

# 年金トピック

2024 年 4 月 19 日  
団 体 年 金 事 業 部

## 第 2 回アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会の議事要旨について

3月26日(火)に第2回アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会が開催され、この年金トピックにて資料の内容をご紹介します。  
本作業部会は非公開のため、議論の様子が不明でしたが、今般、「議事要旨」が公開されましたので、別紙にてその内容をまとめております。

資料および議事要旨は内閣官房のホームページに掲載されていますので、以下のリンク先にてご確認ください。

○内閣官房

資料: [https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/bunkakai/asset\\_dai2/index.html](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/asset_dai2/index.html)

議事要旨: [https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/bunkakai/asset\\_dai2/gjijyousi.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/asset_dai2/gjijyousi.pdf)

本作業部会の趣旨や論点等については、以前に発信した年金通信 (<https://nenkintsushin.dai-ichi-life.co.jp/>) をご確認ください。

【ご参考】

第 1 回アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会の開催

<https://nenkintsushin.dai-ichi-life.co.jp/download.php?c=1841>

第 1 回アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会の議事要旨について

<https://nenkintsushin.dai-ichi-life.co.jp/download.php?c=1851>

第 2 回アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会の開催

<https://nenkintsushin.dai-ichi-life.co.jp/download.php?c=1846>

以上

# 第2回アセットオーナー・プリンシプルに関する 作業部会の議事要旨について (議事の概要・議論の内容)

2024年4月19日  
第一生命保険株式会社  
団体年金事業部

一生涯のパートナー

第一生命

 Dai-ichi Life Group

# 議事の概要

- まず、主なアセットオーナーの資産運用に係る実態について、厚生労働省からGPIF、財務省から国家公務員共済組合連合会（KKR）、総務省から地方公務員共済（地共済）、文部科学省から私立学校教職員共済（私学共済）のそれぞれにおける積立金の管理運用（資料1～4）に関する説明があった。
- 次に「本日の主な論点」について各委員からコメントおよび質疑応答が行われました（資料5「本日の主な論点」）。

議事	主な論点の内容
<p>アセットオーナー・プリンシプルの形式・内容等について</p> <p>【資料1】</p> <p>【資料2】</p> <p>【資料3】</p> <p>【資料4】</p> <p>【資料5】</p>	<p><u>アセットオーナーに共通する原則</u>を検討するにあたり、以下の点をどのように考えるか。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 前回ご指摘のあった「受益者等に適切に運用の成果をもたらす等の責任」（<u>受託者責任</u>）を柱に据えた上で、これを<u>実現するために、どのような各論が考えられるか</u>。その際、規模や市場における地位等に照らして、<u>取り組むべき課題や求められる体制にどのような差があるか</u>。</li> </ul> <p>（例）</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 運用目的の明確化や運用目標の設定、運用方針の策定（基本ポートフォリオの設定等）</li> <li>② 人材確保等の体制整備 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 運用目標の達成、運用方針の実施に必要な人材確保、機能する体制の構築</li> <li>✓ 必要に応じた外部人材の登用や外部組織（金融機関やコンサルタント、OCIO、その他）の活用</li> </ul> </li> <li>③ 運用委託先・運用方法の選定・リスク管理 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 運用委託先の適切な選定（金融グループとの取引関係に左右されることの防止等の利益相反管理）</li> <li>✓ 新興運用業者を単に業歴のみによって排除しない対応</li> <li>✓ 運用方法の選定における対象資産の分散や流動性等の考慮、運用資産の分別管理を含む適切なリスク管理</li> </ul> </li> <li>④ 関係者のための見える化 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ アセットオーナーの特性やステークホルダーに応じて必要な関係者への情報提供の実施</li> </ul> </li> <li>⑤ 投資先企業の持続的成長に資するような積極的な働きかけ <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 投資先企業との建設的な対話の実施（日本版スチュワードシップ・コードを踏まえた対応等）</li> <li>✓ 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の、サステナビリティ投資の実施</li> </ul> </li> </ol> <ul style="list-style-type: none"> <li>● アセットオーナー・プリンシプルを策定した後、各アセットオーナーによるプリンシプルの活用や運用力の高度化を後押しする上で、<u>プリンシプルの周知のほか、どのような取組みが考えられるか</u>。</li> </ul>

