⁶ を通じ、長期投資とサステナビリティへの取り組みが、将来の安定的な収益機会、生活基盤の強靱化及び社会的コストの抑制にいかに関与するかを、具体的かつ誠実に伝える必要がある。

⁶ 木村武 PRI 理事、中曽宏東京国際金融機構会長の対談「受益者の「魂」を反映した責任投資のリレーを実現せよ」（2022.6）金融財政事情；アセットオーナーの受益者への関わりについて示唆が多い

<提言③>

サステナビリティ／GX への資金供給の意義を問い続ける当分科会の議論を、(日本ならではの) 受託者責任のあり様と関連付けて理解・認識する契機と捉えることはできないだろうか。

今後の成長戦略の実践を考えると、金融界、産業界、政府、自治体、アカデミア及び NGO 等が(最終的には) 同じく関与する、家計あるいは海外にいる潜在投資家向けの発信を想定して、「GX ナラティブ」(造語；個々の GX 政策とそれらへの貢献行動の意義を解説する表現) を相互に磨くことを提言したい。

ナラティブとは、理念的な広報ではなく、GX 投資が生み出す経済的価値、地域的価値、社会的価値を、実践とデータに基づいて説明し、各主体の行動を結び付けるための共通言語と考える。リポジトリとして蓄積される実践は、ナラティブをさらに磨く機会となり、より多くの資金を日本の成長機会にもたらす原動力になる。

受託者責任もまた、短期的な収益の最大化だけで完結するものではない。長期にわたる構造的・システム的リスクを見据え、受益者の将来利益を守り育てることは、現代の受託者責任の重要な構成要素である。すべてのステークホルダーが既存のサイロや周囲への依存を見直し、長期思考と主体性をもって行動することが、大規模かつ長期的な変革を実現する前提となる。

7. 今後の分科会議論、フォーラムのあり様を見通す

GX の実現は、資金量の確保のみで達成されるものではない。産業の構想、地域の将来像、政策の継続性及び多様な資金の役割を結び付け、長期にわたり実行を支える仕組みを創り出すことが要諦である。本提言は、資産運用フォーラムが Convenor として産業と金融の接合を主導し、日本型官民協調ファイナンスの標準形を形成するとともに、GX ナラティブを通じて社会全体の意志を結集することを求めるものである。

今後の積み残し課題として、巨大プロジェクトを構想し、関係者を糾合し、資金を長期に循環させるオーケストレーション人材の育成・確保がある。全世代の人材を巻き込み、海外の専門人材及び先行事例から積極的に知見を取り込む動きを継続しなければならない。

GX 産業地域は重要な出発点であるが、今後、「戦略 17 分野」すべてにおいて同様の金融課題が生じ得る。金融界が産業界及び政府と協働し、長期的なリスクマネーを供給する力を高めることは、日本の国力を増大させ、国際社会からの信認と資金を呼び込むことにつながる。当分科会は、その実現に向け、具体的な行動と不断の対話を重ねていく決意である。

この点に関して、分科会中の印象深い識者からのコメントがある。「皆さんは、『20 兆円の GX 関連の政府資金を梃子にして民間が動き、全体で 150 兆円のファイナンスが動く』こと自体を目標と捉えていないだろうか？世界の投資家・事業家は、実際にこれだけの資金が動き出す日本経済が現出すれば、その何倍もの経済効果を引き起こすことができる、と先々を見通すはずである。それほどに日本への期待は大きい。こうした意思や期待が蠢いていることを自覚したほうが良い。」

これは、冒頭に引用した「勇気」にも繋がるかもしれない。LSE 論文は、この勇気を以下のように説明している。

『気候変動がもたらす物理的影響や移行に伴う不確実性が、長期的な信託財産に対して深刻なマクロリスクをもたらすという本質的な事実を、市場や政治の風向きに左右されず、一貫して公言し続ける強い姿勢』

現在の日本市場については、官も民も含めてすべてのステークホルダーが（そのうちの誰かではなく）もう一歩前進する「勇気」が必要だと考える。

以 上

〔補論①〕 資産運用会社（アセットマネージャー）の貢献余地

日本のサステナブルファイナンスは銀行融資が重要な役割を担ってきており、この項で課題としている産業向けファイナンスについても、メインバンクを中心に対応を考えるとこの認識が根強い。他方、GX 案件は、技術実証、商業化、設備建設、安定稼働及び事業拡大に至るまで長期にわたり、資金の性格も段階に応じて変化する。このため、銀行融資の重要性を踏まえつつも、多様な資金提供者を早期から接続し、それぞれのリスク許容度と投資期間に応じた役割分担を形成することが必要となる。ここで、今後の資産運用業の貢献余地を整理しておきたい。

世界的にも、事業の最も深いリスクを支える資金の出し手が、調達全体のストラクチャー形成に強く関与することが多い。さらに、事業規模やファイナンス規模が大きくなるほど、スポンサー、政府系機関、金融機関、長期投資家その他の関係者を束ね、資本構成及びリスク分担を調整する役割が重要となる。ファイナンス期間が長期化し、事業の難易度が高まれば、想定外の外生要因への対応が求められる可能性も高まる。このような局面では、関係者間の対話を維持し、必要に応じて資本構成、契約条件及び役割分担を見直す調整機能が、案件の持続性を左右する。

先般の NY Climate Week におけるパネルディスカッションでも、「コラボレーションが大事」と繰り返すだけでなく、今本当に必要なのはコーディネーションではないか、との趣旨の指摘がなされた。行動する意思をまとめ上げ、実行可能な構造へと具体化する機能は、いまや世界的に強く求められている。GX のように、多数のステークホルダーが関与し、長期にわたる不確実性を伴う案件においては、協働の意思を確認することにとどまらず、資金供給の時間軸、リスク分担及び各主体の役割を接続することが不可欠である。

