

「アセットオーナー・プリンシプル」の策定とその概要

内閣官房新しい資本主義実現本部事務局 企画官 今泉宣親

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、我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践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、2024 年末に向けた年金制度改革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、単に「プリンシプル」ともいう）について、検討における議論に触れつつ、その概説を紹介する。

以下では、まず、プリンシプル策定に向けた議論（後記1）を概観した後、プリンシプルにおけるアセットオーナーの責任についての考え方（後記2）およびプリンシプルの位置付け（後記3）を確認した上で、各原則の内容（後記4）について詳説する。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。

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）。

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/dabiplan2022.pdf

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）

https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_6.pdf、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）https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_7.pdf。

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）。

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf

1. 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」こととされた。

そこで、新しい資本主義実現会議のもと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」(部会長:神作裕之学習院大学大学院法務研究科教授。以下「作業部会」という)が設けられた。作業部会は、部会長のほか、京都大学経営管理大学院の上田亮子客員教授、東京大学の菅野暁執行役(CFO)、大妻女子大学短期大学部の玉木伸介教授、野村資本市場研究所の野村亜紀子研究部長(五十音順。所属・役職は作業部会発足時点)の4名の有識者と、主要なアセットオーナーの所管省庁⁴が構成員とされ、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⁵。その上で、パブリックコメントを実施し、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。

2. アセットオーナーの責任についての考え方

以下では、アセットオーナー・プリンシプルにおけるアセットオーナーの責任についての考え方を、作業部会の議論にも触れながら整理する。

(1) 基本的な考え方

アセットオーナーの責任については、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の観点から、「何よりも受託者責任を負って、受託者を第一に考えて行動することが重要」⁶「関係者の受託者責任的なもの、忠実義務、注意義務的なもの、そういったも

⁴ 資産運用立国実現プランでは、「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、大学ファンドなど」とされたことから、作業部会では、保険会社を所管する金融庁、地方公務員共済組合を所管する総務省、国家公務員共済組合を所管する財務省、大学ファンド(国立研究開発法人科学技術振興機構)、国立大学法人、学校法人および私学共済を所管する文部科学省、企業年金および年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)、独立行政法人勤労者退職金共済機構を所管する厚生労働省ならびに小規模企業共済を実施する独立行政法人中小企業基盤整備機構を所管する中小企業庁が構成員となった。

⁵ 作業部会では、第1回・第2回に関係省庁からの各アセットオーナーの状況についての紹介等およびこれを踏まえた議論、第3回に金融庁からのスチュワードシップ・コードおよびサステナビリティ投資等の状況についての紹介ならびにアセットオーナー・プリンシプルのアウトラインについての議論を経て、第4回にアセットオーナー・プリンシプル(案)が議論された。

⁶ 作業部会「第1回議事要旨」8頁〔上田亮子発言〕(2024年3月7日)。

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/asset_dai1/gijiyousi.pdf

のがプリンシプルの出発点になる」⁷といった指摘がなされ、この点が「非常に重要なポイント」⁸とされた。

その上で、「受託者責任と書くと、法律上の責任のように理解される余地がある。しかしながら」「負うべき責務について明確化することがアセットオーナー・プリンシプルの大きな目的」であるとして、「フィデューシャリー・デューティーというような表現を使ったほうが、このプリンシプルの目的には合致する」⁹「フィデューシャリー・デューティー、カタカナで表記されているが、受益者等の最善の利益を勘案すべきこと」¹⁰と指摘され、アセットオーナーの責任について、プリンシプル前文において、「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）」と整理された。

ここで「フィデューシャリー」という言葉が用いられているが、日本語としては「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、例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¹¹。したがって、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¹²フィデューシャリーに該当するという考えに立っている¹³。

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。

⁷ 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨 11～12 頁〔野村亜紀子発言〕。

⁸ 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨 13～14 頁〔神作裕之発言〕。

⁹ 作業部会「第2回議事要旨」11 頁〔上田発言〕（2024 年3月 26 日）

¹⁰ 作業部会「第4回議事要旨」6頁〔神作発言〕（2024 年6月3日）。

¹¹ 神田秀樹「いわゆる受託者責任について」フィナンシャル・レビュー2001 年3月号 98 頁。

¹² 作業部会においても「アセットオーナーという法主体自身だけに受託者責任があるということではなく、その役職員にもあることをきちんと認識していただくことが通常の業務を進めるに当たって非常に重要なこと」（作業部会・前掲注6・第1回議事要旨 14 頁〔神作発言〕）との指摘がなされている。

