

アセットオーナー・プリンシプルの意義と活用の要点

運用の高度化に向けた体制整備の早期検討が重要

内閣官房 新しい資本主義実現会議事務局 次長
金融庁総合政策局 政策立案総括審議官
堀本 善雄

昨年12月に策定された資産運用立国実現プランでは、大きな柱の一つとしてアセットオーナーシップの改革が掲げられている。その中で、アセットオーナー全般について、資産運用の高度化に向けた共通原則を示すべきとの意見があった。そこで、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」で議論を重ね、パブリックコメントを経て、8月28日に「アセットオーナー・プリンシプル」(AOP)というかたちで最終化された。本稿では、AOP の意義、五つの原則とそれぞれの補充原則について、確定給付企業年金(DB)に関する留意点なども含めて概説する。

アセットオーナー向けのプリンシプルの意義

まず、企業年金をはじめとする多くのアセットオーナーが健全な運営状況を維持できているのは、運用に従事する関係者のさまざまな工夫と、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。その上で、日本経済は20年間のデフレからようやく脱却しつつあり、インフレの可能性を意識する市場状況になってきているなど、資産運用を取り巻く環境は大きく変化しつつある。従って、各アセットオーナーの資産の実質的な価値を毀損しない運用が重要になる。

一方で、さらなる運用リスクを伴うことも考えられ、専門的な運用体制の確立とステークホルダーに対する透明性の確保が欠かせない。こうした状況を背景に、アセットオーナー・プリンシプルが検討された。

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、大学ファンドのほか、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さまざまである。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、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求められる。そのため、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、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)が採用されている。

本プリンシプルを受け入れる場合、すべての原則を一律に実施しなければならないわけではない。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」の手法を採っている。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)が必要になる。

なお、各原則の中には「必要な場合には」や「考えられる」といった文言が記載されていることもある。こうした記載の意味は、実施の必要性等を検討した上で実施しなくとも、「～すべき」とされている部分さえ実施すれば、当該原則を実施したことになるということだ。例えば、原則3に関連して次のような記載がある。

「アセットオーナーは、運用目的に照らして、運用対象資産の分散、投資時期の分散や流動性等を考慮して、運用方法を選択し、運用資産の分別管理のほか、適切なリスク管理を実施すべきである。その際、アセットオーナーの規模や運用資金の性格に照らして、必要があれば、VaR 等の定量的なリスク指標も踏まえながら、ストレステスト等も活用して経済・金融環境の変化に備えることも考えられる」

この場合、運用資産の管理に関連して、すべてのアセットオーナーがVaRなどの定量的なリスク指標も踏まえながらストレステストを行うことを求めている。アセットオーナーの規模や特性に応じて、そうしたリスク管理が必要か否かを検討し、結果として実施しなくとも、適切なリスク管理を行っていれば原則3を実施したことになる。

プリンシプルを構成する五つの原則

以下では、アセットオーナー・プリンシプルの五つの原則について、それぞれ概説する。

●原則1 運用目的に即した運用方針の決定等

原則1は、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および運用方針を定め、必要に応じて適切に見直すべきとしている。すでに述べたように、今後は金融市場が大きく変動する可能性があり、受益者本位の運用を確立するためには、専門的でしっかりした運用体制の整備が不可欠である。

この点で企業年金について見ると、すでに確定給付企業年金(DB)法施行令において受託保証型 DB を除くすべての企業年金が「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る。

また、政策的資産構成割合においても、ALM 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、確定給付企業年金法施行令では、資産規模 100 億円以上の DB には、資産運用委員会の設

置も義務付けられている。

そのため、一定の企業年金については、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のではないかと想定される。ただし、こうした企業年金でも、原則1の受け入れに当たって、環境変化にかかわらず見直しがな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から検証することが求められる。

●原則2 適切な資産運用のための体制整備

原則2は、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進め、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。例えば、規模の小さいアセットオーナーでは、年金支給等他業務と兼務しているケースも少なくない。

AOPは、こうした人事運用を直ちに否定するものではないが、持続的な体制を目指すためには、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。本原則の受け入れの検討を契機として、担当者の配置に関わる人事戦略等を関係者と検討することも考えられる。

ただし、中小規模のアセットオーナーにおいては、こうした人材育成等に費用をかけづらいといった事情も想定される。その場合、企業年金連合会等による研修や共同運用事業の活用も視野に入る。外部知見についても、運用コンサルタントに限らず、利益相反の管理をしっかりと行いつつ、総幹事会社等を活用することも考えられる。

