

概説：アセットオーナー・プリンシプル

内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 鈴木善計

1. はじめに

昨年12月に策定された資産運用立国実現プランでは、大きな柱の1つとしてアセットオーナーシップの改革が掲げられ、アセットオーナー共通の原則であるアセットオーナー・プリンシプルの策定や企業年金の改革に取り組むとされた。企業年金の改革のうち、確定給付企業年金（DB）については運用力の向上や企業年金連合会が実施している共同運用事業の発展、情報の見える化などが、企業型確定拠出年金（DC）については運用の方法の適切な選択に向けた取り組みや情報の見える化などが盛り込まれた。

アセットオーナー・プリンシプルについては、6月3日、内閣官房の下に設けられた「アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会」での議論を経て案が示された。今後、実施中のパブリックコメントを経て、8月下旬から9月上旬の最終化を目指していく。

本稿では、このアセットオーナー・プリンシプルの意義、5つの原則とそれぞれの補充原則を（本誌の主たる購読者である）企業年金の視点も踏まえながら概説する。なお、本プリンシプルでは、アセットオーナーの例として「企業年金」を挙げているが、それは受益者が存在するDB及び厚生年金基金を想定したものであり、従業員自らが運用するDCについては本プリンシプルの対象とは考えていない。本稿でも「企業年金」と記載しているものはDBを念頭に置いている。

2. アセットオーナー・プリンシプルの意義

アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドの他、例えば資産運用を行う学校法人など幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々である。

こうした点に鑑み、アセットオーナーが取るべき行動について詳細に規定する細則主義（ルールベース・アプローチ）ではなく、アセットオーナ

ーがそれぞれの置かれた状況に応じて受益者等に適切な運用の成果をもたらすことができるよう、より良い運営に向けて自主的な取り組みを促す原則主義（プリンシプルベース・アプローチ）を採用している。

その上で、本プリンシプルを受け入れる場合でも、全ての原則を一律に実施しなければならないわけではなく、原則ごとに、それを実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するかを選択する「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用している。つまり、自らの個別事情に照らしてコンプライ（実施）することが適切でないと考える項目があれば、エクスプレイン（説明）をしていただくというものである。なお、「必要な場合には」や「考えられる」といった記載については、各アセットオーナーにおいて検討の上、要否を判断いただきたいと考えており、仮に実施しない場合でもこれらの記述のある原則をコンプライとすることを妨げるものではない。

前文の「背景及び目的」では、本プリンシプルの意義として「受益者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、（中略）、このプリンシプルを活用していくことが期待される。」と記載している。企業年金については、確定給付企業年金法（DB法）において加入者等のための忠実義務が規定されており、概ねアセットオーナー・プリンシプルの精神に沿った運用等が行われていると考えられる。その上で、企業年金において、本プリンシプルを受け入れることで、加入者等を含むステークホルダーに対して目的達成に向けたより良い取り組みを主体的に行っていくことを発信し、適切な運用への信頼を確保していく形で、加入者等の利益につなげていただくことを期待している。

なお、同プリンシプルにおける「受益者等」が誰であるかは、アセットオーナーごとに判断すべき事項であるが、一般に、企業年金の場合は、DB

法規定の加入者等(加入者及び加入者であった者)が該当すると考えられる。

3. 企業年金の視点から見た5つの原則について

アセットオーナー・プリンシプルを構成する5つの原則と補充原則について、原則ごとに概説する。

〈原則1〉運用目的と運用目標・運用方針

運用目的を達成するために、十分な専門的知見に基づき意思決定を行うことができる組織体制の下で運用目標及び運用方針を定め、必要に応じて適切に見直すべきとしている。

企業年金については、DB法の施行令において受託保証型DBを除く全ての企業年金が「運用の基本方針」を策定するよう規定され、DB法の施行規則において運用目的、運用目標、資産構成割合等を同方針に定めることとされている。

企業年金の運用目的は、加入者等の受給権保護であり、多くの企業年金においては、運用目標は掛け金負担に影響する予定利率等との兼ね合いで決定されている。また、政策的資産構成割合においても、ALM(資産・負債の総合管理)分析等の合理的手法により定めなければならないことが厚生労働省の「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて(通知)」に示されている。さらに、DB法の施行令では、資産規模100億円以上のDBには資産運

用委員会の設置が義務付けられている。

そのため、法令等に従った運営がなされていれば、原則1の内容を実施している企業年金が多いと考えられるが、環境変化にかかわらず見直しが必要とされないなど形骸化していないか、運用目的に沿った運用が実質的に行われているかといった視点も重要となる。なお、企業年金は長期にわたる制度運営が前提であるため、その間に環境変化があることも考えられるが、その際に、加入者と加入者であった者との公平性を考慮した対応(例えば、継続的なインフレ環境下で加入者であった者の給付水準も引き上げる対応など)についても、労使の議論の中で検討されていくことも期待される。