¹³ 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 70 条1項、年金積立金管理運用独立行政法人法 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。なお、アセットオーナーにおけるプリンシプルの受入れ意義について、後記5参照。

(2) インベストメントチェーンにおいて期待される役割と受益者等のために運用することとの関係

作業部会では、アセットオーナーに対して、資産運用立国に向けてインベストメントチェーンをサポートするような役割を求めること(例えばサステナビリティ投資(ESG 投資)や新興運用業者への支援)と、受益者等のために運用すること(フィデューシャリー・デューティーを果たすこと)は両立し得るのか、についても論点となった¹⁴。

この点、基本的には、「アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を追求する観点から」「投資先企業や委託先金融機関を厳しい眼で見極めることで、受益者等に利益をもたらす」としつつ、「その行動が結果として、投資先企業の中長期的な成長・企業価値向上や委託先金融機関の健全な競争による運用力向上にもつながっていくことなどが期待される」と整理されている(プリンシプル前文)。すなわち、あくまで受益者等のために、よりよい投資先企業・よりよい運用会社等を厳しい眼で選定することによって、結果として企業の中長期的な成長や運用業界における健全な競争等をもたらす、インベストメントチェーンに寄与することを明らかにしている。

さらに、サステナビリティ投資に関しては「受益者がリターンだけということであれば、サステナビリティというのはリモートになるし、サステナビリティとリターンの両方を追ってくださいという受益者だったら、そういった運用をしなくてはいけないということで、受益者がどのように考えるのか、そことどう対話をしていくのかというのは」「一番肝になる」¹⁵と指摘され、この点が原則に盛り込まれている(詳しくは、後記4における原則4・原則5に関する記載参照)。

(3) フィデューシャリー・デューティー

では、アセットオーナーの責任に係る基本的考え方として、「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)」と整理されたが、具体的にはどのようなことが求められることとなるのか。

フィデューシャリー(広義の受託者)は一般に様々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、④分別管理義務が中心的かつ最も重要な義務とされる¹⁶。①注意義務については、「思慮分別ある人だったらするであろう

¹⁴ 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨 9～10 頁〔菅野暁発言〕ほか。

¹⁵ 作業部会「第3回議事要旨」15 頁〔菅野発言〕(2024 年4月 25 日)。

¹⁶ 神田・前掲注 11・99 頁。このほか、タマール・フランケル著(溜箭将之監訳)『フィデューシャリー「託される人の法理論」』109 頁(弘文堂、2014 年)では、米国における信託義務の内容として、忠実義務・注意義務に加え、忠実義務に基づき、①指図に従い、これを遵守する義務、②誠実に行動する義務、③他者に委任しない義務、④会計報告および関連する情報を開示する義務、⑤託す人が複数いる場合に公平に扱う義務が指摘されている。自己執行義務は③につながる考えと

判断をせよ、そういう注意を払って行動をせよ」という内容で、特に資産運用の場合には「プルーデント・インベスター・ルール」と呼ばれるものである。②忠実義務については、「フィデューシャリー」というのは他人のために仕事をする者であるから、自分の利益または第三者の利益と「その他人」の利益（例えば、年金の場合には加入員の利益）が衝突するような場合（利益相反関係にある場合）には、「その他人」（加入者）の利益のほうを優先させなければいけないという内容の義務とされる。③自己執行義務については、「ある他人」のために仕事をするを引き受けているわけであるから、その仕事をさらに別の他人に任せてはいけないというルールである。ただし、これはあくまで原則であって、例外として、自分よりもその仕事をするのにふさわしいより専門性を有する第三者がいる場合には、この者に仕事を任せることが許容されるが、その場合には、その第三者の選任とその者の仕事を監督することについて責任を負う義務とされる（一般に、選任・監督義務とされる）。④分別管理義務については、他人の資産を預かっている場合には、その資産は自分の資産とは分別して管理しなければならないという義務とされる¹⁷。