資産運用業者には、単に多様な投資家の協働（Collaboration）を促すだけでなく、関係者をつなぎ、全体を効率的に機能させる調整・接続（Coordination）の役割を担うことが期待される。具体的には、プロジェクト初期段階などリスクの高いファイナンス構造において、政府、民間金融機関、事業会社、海外を含む長期投資家等を適切な場とタイミングで糾合する Convenor となり、資金供給と事業需要の不一致を解消する「接合・マッチング」を推進する役回りである。

資産運用会社は、多様なアセットオーナー及び投資家との接点、プライベート市場を含む資金供給に関する知見、並びに長期的なリスク・リターン評価の能力を有する。こうした知見を活用し、個別の投資判断の独立性及び受託者責任を前提としながら、GX 案件を投資可能な形へ整える過程に貢献することが期待される。

[補論②] 時間軸を意識した官民協調ファイナンス事例

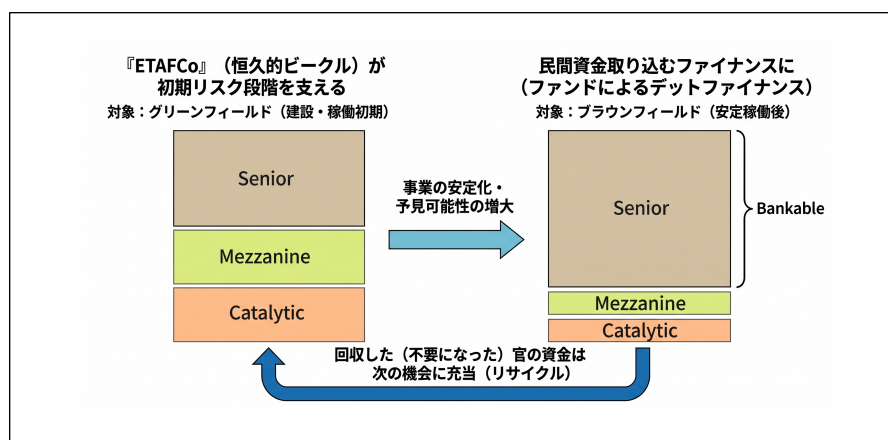
海外事例を材料にした議論をいくつか行っただが、前出のシンガポール FAST-P プログラムの一角をなすトランジション投資を進める ETAF (Energy Transition Acceleration Finance) プログラムは、「バトンタッチ」に対応した工夫として参考になる。

既存事業の転換のためには、新たな建造を含む初期コストも嵩み、技術・建設・需要及び収益に関する予見可能性も十分に高くない。このため、プロジェクトの初期段階において民間資金のみで大規模なファイナンスを成立させることは容易ではない。他方で、政府資源も有限で、レバレッジ機能を効率良く発揮せねばならない。

ETAF プログラムにおいては、これら制約要因に対して、①草創期や初期段階を対象として、目標期限を定めつつ、公的・譲許的な資金を中核とする当期間専用の管制ビークル (ETAFCo) で支え、②建設リスクなど初期段階を抜け、事業稼働及び将来収益の見通しが高まる段階で、民間資金の受け入れを本格化させることで対応する。民間資金への移行に伴い、公的な出資・融資・保証の一部を回収又は解除し、その余力を次の草創期案件へ再分配することで、公的資金のレバレッジとリサイクル性を高めることができる。

既に ETAF を通じた投資事例が生まれており、将来を見越した民間銀行資金が①にも入るほか、②段階を想定して民間生保や年金との対話も始まっており、格付機関なども加わっている。日本においても、開発補助金、メザニン、債務保証、政策金融その他の手段を案件の発展段階に応じて組み合わせるとともに、回収・借換え・保証解除等を通じた公的資金の再活用を見据える発想が重要となる。

このモデルは、標準化を考えるうえでも示唆に富む。標準化とは、すべての案件に同一の資本構成を当てはめることではない。初期リスクをどのように吸収し、どの時点で、どの条件の下で民間資金へ移行するかという時間軸と設計原則を共有することである。公的支援から民間資金への移行条件及び期限をあらかじめ明確にすることは、事業の自律化を促すとともに、民間資金による過度なただ乗りを回避する規律としても機能し得る。



こうした取り組みは世界にあまた存在する。我が国としても、先端的な事例から構造設計、リスク分担及び資金移行に関する知見を吸収し、日本の制度・市場構造に適合した官民協調

ファイナンスへと発展させる余地は大きい。

【補論③】 日本市場に本当に必要な資金は何か？

昨年の初回分科会は、「日本にはサステナブルファイナンスに必要な資金はないのか？」という識者の問いかけで始まった。おそらくこの問いに、「資金は十分にある」と応える向きが多いはずである。しかし、本提言が問いかけるのは、資金の総量そのものではない。GXを含む成長分野において、民間資金が十分に動き出しているのか、という点である。市場には資金が存在する一方、それが長期かつ不確実性の高い成長機会へ向かうための条件が、なお十分に整っていないとの問題意識がある。

昨年指摘したように、成長戦略に投入される資金規模を考えると、銀行のバランスシート内では賄いきれない需要が想像され、なかば必然的に、流動化に対応したデット市場の充実が必要である点は依然として重要である。これは、資金需要側からみれば、調達を選択肢（オプション）を増やすという側面に繋がり、需給双方が価値を認めることで大きくデット資金が還流する世界が想像できる。

これらのデット市場と対になる、時にその基盤になるエクイティ資金はどうだろうか？

当分科会での議論に絡めてあえてこの補論で扱うのは、この国に“マネー”は潤沢に存在するが、長く深いリスクを背負う、忍耐強い（Patient）資本は十分にあるのだろうか？という根源的な問いを無視できない現状を強調するためである。