〈原則2〉体制整備と外部知見の活用

適切な資産運用を行うに当たって、必要な人材確保などの体制整備を行い、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべきとしている。

企業年金においては、ガイドライン等に、運用責任者の自己研さんの努力義務や外部運用コンサルタント等の利用について記載されている。企業年金では、運用に従事する担当者は母体企業の人事戦略の下で決められており、他業務と兼務しているケースも少なくないと言われる。本プリンシプルにおいて、こうした人事運用を直ちに否定するものではないが、整備された体制を最大限機能させ、加入者等に利益をもたらすことができる持

アセットオーナー・プリンシプル案の概要

- 〈原則1〉アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという運用目的を定め、適切な手続に基づく意思決定の下、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定めるべきである。また、これらは状況変化に応じて適切に見直すべきである。
- 〈原則2〉受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて専門的知見に基づいて行動することが求められる。そこで、アセットオーナーは、原則1の運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制を適切に機能させるとともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべきである。
- 〈原則3〉アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行うほか、投資先の分散をはじめとするリスク管理を適切に行うべきである。特に、運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を選定するとともに、定期的な見直しを行うべきである。
- 〈原則4〉アセットオーナーは、ステークホルダーへの説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供(「見える化」)を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべきである。
- 〈原則5〉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。

統的な運営を行うためには、計画的な人員配置や知見を補うための外部の活用が期待される。

中小規模の企業年金においては、多額の費用をかけづらいといった事情もあると考えられるが、その場合、企業年金連合会による研修や共同運用事業の活用、また、外部知見についても運用コンサルタントに限らず制度面も熟知した総幹事等の活用も考えられる。直ちにアセットオーナー・プリンシプルに記載されている人材確保、外部知見の活用について新たな取り組みを行うことが難しい場合でも、企業年金の運用における人材育成・確保の重要性を母体企業と共有することで、担当者の配置に関わる人事戦略等を点検するきっかけとして本プリンシプルを活用することも考えられる。

〈原則3〉運用方法の選択

アセットオーナーは、受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行い、投資先の分散等のリスク管理を適切に行うべきとしている。

多くの企業年金においては、金融機関等へ運用を委託しているが、総幹事を含めた運用委託先を定期的に評価し、必要に応じて運用力次第で委託先を見直すことは、加入者等に直接的に利益をもたらすのみでなく、委託先が互いに競い合い、より良い多様な運用戦略や金融商品を開発・提供していくことにつながることで、間接的に加入者等の利益になることも期待される。企業年金については、DB法において忠実義務、DB法の施行令において分散投資義務、ガイドラインにおいて利益相反行為の禁止が規定されているが、母体企業との取引関係（株主や借入先等）を優先するなどして運用委託先を選定することがないよう、改めて母体企業を含めて認識を共有するきっかけとして本プリンシプルを活用いただきたい。

また、「資産運用立国実現プラン」において、日本版EMP（エマージング・マネジャーズ・プログラム）が取りまとめられた。新興運用業者のエントリーリストが金融庁のホームページで紹介される他、大手の資産運用会社が新興運用業者向けに出資するなどの取り組みを公表している。企業年金においても、運用委託先などを通じた投資において、信託銀行等や外部コンサル等の力も借りな

がら、より広い投資ユニバースの中から投資対象を選定することが加入者等の利益につながると考えられる。なお、ここでは、新興運用業者へ委託することが求められているのではなく、例えば業歴のみで投資先から排除するのではなく、運用者の能力等を踏まえて、加入者等の利益を最大化するために必要な最適な運用方法を検討すべきという趣旨で記載している。

〈原則4〉運用の「見える化」

ステークホルダーへの説明責任を果たすため運用状況についての情報提供（「見える化」）をすべきとしている。

企業年金においては、DB法に運用実績を含む業務概況の周知義務が規定されている。これに加え、足元では社会保障審議会企業年金・個人年金部会において、厚生労働省が情報を集約し公表する形で、他社と比較できる情報の見える化が検討されている。加入者にとっての見える化が重要であり、広く一般に情報開示する必要はないとの声も聞こえる。しかし、労使自治が適切にワークしていくには、加入者等が最適な運用がなされているかを判断できるよう、自身の企業年金の情報だけではなく、他の企業年金との相対比較や将来の加入者候補も含めた一般へ分かりやすい開示を行うことも有用と考えられる。また、企業年金にとってのステークホルダーは、加入者等以外にも、母体企業、株主等が想定され得るが、運用成果の影響を受ける又は与える関係者は企業年金ごとに異なり得るため、個々のアセットオーナーにおいては情報提供する対象を自ら検討することが適当である。

