

「アセットオーナー・プリンシプル」の策定とその概要

今泉宣親 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局 企画官

目次

- I はじめに
- II アセットオーナー・プリンシプル策定に向けた議論
- III アセットオーナーの責任についての考え方
 - 1 基本的な考え方
- IV プリンシプルの位置付け
- V 各原則について
 - 1 原則1について
 - 2 原則2について
 - 3 原則3について
 - 4 原則4について
 - 5 原則5について
- VI プリンシプルの受入れとその意義

I はじめに

政府では、インベストメントチェーン全体を通じたよりよい資金の流れを作り出すことにより、わが国の家計金融資産が安心して投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、さらなる投資や消費につなげ、家計において勤労所得に加えて金融資産所得も増えていく、「成長と分配の好循環」の実現を目指してきた。

具体的には、インベストメントチェーンを構成する各主体に対して、家計や金融機関に対しては「資産所得倍増プラン」¹⁾、企業に対しては「コーポレートガバナンス改革の実質化に向

けたアクション・プログラム」等²⁾を通じて、働きかけを行ってきた。さらに、残されたピースである、アセットオーナーシップおよび資産運用業の改革を含め2023年12月に策定されたのが、「資産運用立国実現プラン」³⁾である。

資産運用立国実現プランにおけるアセットオーナーシップ改革は、①アセットオーナー・プリンシプルの策定と②企業年金の改革の2本柱からなっている。後者については、2025年に予定されている年金制度改正に関する議論の中で詳細が検討されている。本稿では、前者「アセットオーナー・プリンシプル」（以下「プリンシプル」）について概説する。

なお、本稿中、意見にわたる部分は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属するいずれの組織の見解も代表するものではないことにご留意願いたい。

II アセットオーナー・プリンシプル策定に向けた議論

資産運用立国実現プランでは、「アセットオーナーがそれぞれの運用目的・目標を達成し、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の責任を果たす観点から、アセットオーナーに共通して求められる役割がある」として、「アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（アセットオーナー・プリンシプル）を2024年夏目途に策定する」とこととさ

1) 内閣官房新しい資本主義実現会議「資産所得倍増プラン」（2022年11月28日）

2) 金融庁スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」（2023年4月26日）、同「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」（2024年6月7日）

3) 内閣官房新しい資本主義実現会議資産運用立国分科会「資産運用立国実現プラン」（2023年12月13日）

(参考) アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会 構成員一覧 (肩書等は作業部会発足時点)

部会長	神作 裕之	学習院大学大学院法務研究科教授
構成員 (有識者)		
	上田 亮子	京都大学経営管理大学院客員教授
	菅野 暁	東京大学執行役 (CFO)
	玉木 伸介	大妻女子大学短期大学部教授
	野村亜紀子	野村資本市場研究所研究部長
構成員 (関係行政機関)		
	内閣官房新しい資本主義実現本部事務局長代理	
	内閣官房新しい資本主義実現本部事務局次長	
	金融庁総合政策局審議官 (監督局担当)	
	金融庁総合政策局参事官 (企画市場局担当)	
	総務省自治行政局公務員部福利課長	
	財務省主計局給与共済課長	
	文部科学省大臣官房審議官 (研究振興局及び高等教育政策連携担当)	
	文部科学省大臣官房文部科学戦略官	
	文部科学省高等教育局私学部私学行政課私学共済室長	
	厚生労働省大臣官房審議官 (社会、援護、地域共生・自殺対策、人道調査、福祉連携、年金担当)	
	厚生労働省雇用環境・均等局勤労者生活課長	
	中小企業庁事業環境部経営安定対策室長	

れた。

そこで、新しい資本主義実現会議の下で資産運用立国実現プランの議論を行った「資産運用立国分科会」の下部に、「アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会」が設けられ、2024年3月7日から6月3日まで4回にわたり精力的に検討が進められた。案文についてパブリックコメントを実施した上で、8月28日にアセットオーナー・プリンシプルが策定された。

Ⅲ アセットオーナーの責任についての考え方

1 基本的な考え方

アセットオーナーの責任について、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の観点から、作業部会では、受益者を第一に考えて行動することが重要であるといった指摘や、受託者責任的なものとして忠実義務や注意義務のようなものが出発点になるといった指摘がなされた。

その上で、アセットオーナーの責任について

「受託者責任」とすると、法律上の責任のように理解される余地があるが、所管法令によって法律上の責任の有無は区々であるため、受益者等の最善の利益を勘案すべき責務という観点から、プリンシプル前文において、「フィデューシャリー・デューティー」という表現を用いて、「アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任 (フィデューシャリー・デューティー)」と整理されることとなった。