事業会社が自らのリスク、つまり自己資金による資本支出で対応できる範囲でとどまる限り、大きな問題は生じにくい。しかし、17 戦略の中には、到底一社で背負いきれないプロジェクトや計画が含まれ得る。こうした案件について、政府による公的資金がすべて支えるという前提が今の「GX ナラティブ」になっていないだろうか？

政府資金も潤沢ではない。言い方を変えるなら、政府が投入する資金も GX 移行債に代表されるように将来的な返済を前提としている。したがって、「真の長期リスクマネーを物理的にどこから持ってくるか？」という課題は、日本経済の成長戦略における中核的な論点である。

解決策がないわけではない。日本にもまだそうした長期リスクマネーが存在する可能性がある。また、そうした資金を呼び込み、投資を促すためのロジックや仕組みを整える余地もある。海外の資金やリソースを活用することについては、グローバルでも多くの実践例が存在する。この問題こそが、本編で述べている協働、ヨコ連携でしか解けない問題のように思える。

化学業界に着目した当分科会では、かつて東レが持っている炭素繊維技術にいち早く気付いたボーイングが、航空機素材への活用を前提に、長期大型契約を結んだことが、東レの成長ストーリーの基礎となったとの議論があった。今日的に見れば、これは長期のオフテイク

契約が、技術の事業化と成長に向けた見通しを高めた事例と捉えることができる。そうした技術起点の成長を目指す余地があるのではないか？資産運用会社にできることはないか？技術そのものが、リスクマネーを引き寄せる効果を持つ発想も必要である。

また、昨今のグローバル官民連携を参考にすると、GX 推進機構の役割をさらに鋭角的に、目的的に強化するという意見も分科会で示された。

これらの議論・発言は、いずれも、長期リスクマネーの確保という問題にいよいよ切り込んで対処する必要がある、しかも皆が自分事として、自らの国の成長課題として共に答えを見つけていくべき、という危機感を表象するものと考えてる。

資産運用フォーラム 分科会⑥

「資産運用・資産形成の浸透」

―「気づける仕組み」と「伴走支援」の標準化により、 誰もが気づき、始め、続け、活かせる環境へ―

1. はじめに

(1) 現状認識

我が国では、新 NISA、iDeCo、企業型確定拠出年金（企業型 DC）等を通じて、家計の安定的な資産形成を支える制度基盤の整備が進んできた。NISA 口座数は 2,821 万口座¹（2025 年 12 月末時点）、企業型 DC の加入者数も 862 万人（2025 年 3 月末時点）に達しており²、資産形成に関する制度の裾野は着実に広がっている。

また、政府は企業型 DC・iDeCo を NISA と並ぶ重要な資産形成ツールと位置づけており³、金融庁においては 2026 年 7 月公表の「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」において、企業型 DC・iDeCo の環境改善を重要なテーマの一つとして位置づけている⁴。他方、厚生労働省においても、企業年金の加入者のための運用等の見える化に向けた取組を進めるとともに、確定拠出年金制度の運用改善等に関する議論を進めている⁵。

これらの取組を生活者の安定的な資産形成に着実に結び付けていくためには、制度基盤の整備に加え、その内容を理解し、必要な情報や相談に自然にたどり着ける接点・導線を整える観点から、金融リテラシーの向上と教育・相談機会の充実を図ることが重要である。この点、金融経済教育の分野では、金融経済教育推進機構（J-FLEC）が、中立・公正な立場から官民一体で金融経済教育を推進する公的機関として、講師派遣、個別相談、認定アドバイザー制度などを展開している⁶。

このように、制度、教育、見える化・相談に関する基盤整備は進みつつあり、今後は、これらを学校、就職時、職域、地域、ライフイベント時等の多様な接点につなぎ、生活者が必要な情報や支援に自然にたどり着ける導線をさらに充実させていくことが重要である。

¹ 金融庁「NISA口座の利用状況に関する調査結果の公表について」

(<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20260703.html>)

² 厚生労働省「企業型年金の規約数等の推移（規約数、事業主数、企業型年金加入者数）」

(<https://www.mhlw.go.jp/content/001660647.pdf>)

³ 内閣官房「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 ―」

(<https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/nipponseichosenryaku/kinyu/pdf/financialservicesstrategy2026.pdf>)

⁴ 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 2026」

(<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/20260724/20260724.html>)

⁵ 厚生労働省「企業年金の加入者のための運用等の見える化」

(<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/mieruka.html>)

⁶ J-FLEC は金融庁所管の認可法人として、中立・公正な立場から官民一体で金融経済教育を推進する公的機関である。本提言における J-FLEC への言及は、教育・相談の中立的な基盤としての役割を念頭に置くものであり、個別商品の推奨主体として位置づける趣旨ではない。

(2) 本分科会の目的

本分科会は、資産運用・資産形成の一層の浸透を通じて、一人ひとりの自律的なライフプランの設計・実現、ファイナンシャル・ウェルビーイングの向上を後押しすることを目的に、金融事業者等⁷をはじめとする関係者が果たすべき役割、担い手の在り方、制度・商品設計の見直しまでを含めて幅広く検討した。

とりわけ、金融リテラシーの向上を資産形成の浸透に向けた中核的な基盤と位置づけつつ、その成果が家計管理や生活設計等にも広がることを踏まえ、教育の充実を進めるとともに、知識・経験・関心の有無に関わらず、必要な情報・制度・支援に円滑にアクセスできる環境を整える観点から議論を行った。