〈原則5〉投資先企業の持続的成長

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としている。

企業年金については、ガイドラインにおいて、運用受託機関の選任に当たって、運用受託機関の日本版スチュワードシップ・コード（SSコード）の受け入れや取り組みの状況、ESG（環境・社会・企業統治）に対する取り組みの考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましいと示さ

れている。企業年金は、自ら又は運用委託先の行動を通じて、企業価値の中長期的向上を図り、これが加入者等の利益に資するべく、責任ある機関投資家としての役割が期待されている。今後とも、企業年金において、SSコードの受け入れ表明が広がっていくことが期待される。なお、同原則は必ずしもアセットオーナー自らが直接エンゲージメントや運用委託先へモニタリングを行うことまで求めているわけではなく、例えば企業年金連合会が提案している協働してモニタリングする活動に参加することも有効な選択肢である。

サステナビリティについては、ステークホルダーの考えによって、対応すべきか否か、またどういった取り組みを行うのかが異なる性質のものと考えている。企業年金について言えば、同原則で例示されているサステナビリティ投資方針の策定やPRI（責任投資原則）についても、受益者からの発意があるかどうかや、母体企業のサステナビリティに関する方針、株主の意向等を踏まえ、実施の有無・程度等について検討を行うことが考えられる。

4. 企業年金への期待

企業年金においては、DB法やガイドライン等にて、本プリンシプルで示した原則の多くが既に規定されている。そのため、目新しい事項はなく、従前の運営を継続すれば、本プリンシプルを容易に充足していると受け止められる企業年金もあるかもしれない。これは間違いではないが、法令等に従って形式的に体制だけを整備しても、実態が伴わず、趣旨・精神を踏まえて適切に機能させていなければ加入者等の最善の利益の追求は達成されない。重要なことは、企業年金に携わる関係者・ステークホルダーで協議を重ね、互いに認識を共有した上で自らの規模や体制等を踏まえたアセットオーナーとしての方針を固め、それに従って運営していくことである。アセットオーナー・プリンシプルの受け入れによって、しっかりと運営・運用を行っていることを対外的に表明できるという点で、受け入れの意義があるものと考えられる。

企業年金の資産運用残高は制度ごとに見ると小さいかもしれないが、約1万2000の制度の資産運用残高を合計すると約70兆円となっており、高齢

期の生活資金を支える重要な役割を担っている。そのため、その1つ1つの企業年金が運用力を高め、委託先金融機関等を厳しい目で見極めることは、委託先金融機関等の運用力向上につながり、結果として、我が国企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を通じて、加入者等へ適切な運用の成果をもたらすことにもつながっていく、そういったことがインベストメントチェーンにおける企業年金の役割として期待される。

5. おわりに

多くの企業年金が、受給権保護を最優先に考え、健全な財政状況を維持されているのは、企業年金に従事する関係者の様々な工夫と多年にわたる不断の努力の積み重ねの成果であると敬意を表したい。

企業年金の中には、持続可能な制度にするための制度変更やマイナス金利の影響等による給付利率低下により、給付水準が趨勢的に引き下げられてきた先も存在すると考えられる。一方、新しい資本主義の下、従来「コスト」と認識されてきた賃上げと設備投資を「未来への投資」と再認識し、人への投資や国内投資の促進が展開され、30年ぶりとなる高い賃上げが実現するなど、前向きな取り組みが確実に動き始めている。こうした環境下、厳しい人材市場において優位に立てるよう、企業年金においても給付改善を実現する事例も生まれ始めている。

なお、給付改善に際しては、その原資の確保に当たって、剰余の活用、母体企業が拠出する掛金増額、運用方法の見直しによる運用収益の向上（期待運用リターンの引き上げ）等、様々な選択肢が考えられる。仮に、期待運用リターンを引き上げる選択をするのであれば、それに見合った運用力を備えることが求められるだろう。企業年金が引き続き、公的年金の給付と相まって国民の生活の安定と福祉の向上に寄与し、高齢期により豊かな生活を送るための重要な制度であり続けるために、本プリンシプルが広く定着していくことを期待する。

2007年に財務省入省。金融庁の各課室（信用制度参事官室、企画課調査室、市場課、フィンテックモニタリング室、リスク分析総括課等）を経て、23年10月より現職。