アセットオーナー・プリンシプルにおいても、作業部会において、「この原則にはフィデューシャリー・デューティーの重要な中核の部分がきちんと全て網羅的に書かれている。注意義務、忠実義務、利益相反の管理、受益者等に対する開示、自ら適切な運用を行えない場合には必要に応じて外部の知見の活用や適切なアウトソースを行うこと、など重要な事柄が全て含まれている」¹⁸と評価されているように、これらの要素を背景に各原則が形作られている。この点については、後記4において改めて紹介する。

3. プリンシプルの位置付け

作業部会は、前記1にあるとおり一定のアセットオーナーを想定した構成員が集まり、議論が始められたが、プリンシプルの受入れについて「将来的に多様なアセットオーナーが出現、拡大する可能性もあるため、限定列举というよりも、資産運用立国実現プランの趣旨から、幅広く参加してもらうことが望ましい」¹⁹といった指摘がなされ、「ただし、実効性を高めるために」「想定されるアセットオーナーの類型を明記するなどして、その対象を明確にするということがあるのではないか」²⁰と指摘されたことから、

思われる。なお、分別管理義務については誤って資産を処分しないという意味では注意義務に、受益者等の利益のために管理するという意味では忠実義務に関連していると考えられる（樋口範雄『フィデューシャリー[信託]の時代』181頁（有斐閣、1999年））。

¹⁷ 神田・前掲注 11・99 頁。

¹⁸ 作業部会・前掲注 10・第4回議事要旨6頁〔神作発言〕。

¹⁹ 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨7頁〔上田発言〕。

²⁰ 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨7頁〔上田発言〕。

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た(プリンシプル前文)²¹。

また、こうした点にかんがみ、「共通軸のようなものを明文化するのが、このプリンシプルにおいて作成の意義になろう」²²と指摘され、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)を採用することとした。

その上で、前述のサステナビリティ投資に対する考え方にもみられるように、アセットオーナーの規模や運用資金の性格等に加えて、受益者等やステークホルダーの考え方も様々と考えられることから、「共通軸とは言っても、アセットオーナーによってはプリンシプルの一部は必ずしも該当しない等々はあるかもしれないので、そういった意味では、選択可能という意味でのコンプライ・オア・エクスプレインというアプローチになる」²³と指摘された。すなわち、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(comply or explain)」の手法を採用した。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)できることとしており、その対象は、意見公募結果において、必ずしも「補充原則」ごとにコンプライ・オア・エクスプレインを行うことを求めるものではないとした²⁴。

²¹ なお、プリンシプルにおけるアセットオーナーに銀行が含まれるか否かについては、内閣官房「アセットオーナー・プリンシプル(案)に関する意見募集の結果について」(2024年8月28日。以下「パブリックコメント結果」という)No.10において、次のように整理されている。<https://public-comment.e-gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCM1040&id=060240624&Mode=1>

「銀行業については、「預金又は定期積金の受入れと資金の貸付け又は手形の割引とを併せ行うこと」、又は、「為替取引を行うこと」とされ(銀行法第二条)、預金者等の保護はもとより、企業等への資金供給による金融仲介機能の発揮なども追求すべき要素であるほか、預金金利、貸出金利ともに運用の巧拙よりもむしろ市場金利に左右される傾向にあることに鑑みれば、一般的にはアセットオーナーに該当しないと考えられますが、アセットオーナーに該当するかを含め、本プリンシプルを受け入れるか否かは、各主体においてご判断いただくことを想定しています」。

²² 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨 11 頁〔野村発言〕。

²³ 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨 11 頁〔野村発言〕。

²⁴ パブリックコメント結果 No.21。

4. 各原則の概要と考え方

以下では、各原則について、前述のアセットオーナーの責任に関する考え方に照らしつつ、詳述する。

(1) 原則1

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。作業部会では、アセットオーナーの中には、「年金のように、いわゆる負債サイドのようなものが」「クリアなケースもあれば、そうでもないケースもあろう」²⁵と指摘された。アセットオーナーは年金のように運用目的が制度上明らかなものに限られない。このため、リスク・リターン等の運用目標や、基本ポートフォリオその他の運用方針を定めるべきといった技術的な議論に先立ち、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²⁶、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もと、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在り方を見直す必要も生じ得ると考えられる。

(2) 原則2

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。これは前述のフィデューシャリー・デューティーにおける注意義務、ブルーデント・インベスター・ルールを背景に設けられたものである。