(3) 議論の視点

本分科会では、資産形成・資産運用のプロセスを「アクセス」「エントリー」「ソリューション」「デキュムレーション⁸」の4つのフェーズに分けて整理し、各段階で何がボトルネックとなり、誰がどのような役割を担うべきかを検討した。あわせて、豪州、米国、英国、日本企業の先行事例に関する勉強会も重ねた⁹。その結果、本分科会としては、課題は単なる制度不足として捉えるべきではなく、生活者が資産形成に関心を持ち、実際に始め、続け、活用するまでの各段階で直面する障壁として整理できると考えた。具体的には、「気づく機会が少ない」「始める負担が大きい」「続ける支援が弱い」「活かす手段が十分でない」という点である。

2. 資産運用・資産形成の浸透に向けた課題

(1) 気づく機会が少ない

第一の課題は、生活者が資産形成の必要性を、自らの将来設計に関わる課題として捉える接点がなお十分ではないことである¹⁰。就職、結婚、住宅取得、子育て、転職、退職等、ラ

⁷ 本提言において、金融事業者等とは、資産運用会社、販売会社（銀行、証券会社、地域金融機関等を含む。）、運営管理機関、保険会社、金融商品仲介業者その他これらに類する主体をいう。

⁸ デキュムレーションとは、資産形成期に積み上げた金融資産を、退職後の生活に合わせて計画的に取り崩し、活用することを指す。こうした局面を本提言では、「資産活用期」と呼ぶ。本提言では、単なる引き出し手続ではなく、運用継続、受給方法、相談支援を含む広い概念として用いている。

⁹ 本分科会では、計6回の勉強会を開催し、①5月12日「豪州の年金制度の状況」（フィデリティ）、②5月20日「401(k)におけるプライベートアセット組入れに向けた取組状況」（Blue Owl）、③7月1日「米国独立系アドバイザーが拓いた資産運用業の価値創造圏」（沼田優子氏）、④7月22日「DC年金の活用に向けた取組」（NEC）、⑤8月13日「英国の年金制度とLTAF推進について」（PwC）、⑥9月11日「米国のDC市場とデキュムレーションに関する実務や今後の方向性」（カーライル）についてご講演・ご説明をいただいた。

¹⁰ J-FLEC「家計の金融行動に関する世論調査 2025 年」（二人以上世帯）（2025 年 12 月 18 日）においては、資産形成の前提である、家計の資産負債バランスを意識したことがないという回答が 64%。生活設計を策定している世帯は 35%となっている。また、日本証券業協会「証券投資に関する全国調査（調査結果概要）」2024 年 10 月 16 日において、「iDeCo について聞いたことがない」という理由が iDeCo 未加入の理由で最多となっている。

ライフイベントに応じて必要となる資金や備えは変化するが、生活者にとって、現在の家計の状況と、公的年金・退職給付等を含む将来の備えの全体像をあわせて把握することは容易ではない。他方、気づきを後押しする基盤整備として、J-FLEC や民間主体によって、講師派遣、家計管理、生活設計、NISA・iDeCo 等に関する学びや相談の機会が提供されている。また、企業年金の見える化や、公的年金シミュレーターの機能拡充など、将来の備えの見える化を支える取組も進められている。今後は、こうした取組を学校、就職時、職域、地域、ライフイベント時などの接点につなぎ、生活者が将来像を定期的に確認しやすい環境を一層広げていくことが重要である。

(2) 始める負担が大きい

第二の課題は、制度や商品を利用し始める際の負担感が、生活者・事業主の双方になお残っていることである。

NISA では、非利用の理由として「投資方法がよく分からない」が最多となっている¹¹。また、口座を開設したとしても買付に至っていない層も一定数みられ、制度を知ることや口座を開設することが、そのまま利用開始に結び付くとは限らないとの示唆もある¹²。

企業型 DC・iDeCo については、制度の効率化・シンプル化や、加入者の適切な商品選択を支える環境改善が課題として整理され、そのための議論・見直しが進められている。生活者向けには、iDeCo の加入・変更手続のオンライン化の推進や、公的年金シミュレーターへの iDeCo 試算機能の追加など、制度に初めて触れる際の負担軽減に資する取組が進められている。また、事業主に向けて、企業型 DC の手続の簡素化や、iDeCo+（中小事業主掛金納付制度）における届出の簡素化など制度の導入・活用をしやすくする見直しも進められている。

今後は、こうした制度改善を周知と実装の両面で広げるとともに、制度の理解から申込み・加入、利用開始までを切れ目なく後押しする導線を、職域・地域の双方で充実させていくことが重要である。

(3) 続ける支援が弱い

第三の課題は、資産形成を始めた後に、保有状況や積立状況を振り返り、必要に応じて資産配分や積立額を見直し、相場変動時やライフイベントの変化時にも学び直しや相談をしながら資産形成を無理なく続けていくための支援が、なお十分ではないことである。従来は、こうした点検・見直し・学び直しが、主として関心や知識の高い層の自主的な取組に委ねられる面が大きかったが¹³、NISA 等を通じて投資の裾野が広がる中では、初めて投資を始め

¹¹ 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査（調査結果概要）」2024 年 10 月 16 日

¹² 野村アセットマネジメント資産運用研究所「NISA 未稼働層に見る課題（意識調査の結果より）」(<https://www.nomura-am.co.jp/amrc/reports/2607.html>)

¹³ 野村アセットマネジメント資産運用研究所「確定拠出年金に関する意識調査 2023」(https://www.nomura-am.co.jp/corporate/surveys/pdf/20230613_90714BE0.pdf)においては資産運用のリテラシーがあると思っている人のほうが、「現在の商品の配分指定を把握している」、「これまでに商品の配分指定の見直しをした」割合がともに高い結果であった。