# 議論の内容(1/3)

- 主なコメントは以下の通りです(議事要旨より作成(要約・赤字強調・注釈は当社による))。

議事	主なコメント
<p>アセットオーナー・プリンシプルの形式・内容等について【議事要旨】</p>	<p>上田委員(京都大学経営管理大学院客員教授)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・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、ここで<u>重要なのは法定されているかどうかによるというよりも、基金、あるいはその運用管理機関として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</u>ではないか。</li> <li>・③の運用委託先に関する部分だが、この中で特にガバナンスを確保するための仕組みとして、<u>運用の執行とモニタリングという機能を明確にする、これはぜひ入れていただきたい。</u></li> <li>・<u>執行</u>については<u>運用責任者であるCIOという立場の設置を期待する</u>。CIOが運用執行理事という、きちんと定義された機関というか存在である場合はもちろんだが、そこまでいかずとも、CIOという役職の専門家を採用する形態や仕組みを置いて、組織上、運用のトップを明確にするというのが必要かと思う。</li> <li>・次に<u>モニタリング</u>である。ここは<u>専門のCIOを設置するとすれば、それを理事会がしっかりとモニタリングして、運用委員会とかリスク管理委員会のようなガバナンスを合議制でしっかりとモニタリングする仕組みを必ず置いていただきたい。</u></li> <li>・<u>プリンシプル周知以外の様々な取組</u>はないかということについて、2点ある。<u>第1がアセットオーナーのコミュニティづくりとサポート体制の整備、第2がプリンシプル自身のフォローアップ</u>である。コミュニティとサポートというのは、多くのアセットオーナーがそれぞれ共通の課題が多いと思うため、<u>ともに意見交換したり、工夫とか悩みで、先行している機関の取組等を参考にするような場</u>があると、適用後、採用後の対応をより円滑に進められるのではないか。</li> <li>・全体に関することだが、<u>適用方法</u>である。アセットオーナーのプリンシプルというのは、文字どおりプリンシプルベースということで、<u>各基金、団体の状況に応じて、コンプライ・オア・エクスプレインによって採用されていくのではないかと</u>思う。こうすることで、基金もそれぞれ10兆円、あるいは100兆円という基金、グループがある一方で、大学はまだファンドが小さいということで、体制に大きな差がある。そのため、<u>これは一律ではなく、重要、必要なところから採用するといったことで、それぞれのアセットオーナーが無理せず、でも、関係者にとって最善の取組が示せるような柔軟な対応をしていくことが必要なか</u>と思う。</li> <li>・前文をしっかりと書いていただきたい。この<u>アセットオーナー・プリンシプルの目的や趣旨、どういう適用のアプローチなのか、どういった組織にこれを採用してほしいのか、そういったことをしっかりと書き込んでいただくと、各項目・条項についての受け入れについても理解が進むのか</u>と思う。</li> <li>・これはあくまでプリンシプルであるため、「やるべきである」ではなくて、<u>できないということをしっかりと説明していただくと、そういう余地があるということを御認識いただけるように、それも伝わるような形でしていただければ</u>と思う。</li> </ul>

# 議論の内容(2/3)

- 主なコメントは以下の通りです(議事要旨より作成(要約・赤字強調・注釈は当社による))。

議事	主なコメント
<p>アセットオーナー・ プリンシプルの 形式・内容等 について 【議事要旨】</p>	<p>玉木委員(大妻女子大学短期大学部教授)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・資料5の①から⑤については、それぞれ有益なポイントをついていると思うので、これらを含めてプリンシプルをお考えいただきたい。ただ、そのうち⑤については、もうちょっと掘り下げた議論をするよい機会が今来ているのではないかと。その議論を掘り下げるに当たっては、公的なアセットオーナーに関するいろいろな事情を踏まえるほうが有益だろう。</li> <li>・第1は、⑤にある働きかけと受託者責任の関係をクリアにする、分かりやすく説明することである。専ら被保険者の利益のためという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ものであって、もし、EやSが改善したとしても、それは副産物であるというのが大事なポイントであろうかと思う。この辺がうまく世の中に浸透することが一つ必要になるのだろう。</li> <li>・2番目に、GPIF、3共済においては、アセットオーナーとしての機能が、GPIF、3共済と委託先の運営機関との間で、組織として分離している。この両者がうまくコラボしてやっていただかないと困る。コラボするということは、委託されている側が実際に仕事をする場合に対して、適切なコストを負担するという形がなければいけないのだろう。</li> <li>・民間の企業年金だと、大半は100億円とか80億円とかであり、そういったところは見える化とかといってもいろいろな意味で組織の体力が乏しいので、このプリンシプルというのは相当プリンシプルベースでいかなければいけないだろう。</li> <li>・フィデューシャリー・デューティーや受託者責任という言葉が出てきたが、民間資金の場合には、例えば企業年金であれば株主のお金であるため、株主も相当見える化とか説明とかの相手として考える必要がある。株主は何を求めているのだろうかということだが、今までは株主が企業年金を話題にすることは少なかった。ただ、企業年金は非常に重要な福利厚生であり、労働の対価の払い方の一部、一つのやり方であるため、これについては企業経営者が人材確保、あるいは人的資本の充実の観点から真剣に考えるべきところである。</li> </ul>