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。すなわち、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。

²⁵ 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨 11 頁〔野村発言〕。

²⁶ 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また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付ける者をいい、「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）。

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とすることを妨げるものではない^{27、28}。

(3) 原則3

原則3前段では、まず、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。これは前述のフィデューシャリー・デューティーにおける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。この運用資産の分別管理は、前述のフィデューシャリー・デューティーにおける分別管理義務を踏まえたものである。

また、原則3後段では、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べきであるとしている。これは、前述の忠実義務を背景とした利益相反管理に係る記載である。利益相反管理については、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。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²⁹。

なお、補充原則3-4では、運用委託先の選定にあたっては、過去の運用実績等だけでなく、総合的に評価すべきとした上で、知名度や規模のみによる判断をせず、運用責任者の能力や経験（従前の運用会社での経験等を含む）を踏まえ、検討を行うことが望ましく、例えば、新興運用業者を単に業歴が短いことのみをもって排除しな

²⁷ 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。

²⁸ パブリックコメント結果 No.24。

²⁹ 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（例えば、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。この点は、フランケル・前掲注 16・109 頁における「⑤託す人が複数いる場合に公平に扱う義務」に通じるものと考えられる。

いようにすることが重要である旨を記載している。この新興運用業者に係る記載は、資産運用立国実現プランを踏まえたものであるが³⁰、あくまで受益者等の利益の観点から、新興運用業者についても単に業歴の短いことのみをもって排除するのではなく、より幅広い候補の中からより優れた運用委託先を発掘・選定することが重要であることを記載したものである。

(4) 原則4

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。情報提供については、「受益者、関係者とそれ以外の一般向けということで少し分けて議論する必要」³¹との指摘があったほか、「自分は誰に対して開示すべきなのかと考える、その上で、どう考えたのだということを示した上で、だからこういうふうにこの人たちに開示する、というような責任ある態度をみんなが取っていけば」³²全体として改善が進むとの考えのもと、原則4脚注にあるように、情報提供すべきステークホルダーは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(例えば、確定給付企業年金(DB)において労使間で給付の在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。

その上で、「ステークホルダーの判断に資すると考えられる場合は」「他のアセットオーナーとの比較についても」「非常に大事である」「自分が加入している年金、共済、もしくは寄附先の基金の運用について、ピア比較をして相対的に優れているのかどうか、あまりにも劣後していないかどうかということをやっと可視化する必要がある。これによって、「アセットオーナーに対するプレッシャーがかかって、全体としての底上げがなされる」³³との指摘も踏まえ、補充原則4-2において他のアセットオーナーと比較できる形での情報提供について記載している。

(5) 原則5

原則5では、まず、受益者等の運用目標を実現するにあたり、スチュワードシップ活

³⁰ 資産運用立国実現プランでは、「資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進」の施策の一つである「新興運用業者促進プログラム(日本版 EMP)」の一環として、「アセットオーナー・プリンシプルにおいて、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点からの運用委託先の選定における新興運用業者の取扱いについて盛り込む」とこととされた。

³¹ 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨 12 頁〔野村発言〕。

³² 作業部会・前掲注6・第1回議事要旨 12 頁〔玉木伸介発言〕。

³³ 作業部会・前掲注 15・第3回議事要旨8頁〔菅野発言〕。

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ことから、作業部会においてもこの重複について指摘された。この点、「アセットオーナー・プリンシプルでは、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という主眼があり、また、スチュワードシップ・コードについては、投資先企業に対する働きかけのための対話といったことに主眼が置かれているという形で異なっている部分があるが」「スチュワードシップ・コードの対象とする機関投資家と本件のアセットオーナーには重なりがあること」「アセットオーナーに求められる役割としては、受益者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いうことで、重なり合いがある」³⁴と指摘された。この考え方のもと、両者の関係性が明らかになるよう、プリンシプルではスチュワードシップ責任を、受益者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様々な原則の一つとして取り上げている。この責任を果たすにあたっては、自らの規模や能力等を踏まえつつ、日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明をした上で、その趣旨に則った対応を「行うことを検討すべき」としており、「行うべき」とはしていない。これは、原則5のコンプライにあたり、日本版スチュワードシップ・コードを必ず併せて受け入れなければならないとまではしないものの、その趣旨に則った対応を求めるものである。