た生活者も含め、始めた後の不安や迷いに対応できる環境が求められている。相場変動時、とりわけ相場下落時や生活環境の変化時に、長期・積立・分散投資の考え方を確認しつつ、自らのライフステージや悩みに応じて見直しや相談を行える接点・導線は、生活者にとってなお十分に見えやすいとはいえない。主要国比較でも、日本では「職場の退職金制度を通じて利用できるツール、計算機、教材」や「人間のアドバイザー」を頼りにしている割合が相対的に低くなっている¹⁴。また、NISA 利用者が取引に当たり参考にした情報源としては、「SNS や動画サイトを通じた情報」が最も高かった¹⁵。今後は、継続的な情報提供、学び直し、相談支援を通じて、生活者が無理なく資産形成を続けられるようにするとともに、自らに合った金融事業者等を含む多様な相談・支援主体にアクセスしやすい環境を充実させていくことが重要である。

(4) 活かす手段が十分でない

第四の課題は、資産形成期と資産活用期の双方において、生活者の目的やライフステージに応じた商品・サービスを、必ずしも十分に提供できていないことである。

まず、資産形成期においては、長期・積立・分散投資を支える中核的なソリューションが、生活者にとって必ずしも分かりやすく整理されておらず、ターゲットデットファンド (TDF) やバランス型ファンドなどの役割や特徴、選び方も十分に浸透しているとはいえない。米国の 401(k)等における QDIA¹⁶、英国の NEST¹⁷、豪州の MySuper¹⁸では、生活者が迷いにくいデフォルトファンドの考え方が制度・商品設計に組み込まれているが、我が国では、こうした中核ソリューションの位置づけや活用方法がなお十分に共有されているとはいえない。例えば、日本では指定運用方法を採用している企業型 DC (43.0%) のうち、ターゲットイヤー型を採用しているプランは 23.2%にとどまり、米国との比較において低位な状況である¹⁹。

また、知識・経験や保有資産の多寡にかかわらず、生活者が自ら複雑な判断を行わなくても、機関投資家と同様に高度な資産配分や分散投資の知見が組み込まれた商品・サービスを通じて、資産形成の早い段階からその恩恵を受けられる環境も十分とはいえない。さらに、

¹⁴ アセットマネジメント One 未来をはぐくむ研究所 「老後資産形成に対する 5 カ国調査を踏まえた日本の課題および「長期ラボ 2025 参加企業の従業員に対するアンケート調査」による示唆」(資産形成を社会実装するための長期研究チーム (第 2 期) 研究報告書より) <https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/R08-02.pdf>

¹⁵ 日本証券業協会「新 NISA 開始後の利用動向に関する調査報告書」2026 年 5 月

¹⁶ QDIA (Qualified Default Investment Alternative) とは、米国 ERISA 規則 (29 C.F.R. § 2550.404c-5) に基づき、加入者又は受益者が運用指図を行わない場合に備えて設定される適格なデフォルト投資選択肢をいう。代表例として、ターゲット・デット型、バランス型、マネーゾ・アカウント型が挙げられる。

¹⁷ NEST (National Employment Savings Trust) とは、英国 Pensions Act 2008 に基づき設立された職域年金スキームであり、Nest Corporation が受託者として運営する。非営利ベースで運営され、自動加入制度に対応する受け皿として、すべての雇用主が利用できる制度である。

¹⁸ MySuper とは、豪州 Superannuation Industry (Supervision) Act 1993 に基づき、APRA の認可を受けて提供されるデフォルト拠出向けのスーパーアニュエーション商品 (MySuper product) をいう。制度趣旨は、デフォルト加入者向けに、シンプルで費用対効果の高い商品を提供する点にある。

¹⁹ Investment Company Institute (ICI), The Untapped Potential of Target Date Funds in Japanese Retirement Accounts (2025) (2022 年 12 月末時点)。企業年金連合会「2024 (令和 6) 年度企業型確定拠出年金実態調査結果」(回答基準日は 2024 年 4 月 1 日から 2025 年 3 月 31 日までの間の企業型 DC の事業年度終了の日)

生活者の資産運用に対するニーズが多様化・高度化する中で、より幅広い資産クラスや運用手法への関心を、制度面や商品・サービス提供者の側で十分に受け止められているとはいえない。

他方、資産活用期においては、資産を取り崩しながら運用を継続する考え方や、公的年金・退職給付等も踏まえた受け取り・取り崩しの選択肢が、十分整理・提供されているとはいえない。さらに、自らに合った方針を検討するための商品・サービスや相談の導線も、アクセスしやすい形で十分に可視化されているとはいえない。今後は、金融事業者等をはじめとする関係主体において、資産形成期・資産活用期を通じて、生活者がそれぞれの段階に応じた手段を選び、活用しやすい環境を整えていくことが重要である。

3. 課題の解決に向けた取組・施策・方向性

(1) 基本的な考え方

本分科会では、金融リテラシー向上を資産形成浸透の中核に据えることを前提とし、その効果が家計管理、生活設計、金融トラブルの回避等にも及ぶことを踏まえ、教育、見える化、制度アクセス、伴走支援、商品・インフラ整備を相互補完的に組み合わせるべきであるとの認識を共有した。

すなわち、教育を強化しつつ、生活者が「気づきやすく」「始めやすく」「続けやすく」「活かしやすい」環境を並行して整備することが必要である。

提言1：「金融健康診断」の実装とアクセスの改善 — 気づきやすく、始めやすい環境

第一の提言は、生活者が定期的に自らの家計・資産形成・年金見込みを点検できる「金融健康診断²⁰」と、その結果を必要に応じた家計改善、生活設計の見直し、制度利用、資産運用・資産形成の開始等の行動につなげるアクセス環境の整備である。健康診断が生活習慣の見直しの契機となるように、金融においても、学校、就職時、職域、地域、ライフイベント時などの節目に、簡便に状況を見える化する仕組みを設け、現状に「気づく」ことが重要である。ここで重視すべきは、精緻な計算を求めるのではなく、まず「自分ごと化」し、必要な教育・相談・制度利用へと自然につながるきっかけをつくることである。既存の教育・相談基盤や公的年金シミュレーター等とも接続しながら、生活者が無理なく次の行動に進める構造を整えるべきである。