なお、「フィデューシャリー」という言葉については、「受託者」「受託者」等と訳され、信託の受託者を含むが、それよりも広い機能的な概念であり、一般的に言えば「他人のために仕事をする者」とであるとされる。非常に広い意味では医者や弁護士等も含まれ、金融分野では、たとえば金融資産を運用する立場にある者はすべてフィデューシャリーに含まれるとされる⁴⁾。プリンシプルでは、受益者等のために資産を運用するアセットオーナーおよびその資産運用の業務に関わる役職員等についてもフィデューシャリーに該当するという考えに立って

4) 神田秀樹「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」財務省財務総合政策研究所編『フィナンシャル・レビュー』2001年3月号98頁 (2001)

る⁵⁾。

フィデューシャリーは一般にさまざまな義務を負うとされるが、特に、①注意義務、②忠実義務、③自己執行義務（選任・監督義務）、④分別管理義務が中心のかつ最も重要な義務とされ⁶⁾、各原則はこれらの要素を背景に形作られている。

もちろん、プリンシプル自身は法令ではなく、直接の法的拘束力を有するものではないため（プリンシプル前文）、フィデューシャリー「デューティー」という表現を用いたとしても、英米法下と同様の法的義務が生じることを意味しない。

Ⅳ プリンシプルの位置付け

プリンシプルでは、アセットオーナーの範囲について、「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様々である」と、例示しつつも広がりがあり得る形で規定されている（プリンシプル前文）。このようにアセットオーナーの外縁は必ずしも明確になっていないことにかんがみ、アセットオーナーがと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、よりよい運営に向けて自主的な取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、アセットオーナーによってはプリンシプルの一部が必ずしも該当しない場合があることを踏まえ、本プリンシプルを受け入れる場合でも、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」の手法を採用した。

V 各原則について

1 原則1について

原則1では、まず、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るべきこととしている。企業年金のように運用目的が制度上明確なものがある一方で、学校法人のように制度上運用目的が何らか定められているわけではないものもあることから、自身の受益者等が誰であり、ステークホルダーが誰であるかも踏まえつつ⁷⁾、どういったことを実現するために運用を行おうとしているのかを明確にすべきことを冒頭に記載している。

その上で、適切な手続に基づく意思決定の下、運用目標および運用方針を定め、状況変化に応じて適切に見直すべきとしている。特に、現下のように市場金利や物価上昇率に変化がみられる局面においては、単純に資産配分等の運用面だけではなく、アセットオーナーの運用目的に照らして、受益者等のために運用のあり方を見直す必要も生じ得ると考えられる。

2 原則2について

原則2では、まず、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としている。これは注意義務、プルードント・インベスター・ルールを背景に設けられたものである。

5) アセットオーナーの中には、その役職員等について、所管法令により注意義務や忠実義務が課されている場合があり、そのような場合には法的義務を負う（確定給付企業年金法第70条第1項、年金積立金管理運用独立行政法人法第11条等）が、本プリンシプルはそのような義務を負う場合も負わない場合も対象としており、後述のとおりプリンシプル自身は直接の法的拘束力を有しない。

6) 神田・前掲注4）99頁

7) プリンシプルにおける「受益者等」とは、アセットオーナーの資産運用の成果により直接的又は間接的に利益を享受する主体として、各アセットオーナーが位置づける者をいい、「ステークホルダー」とは、受益者等のほか、資金拠出者等（寄附者、出資者、株主等）、その他損益の影響を受ける者等とされ、いずれも各アセットオーナーにより様々であり、それぞれその範囲についてアセットオーナーにおいて検討すべきこととされている（プリンシプル前文脚注）。

また、組織として資産運用やリスク管理に関して知見を備えるために、必要な人材確保などの体制整備を行い、これを適切に機能させるべきとした上で、組織内の知見についての補充・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としている。自らだけでは適切な知見が十分ではない場合には、必要に応じて外部知見の活用や適切な外部委託を通じて、総体として知見を備えることを求めるものとなっている。

なお、補充原則2-1に「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、金融市場やアセットオーナーにおいて資産運用の経験を有する運用担当責任者を設置し、運用担当責任者の権限を明確化するとともに、必要な監督を行うことも考えられる」とある。資産運用の経験を有する運用担当責任者の設置は、アセットオーナー一般に求めるにはハードルが高いものと考えられるが、より高度な取組みとして紹介している。プリンシプルにおけるこのような「必要な場合には」や「考えられる」といった記載は、補充原則2-1と同様のより高度な取組みや、一定のアセットオーナーに当てはまる取組みについて用いており、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アすることを妨げるものではない⁸⁾。

3 原則3について

原則3前段では、自己また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ことが求められるとしている。これは忠実義務を背景に設けられたものである。そして、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とした上で、補充原則3-2において、より詳しく運用対象資産の分散、投資時期の分散、流動性等を考慮した運用方法の選択や、運用資産の分別管理などのリスク管理を行うべきことを記載している。