●原則3 運用委託先の適切な選定とリスク管理

原則3では、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。アセットオーナーが運用委託先を定期的に評価し、必要に応じて委託先を見直すことができる体制にすることは、受益者等に直接的に利益をもたらすだけでなく、委託先が互いに競い合い、多様な運用戦略やより良い金融商品を開発・提供していくことにもつながり得る。

また、株主や借入先等影響力のある取引関係先を優先したり、固定的に運用委託先を選定したりすることがないように、関係者と意識共有を図ることも重要である。この意識を共有するために、本プリンシプルを活用することも一案である。

●原則4 運用の「見える化」

原則4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」）をすべきとしている。この点に関連して、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かたちで、他社と比較できる情報の見える化が検討されている。

これについて、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、労使自治が適切に運用されるには、自らの企業年金の情報だけでなく、他の企業年金との相对比较や将来の加入者候補も含めた一般に向けて分かりやすい開示を行うことも有用と考えられる。それにより加入者等が、最適な運用がなされているのかを判断できるようになる。

いずれにせよ、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や株主等が想定され得る。すなわち、アセットオーナーにおいて運用成果の影響を受ける、または与える関係者は大きく異なり得る。従って、情報を提供する対象については、自らが検討することが適当である。

●原則5 アセットオーナーにおけるスチュワードシップ活動等

原則5は、自らまた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。一般論としてアセットオーナーは、その運用の規模や特性に応じた自身の、また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、このこと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る。

同原則は、必ずしも、アセットオーナー自らが直接、投資先企業とエンゲージメント等を行うことまでを求めているわけではない。また、運用委託先におけるエンゲージメントの状況を把握する際にも、例えば、企業年金連合会の枠組みなどを通じた協働モニタリング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り、対応が異なる性質のものと思われる。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や PRI(責任投資原則)において受益者からの発意があるか否かを検証することも視野に入る。また、母体企業のサステナビリティに関する方針や株主の意向などを踏まえつつ、実施の有無や程度などについて検討することも考えられる。

金融機関に求められる役割

これまでに述べてきたように、AOP はアセットオーナーにおける専門的な運用体制の確立と、ステークホルダーに対する透明性の確保に意義がある。こうしたことから、アセットオーナーと取引を行う金融機関においても、非常に大きな役割を積極的に果たすことが期待される。

まず、アセットオーナーが AOP を実行することの意義やその具体的な内容、運用業務に与える影響等について、ステークホルダーがしっかりと理解できるよう、取引金融機関が支援を行うことが期待される。アセットオーナーによっては、プリンシプルベースのアプローチに戸惑うこともあるかもしれない。

その際に、アセットオーナーの担当者のみならず、その背後にある受益者などのステークホルダーも視野に入れつつ、専門家として適切な助言や支援を行うことができ

るようにする必要がある。また、金融機関が真に顧客本位の業務運営に徹することも不可欠だ。例えば、金融機関の受託業務において、他の業務との間で利益相反の状況にないのかなどを厳格に検証しつつ、しっかりと管理や対処を怠らないようにすることが求められる。

運用高度化に向け、第一歩としての AOP

AOP が求める原則は、受益者から運用を委託されたアセットオーナーが、どのような役割や対応を期待されているのかを考える上で、一定の目安になり得る。そうした観点から、インフレや金融市場の大きな変動の可能性がある中では、できるだけ早期にその受け入れについて検討することが望ましい。

他方で、プリンシプルが求める体制整備の中には、人材育成や確保も含め、長期・継続的な取り組みが必要な項目も含まれる。AOP の受け入れを行うか否かの表明は、こうした取り組みについてアセットオーナーが関係者にスタンスを明確にする意味で、資産運用の高度化に向けた重要な第一歩と位置付けられる。

重要なのは、原則を受け入れるか否かという結論そのものではない。各アセットオーナーが、適切な資産運用に向けてどのような取り組みが必要なのかを、金融市場等の状況を踏まえつつタイムリーに検討し、関係者と対話を継続していける体制を整備することである。そうした長期的継続的な取り組みとして、関係省庁と連携し、AOP の浸透を図っていきたい。

(本稿では、アセットオーナーの例として「企業年金」を挙げている箇所があるが、それはあくまでも受益者が存在する DB や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企業型確定拠出年金(DC)については本プリンシプルの対象と考えていない)

ほりもと よしお

90年4月大蔵省入省、93年ハーバード大学留学、08年内閣官房内閣総務官室(内閣総理大臣補佐官付)、同年プロモトリー・フィナンシャル・ジャパン常務取締役および専務取締役、13年金融庁総務企画局参事官(金融モニタリング担当)、15年金融庁監督局銀行第二課長、総務課長などを経て23年から現職。