とりわけ職域は、幅広い生活者に接点を持ち得る実装の場である。同時に、事業主にとっても、従業員のファイナンシャル・ウェルビーイング支援は、人的資本経営の観点から有意義な取組と言える。これらを踏まえ、事業主が従業員に対し、金融健康診断の機会を提供することについて、関係者が取り組む姿勢を持つことが有効と考えられる。あわせて、その実

²⁰ 「金融健康診断」とは、家計収支、公的年金・退職給付の見込み、保有資産、資産形成の進捗等を、定期的かつ簡便に点検する取組を指す。本提言における用語であり、特定の制度名・商品名を意味するものではない。診断の目的は、特定商品の勧誘ではなく、生活者が自らの状況を把握し、必要に応じて教育・相談・制度利用につながる契機をつくることにある。

施主体については、必ずしも金融事業者等に限られず、事業主、教育機関、地域の支援主体、公的・中立的な相談基盤、デジタルツールの提供主体等、多様な担い手を想定し得る。

また、金融健康診断は、単に気づきを与えるだけでなく、必要に応じて「始める」行動に直結する導線として設計されるべきである。すなわち、診断後には、生活者が必要に応じて、企業型 DC・iDeCo・NISA での積立運用に速やかに移れるよう、加入可否の確認、申込み、拠出設定、商品選択、初回買付までを、できる限り一気通貫で行えるようにすることが重要である。特に NISA については、口座開設自体をゴールとせず、初回買付や積立設定までを含めた「口座稼働」を後押しする工夫が求められる。職域・地域の双方から、生活者が「気づいたら、すぐ始められる」導線が整えられることが求められる。

提言 2：「かかりつけ医」型伴走支援の標準化 ― 続けやすい環境

第二の提言は、必要な時に相談でき、見直しにつながる「かかりつけ医」型伴走支援²¹を標準化することである。資産運用・資産形成は、始める時だけでなく、相場下落時、家族構成の変化時、退職前後など、人生の節目で判断を要する。こうした局面で、生活者が自ら調べ続けなければ前に進めない仕組みでは、裾野の拡大と定着には限界がある。したがって、地域・職域・デジタル等を通じて、必要な時に相談できる導線を平時から組み込んでおくことが重要である。

継続的な相談・支援の担い手は、金融事業者等を中心に、事業会社の福利厚生制度の担当部署、FP 等、公的機関等による中立的な相談基盤、デジタルを活用したサービス等、多様であり得る。重要なのは、生活者が「どこに相談すればよいか」を分かりやすく把握でき、必要に応じて適切な主体につながる導線を整えることである。

また、勉強会では、米国では金融機関のみならず、運用支援プラットフォームや外部運用機能（TAMP、OCIO など²²）等が一体となり、継続的な助言を支える仕組みが形成されていることが共有された。日本で直ちに同一モデルを導入することは難しいとしても、生活者が相談の入口にたどり着きやすく、信頼できる相談先が分かりやすく示され、必要に応じて継続的なフォローを受けられる体制を、持続可能な形で整えていくことが重要である。

相談・支援を拡大するに当たっては、生活者が安心して利用できるよう、質・中立性・継続性に加え、役割分担や利益相反の分かりやすい説明をどのように確保するかが重要である。このため、金融事業者等を含む多様な担い手の特性を活かしながら、相談の在り方や運営に関する基本的な考え方を整理し、生活者にとって分かりやすく信頼しやすい支援環境を整えていくことが望ましい。特に、商品提供・販売を担う主体と、中立的な情報提供や初期相談を担う主体については、それぞれの役割や立場が生活者に分かりやすく示されること

²¹ 「かかりつけ医型伴走支援」とは、必要な時に相談でき、見直しや行動変容につながる継続的な相談・支援体制を、分かりやすく表現するための比喩である。医療行為になぞらえる趣旨ではなく、金融事業者等、事業会社の福利厚生、公的機関等による中立的な相談基盤、デジタルツール等を含む広い支援概念として用いている。

²² TAMP（Turnkey Asset Management Program）とは、SMA やファンドラップ等の投資一任サービスを証券業者や独立系アドバイザーに提供する専業業者を指す。OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）とは、投資助言・代理業又は投資運用業の登録を受け、ポートフォリオの包括的な運用又は助言を行うサービスを指す。

が望ましい。民間による相談支援の設計においては、中立・公正性及び質の確保と、事業としての収益性の両立を模索することが望まれる。また、制度利用の開始前後に不安を抱える層に対しても、利用開始や継続を後押しする相談・フォローの導線を整えていくことが重要である。近年では事業会社が費用を負担する形で中立的な相談機会を提供する取組も見られ、参考事例として共有すること等も考えられる²³。

²³ 本分科会では、人的資本経営・ファイナンシャル・ウェルビーイングを推進する取組として、日本電気株式会社(NEC)および同社の子会社である株式会社 Painter が独立系ファイナンシャルアドバイザー (IFA) を活用して職域向けに提供する福利厚生型の金融教育・相談サービス「Shines」を紹介いただいた。

提言 3：ソリューション・インフラの多様化・高度化 ― 活かしやすい環境

第三の提言は、資産形成期から資産活用期までを通じて、生活者が「始めやすく、続けやすく、活かしやすい」ソリューションと、それを支える制度・運営インフラを高度化することである。