また、原則3後段では、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べきであるとしている。この点、利益相反管理は、忠実義務を背景としたものであるが、原則3本文および補充原則3-3にある運用委託先の選定に係るもののほか、原則2脚注にある運用担当責任者の選定等の体制整備の場面においても求められている⁹⁾。また、最適な運用委託先を選定すべき点は、人のために仕事を引き受けた以上、原則他人に任せてはいけませんが、自分よりも専門性を有する第三者がいる際には任せることが許容されるものの、あくまでその選任と監督について責任を負うという自己執行義務（選任・監督義務）を背景としたものである。このため、専門的知見の補充・充実のための外部人材の登用はもとより外部組織の活用についても、あくまで受益者等の利益の観点から選定されることが求められる。

4 原則4について

原則4では、まず、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としている。情報提供すべきステークホルダーについては、原則4脚注にあるように、各アセットオーナーが検討することとしている。そして、情報提供がなされることでステークホルダーが総合的に判断を行い、アセットオーナーに対して受益者等のために一層機能するように求めていくという枠組み（たとえば、確定給付企業年金（DB）において労使間で給付のあり方等について議論が行われるなど）を念頭に、ステークホルダーとの対話に役立てるべきとされた。

5 原則5について

原則5では、まず、受益者等の運用目標を実現するに当たり、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な成長に資するよう必要な工夫をすべきであるとしている。補充原則5-1にあるように、長期的に運用目

8) 補充原則3-2後段、補充原則3-4後段、補充原則4-2後段、補充原則5-2参照。

9) このほか利益相反に関わる記載として、原則1脚注において、「受益者等の最善の利益を勘案する上では、受益者間の公平（たとえば、現下の受給者と将来の受給者の利益相反の調整）等も考慮されるべきと考えられる」旨も記載している。

標を実現させるためには、投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことが求められる（スチュワードシップ責任）という考えに基づいている。

スチュワードシップ責任に関しては、すでにアセットオーナーも含む機関投資家向けに、日本版スチュワードシップ・コードが策定されている。両者の関係について、①受益者等のためにアセットオーナーの運用力の高度化を図ること（プリンシプル）・投資先企業に対する働きかけのための対話を進めること（スチュワードシップ・コード）と主眼に違いがある一方、②スチュワードシップ・コードの対象とする機関投資家とプリンシプルの対象とするアセットオーナーには重なりがあるほか、③アセットオーナーに求められる役割としては、受益者等に適切な運用成果をもたらす手段としての投資先企業との建設的な対話も含まれ得ると考えられる。そこで、両者の関係性が明らかになるよう、プリンシプルでは、受益者等のために最善の利益を勘案して運用を行う上で求められるさまざまな原則の一つとして、スチュワードシップ責任についても取り上げる形とした。

また、補充原則5-2では、サステナビリティ投資に関する考え方を整理している。サステナビリティ投資は、長期的に運用目標を実現させるためのものとの指摘がある一方、他事考慮¹⁰⁾にあたるのではないかといった議論もあることを踏まえ、「ステークホルダーの考えや自らの運用目的に照らして必要な場合には」との前提の下、投資先企業の持続的成長に資するサステナビリティ投資を行うことも考えられるとして、各アセットオーナーの考えに委ねる形

としている。

Ⅵ プリンシプルの受入れとその意義

プリンシプルは、Ⅳで触れたとおり、あくまでアセットオーナーそれぞれが受け入れるか否か検討し、受け入れる場合には所管省庁に対して受入れ表明を行うこととしている。受入れ表明については、受け入れた後にステークホルダー等との対話に資する観点も踏まえ、各主体がウェブサイト等で公表することを期待するとしたほか、内閣官房のウェブサイトにおいて一覧性のある形で整理・公表することとしている¹¹⁾。

そして、各アセットオーナーが、受益者等の最善の利益を追求するための備えがあるかを、各原則に照らして自ら点検し、それぞれのステークホルダーまたは広く対外的に示すことで理解を求め、対話を行い、改善に向けてステークホルダーと協働していく結果、アセットオーナーとしての運用力の向上が図られていく、という形でプリンシプルが活用されることが期待されている（プリンシプル前文）。

プリンシプルをきっかけとして、さまざまなアセットオーナーにおいて、関係金融機関による顧客本位の業務運営による支援の下、受益者等の利益を追求する観点から、それぞれの備えについて点検が進められ、そして、ステークホルダーとの対話が進められることを通じて、今まで以上に、アセットオーナーがフィデューシャリーとして、受益者等の人生等に貢献できるようになっていくことを期待している。

（いまいずみ・よしちか）

10) たとえば、年金積立金管理運用独立行政法人の運用は、法制度上、積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、もっぱら被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に行うとされており、この目的を離れて他の政策目的や施策実現のために積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできない仕組みとなっている。

11) 内閣官房「アセットオーナー・プリンシプルの受入れを表明したアセットオーナーのリストの公表について」(https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/assetowner/index.html)