# 議論の内容(3/3)

- 主なコメントは以下の通りです(議事要旨より作成(要約・赤字強調・注釈は当社による))。

議事	主なコメント
<p>アセットオーナー・プリンシプルの形式・内容等について【議事要旨】</p>	<p><b>野村委員(野村資本市場研究所研究部長)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ここで例示されている①から⑤は、おそらくプリンシプルの内容において骨格的なものにつながる内容であろうかと理解している。ただ、プリンシプルの1行目に書くような、まさに骨格・中核的なものと、それを実際に行うための具体的な内容が混在して書いてあるような印象もあり、少し整理していくとよいと思う。</li> <li>・②で人材確保等と書いてあるが、人材確保は何のためにするのかと言えば、専門的知見を得るためとなる。その方法としては専門性を内部で拡充する、あるいは、外部から得るようにする。これはどちらでもあり得ると思うが、まず、プリンシプルで書くべきは、専門的知見を確保する、あるいは専門性を追求するということで、その方法として人材確保云々という流れではないか。</li> <li>・③にある利益相反の管理、これは受託者責任という言葉遣いがよいのかというのは先ほど上田委員からもあったが、便宜上、受託者責任と言うと、いずれにしても利益相反管理は必須事項であろうかと思う。そして、運用委託先の適切な選定等、それは利益相反管理のための活動の一つであろうということで、その有効性の確保なども恐らく重要な論点になろうかと思う。</li> <li>・③の分散投資とリスク管理の実施はプリンシプルにぜひ記載すべき事項であろう。アセットオーナーの中には、それは所与だということもあると思うが、念のためにでも明記すべき重要なキーワードであろう。もちろん実際のところの投資、これはアセットオーナーによって様々であろう。</li> <li>・④の見える化という言葉について、基本的には情報開示や報告といったことを意味するのかと理解する。これは前回の会合でも少し述べたかもしれないが、開示先である必要な関係者というのが恐らく論点になろうかと思う。受益者等への情報開示は当然実施すべきと思うが、それを超えるような一般向けの公表や発信、これはアセットオーナーごとに状況が異なる可能性もあると思う。</li> <li>・⑤のステュワードシップ活動だが、これは日本版ステュワードシップ・コードが既にあるので、ここの記載にあるように、このコードを踏まえた対応をとった形になるのかと、重複回避も含めて思う。</li> <li>・恐らく今後提示されるプリンシプルの原案におかれては、受託者責任の部分の書きぶりが大事になると思う。受益者の利益に資すること、忠実義務的なもの、あるいは注意義務的なものになると思うが、そこから各論の多くが導出されるので、そういったところの導線がきちんと引けているということも重要である。</li> <li>・一つ一つの言葉、受託者責任とフィデューシャリー・デューティーではないが、それで何を伝えたいのかということがクリアになるようにするのも大事だと思う。というのも、規模の大小も含めて、多様なアセットオーナーの方に、それぞれにとって意味のある形で活用いただきたいということかと思うので、なじみのない方たちも十分おられるということを前提に、言葉遣いなどには殊更に気を使う必要があるというのは、私もそのとおりだと思う。</li> </ul> <p><b>神作部会長(学習院大学大学院法務研究科教授)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・①は先生方全員が御指摘されたように非常に重要だと思うが、これとともにリスク管理がとても大事な項目ではないか。確かに③のところにリスク管理という記載があるが、やや付け足しになっているかと思う。</li> <li>・フォーカスがどんどんぼやけてしまうという御批判はあるかもしれないが、特に②の人材確保等の体制整備の中では、コンプライアンスについても、ぜひ一言触れていただきたい。コンプライアンスをきちんと見ると体制が必要であると考えられる。</li> <li>・③だが、私は今回のプリンシプルを策定するに当たって、一つの目玉というか、柱になるのは運用委託のところであると思う。3月15日に金融庁が提出した金商法等の改正案の中でも、アセットマネージャーの参入障壁を下げるとか、アウトソースを促進するといった、まさに私たちが議論している文脈と非常に整合的な改正までなされようとしている中で、アウトソースを上手に利用していくということが極めて重要である。運用委託した場合には、今度は運用委託に伴う固有のリスクが生じるので、それについてきちんとリスク管理がなされる必要がある。</li> </ul>