① 提言 3 の具体策 1ーデフォルト設計と商品選択支援

海外では、米国の QDIA²⁴、英国の NEST²⁵、豪州の MySuper²⁶にみられるように、生活者が迷いにくいデフォルトファンドを整え、その品質管理と情報開示を強化し、退職後も見据えたソリューションの整備を進めてきた。金融庁の 2026 年プログレスレポートでは、企業型 DC において、「元本確保型商品のみで運用する者」の割合が相対的に低い運営管理機関では、商品入替の必要性やメリットを具体的に説明し、指定運用方法に投資信託（TDF やバランス型ファンド）を選定することを事業主に提案している事例が示されている。今後は、指定運用方法を単なる「未指図時の受け皿」としてではなく、長期資産形成を支える積極的な選択導線として位置づけ直す方向で検討を深めるべきである。

② 提言 3 の具体策 2ー資産形成期のソリューション高度化と選択肢の拡大

資産形成期においては、単に商品数を増やすのではなく、生活者が機関投資家と同様に高度な資産配分や分散投資にアクセスできるよう、中核ソリューションの質を高めることが重要である。TDF やバランス型ファンド、モデルポートフォリオ、ファンドラップ等について、より広いアセットクラスを活用した設計、ライフステージに応じた見直し、コスト水準の適正化、提供価値の明確化、商品内容・リスク・役割に関する説明の分かりやすさの向上を進めるべきである。

その際、プライベートアセットを含む非上場・低流動資産については、個人が単独で選別する形ではなく、十分な分散、厳格な流動性管理、価格評価、情報開示、利益相反管理、商品ガバナンスを備えた器の中で、段階的に組み込む方向で検討することが適切である。

米国では、TDF が 401(k)の中核的な運用選択肢として広く活用されており、オルタナティブ資産（プライベートエクイティ等）についても、TDF やバランス型ファンド等の分散

²⁴ 米国では、401(k)等に自動加入の仕組みを設けることができ、QDIA の枠組みの下で、TDF、バランス型ファンド、プロフェッショナル・マネージド・アカウント等がデフォルト投資先として位置づけられている。米国労働省は、TDF が自動的に資産配分を調整する長期投資戦略であり、多くのプランスポンサーが QDIA として採用していると説明している。近年は、生涯所得機能を伴う設計についても QDIA 該当性が示されている。

²⁵ 英国では、雇用主に一定の従業員を職域年金へ自動加入させる義務が課されている。NEST は自動加入対応の受け皿制度として拡大し、2026 年 3 月末時点で 1,400 万人の加入者と 629 億ポンドの純資産を有し、約 97%の加入者がデフォルト戦略に留まっている。英国政府の Pensions Investment Review は、DC スキームがベンチャーキャピタル、インフラ、不動産、プライベートクレジット等を含むより幅広い資産クラスへ投資できるよう制度整備を進めており、Mansion House Accord では主要 DC プロバイダーが主力デフォルトファンドの 10%をプライベート市場へ配分することを約している。加えて、FCA は長期・低流動資産に投資するための LTAF 制度を整備している。

²⁶ 豪州では、スーパーアニュエーション制度のもとで、2026 年 3 月末時点の総資産は 4.4 兆豪ドル規模となっており、拠出率も 12%へ引き上げられている。MySuper は、デフォルト加入者向けのシンプルでコスト効率的、比較可能な商品として位置づけられている。また、2026 年 2 月には、退職後の資産活用についても資産形成期と並ぶ重要課題として位置づけ、退職フェーズの報告枠組みとベストプラクティス原則が公表されている。

された資産配分ファンドの一部として組み入れることを念頭に、制度的整理や商品設計上の取組が進められている。英国では、DC スキームによる幅広い資産クラスへの投資を後押しする改革が進められており、LTAF は長期・低流動資産へのアクセス手段として整備されている。NEST でも、加入者の大半が利用するデフォルトファンドにおいて、こうした資産を組み入れた分散投資が進められている。豪州では、MySuper を軸に、シンプルで比較可能なデフォルトファンドを基盤としつつ、商品ダッシュボードや比較ツール等を通じた透明性向上が図られている。

日本でも、生活者の利益に資する観点から、適切な商品ガバナンス、情報開示、流動性管理等を確保しつつ、こうした方向性を応用する余地がある。

③ 提言 3 の具体策 3－資産活用期への橋渡しとなるソリューション開発

資産活用期に向けては、受け取り・取り崩しに適した商品・サービスの開発、資産を取り崩しつつ運用を継続できる仕組み、公的年金や保険との連携、個別事情に応じた助言体制の整備が必要である。もっとも、ここで重要なのは、資産活用期だけを個別論として扱うのではなく、資産形成期から、将来それをどのように受け取り、取り崩し、生活に活かしていくかを視野に入れることである。そのうえで、商品設計に加え、必要な情報提供、相談支援、選択支援を適切なタイミングで届ける仕組みまで含めて発想を広げるべきである。

米国では、例えば TDF 等の運用設計に、将来一定額を継続的に受け取る仕組みなどの「生涯所得機能」を組み込む場合の制度上の取扱いが示されている²⁷。英国の NEST でも、退職後の引き出しに対応する仕組みの整備が進められている²⁸。豪州では、資産形成期だけでなく退職後についても制度・商品面の整備を重視し、加入者の状況を踏まえた情報提供や案内、退職期が近づく加入者に必要な選択肢を分かりやすく示す取組に関する原則が示されている²⁹。