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については「大変難しくて、他事考慮³⁵かどうかという議論が一方であるが、将来の社会や投資環境を整備するという時間軸の視点からすると、これはフィデューシャリー・デューティーに広く含まれると考えてもよいかと思う」³⁶との指摘がなされた一方、「定めが法令レベルであり、また、他事考慮の禁止という形で広く共有されている中で、例えば ESG を標榜した投資を行うということがある。これはもちろんリターンのためにやっているのであって、もし、EやSが改善したとしても、それは副

³⁴ 作業部会・前掲注 15・第3回議事要旨2～3頁〔太田原和房発言〕。

³⁵ 例えば、GPIF の積立金の運用は、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、専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、「専ら被保険者の利益のため」という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。

³⁶ 作業部会・前掲注 15・第3回議事要旨6頁〔上田発言〕

産物であるというのが大事なポイントであろう³⁷とも指摘された。このため、「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」という前提のもと、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ゆだねる形としている。

5. プリンシプルの受入れとその意義

プリンシプルは、前記3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³⁸。

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)。

例えば、DB においては、プリンシプルよりも具体的なルールとして、確定給付企業年金法をはじめとする法令等があり、これに基づいて運営されている場合に、プリンシプルを受け入れる意義があるのかとの疑問が呈されることがある。しかしながら、DB のガバナンスにおいて重要とされる労使自治を適切に機能させるためには、例えば、説明責任を果たす観点から労使への情報提供の内容を充実させ、DB の状況についての労使の理解を深めるなど、よりよい取組みを主体的に行っていく、適切な運用への信頼を確保していくという形でプリンシプルを活用することも考えられ、これは加入者(受益者)等の利益につながるという意味で意義あるものと考えられる³⁹。

また、学校法人においても、主たる活動は学校の設置・運用であって資産運用は目的とはしておらず、プリンシプルに記載されていることを自分事として受け止められないとの戸惑いの声が挙がることもある。しかしながら、運用目標・運用方針を検討したことがなくとも、金利収入をあてにして債券等を購入していれば資産運用していると評価すべき場合も生じ得る。特に、仮に満期時に元本が確保されると考えていても、金利上昇時に実質価値が損なわれる長期にわたり金利が固定された債券(期中に売却せざるを得ない場合には損失が生じ得る)や、株式や為替の値動きに影響を受け、かつコストの高い仕組債等を保有していれば、リスク・リターン・コストのバランス

³⁷ 作業部会・前掲注9・第2回議事要旨 12～13 頁〔玉木発言〕。

³⁸ 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

³⁹ パブリックコメント結果 No.13。

を注意深く検証する必要があるが生じる。およそ学校法人がこうした収入を確保しようとするのは、教育・研究環境の充実等のためと考えられるが、学校法人としての経営が持続可能であるよう資産を管理する上では、物価上昇率をはじめとする経済環境や少子化などの社会環境の変化、自身の財務状況等も踏まえて、組織として運用目的を整理し、資産運用ときちんと向き合うことは、（現在の学生はもとより、潜在的な将来の）学生をはじめとする受益者等の利益につながり得るものと考えられる。その際、自身の備えについて点検を行い、寄附者や学納金の負担者、さらには将来の寄附者や学生・研究者の候補という意味では国民全般等、それぞれの考えるステークホルダーへの説明責任を果たしていく上で、プリンシプルを活用する意義があると考えられる⁴⁰。

プリンシプルをきっかけとして、様々なアセットオーナーにおいて、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）

⁴⁰ 松元暢子「非営利組織の資産の運用に関するルール—大学の基金（endowment fund）を中心として—」JSDA キャピタルマーケットフォーラム事務局編『JSDA キャピタルマーケットフォーラム（第1期）論文集』230、246 頁（2017 年）は、「公的役割を果たしている学校法人においては安全性の高い運用が求められるとしても、そのことは、元本が保証されない金融商品による資産運用に消極的であるべきであるという結論に直ちに結びつくものではないとえられる」とした上で「投資運用体制を構築した上で、専門家のアドバイスを踏まえ、適切な機関において検討が行われていたのであれば、結果的に発生した損失について理事の責任を問うことには慎重であるべきだろう」と指摘する。