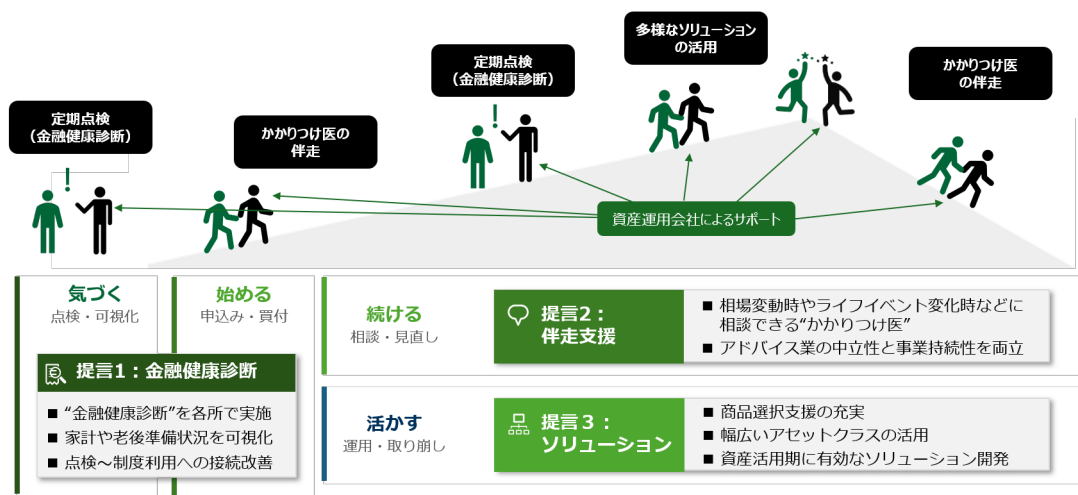
日本でも、資産形成期と資産活用期を分断しないソリューション開発を進めるとともに、こうしたソリューションを、金融事業者等、事業主その他の支援主体が、デジタルツールも活用しながら、どのタイミングで、どのような情報提供・助言・選択支援を通じて生活者に届けていくのかについて、今後、検討を深めていくべきである。

²⁷ 米労働省（DOL）Advisory Opinion 2025-04A 参照。QDIA 規則における TDF、バランス型ファンド、マネージド・アカウント等の整理を前提に、退職後の所得確保を企図する設計との関係が論点化されている。あわせて、ERISA Advisory Council, “Qualified Default Investment Alternatives – Start to Finish, Default to Payout” (2024) 参照。

²⁸ Nest Corporation, “Order and rules” 参照。NEST Rules は 2026 年 8 月 31 日改正により、flexi-access drawdown 及び関連する退職・死亡給付に関する枠組みを反映している。

²⁹ Australian Treasury, “Best practice principles for superannuation retirement income solutions” (23 February 2026) 参照。会員理解、商品・設定の構築、情報提供・エンゲージメント、会員区分に応じたソリューション提示、継続的改善等の原則が示されている。あわせて、Treasury Ministers, “Strengthening the retirement phase of superannuation” (23 February 2026) 参照。

誰もが気づき、始め、続け、活かせる仕組み（イメージ）



(2) 官民連携による実装 — 資産運用会社が自ら果たすべき役割

以上の提言を実装していくに当たっては、官民の関係者が、それぞれの立場と専門性を生かしながら連携し、生活者に実際に届く仕組みを形にしていくことが重要である。とりわけ資産運用会社は、生活者が必要な情報・支援にアクセスし、資産形成・資産活用に取り組みやすい環境づくりに主体的に関与するとともに、その専門性をいかに発揮し、中核を自ら担うべきである。資産運用会社は「初めての人でも取り組みやすく、考えた人はより良い選択ができる」環境を自らつくる主体として、企業型 DC、iDeCo、NISA 等で活用しやすい、シンプルで分かりやすく、長期・分散投資に資する中核ソリューションの整備・高度化を進める必要がある。特に、TDF やバランス型ファンド等については、指定運用方法も含めた活用を視野に、商品設計、品質管理、説明の分かりやすさの向上を通じて、その普及を主体的に後押ししていくべきである。

また、資産運用会社は、商品を提供するだけでなく、事業会社、金融事業者等、公的機関等による中立的な教育・相談基盤等と連携し、生活者に一貫したメッセージ、見える化ツール、教育コンテンツなど、継続的な情報提供を自ら発信・提供していく役割を担う。中小企業の従業員を含め、これまで制度への接点を持ちにくかった層に対しても、職域や地域の導線を通じて資産形成へのアクセスを広げる取組に、業界として主体的に関与していくことが重要である。

4. 終わりに

本分科会の議論を通じて、資産運用・資産形成の浸透は、商品や制度を増やすだけでは実現しないことが改めて確認された。必要なのは、金融リテラシー向上を中核に据えつつ、そ

れが家計管理や生活設計の改善にもつながることを踏まえ、「気づける仕組み」「始めやすい制度」「続けられる伴走支援」「活かせるソリューション」を、教育・制度・伴走支援・インフラの各面から一体的に整えることである。

金融庁による資産運用サービス高度化の取組、J-FLEC による教育・相談インフラの整備、厚生労働省による企業年金の見える化や DC 制度の運用改善の検討など、環境整備はすでに前に進み始めている。今後は、金融事業者等、規制当局、事業会社、教育機関等が、それぞれの強みを持ち寄り、実装可能なかたちで連携していくことが重要である。

本分科会が目指すのは、「自分で調べられる人だけが前に進める仕組み」から、「誰もが気づき、始め、続け、活かせる仕組み」への転換である。本提言が、我が国における資産形成・資産活用の標準装備を再設計し、生活者のファイナンシャル・ウェルビーイングと、日本の金融資本市場の持続的な発展の双方に資する出発点となることを期待したい³⁰。

以 上

³⁰ 野村資本市場研究所主席研究員の野村亜紀子氏及び明治大学専門職大学院グローバル・ビジネス研究科専任教授の沼田優子氏には、本分科会の議論に当たり、多くの貴重なご助言を賜った。ここに記して深く感謝申し上げる。