

シン・企業年金レポート

2024 年 10 月 30 日

団体年金事業部

<谷内教授のシン・企業年金レポート：第7回>

アセットオーナー・プリンシプルに関する雑感

弊社では、お客さまへの情報提供の更なる拡充を図るため、社会保障審議会企業年金・個人年金部会の委員である谷内陽一氏（名古屋経済大学経済学部教授）による新連載「谷内教授のシン・企業年金レポート」を2024年4月より毎月お届けしております。

連載第7回目では、2024年8月28日付で策定・公表されたアセットオーナー・プリンシプルの内容を概観するとともに、企業年金における対応の方向性について考察します。

弊社では、これからもタイムリーかつきめ細やかな情報提供に向けて努力してまいりますので、第一生命「年金通信」を引き続きご愛読いただきますよう、何卒よろしくお願い申し上げます。

以 上

著者略歴

谷内 陽一 名古屋経済大学 経済学部 教授

1997年明治大学政治経済学部卒業後、厚生年金基金連合会（現：企業年金連合会）入職、約10年にわたり記録管理・数理・資産運用等の業務に従事。第一生命（2019～24年）などを経て、2024年4月より現職。

社会保障審議会企業年金・個人年金部会委員、社会保険労務士、証券アナリスト（CMA）、DCアドバイザー、1級DCプランナー。著書に『WPP シン・年金受給戦略』（中央経済社）、『人生100年時代の年金制度：歴史的考察と改革への視座』（法律文化社／共著）など。

アセットオーナー・プリンシプルに関する雑感

名古屋経済大学 経済学部 教授
谷内 陽一

目 次

- | |
|---------------------------------|
| 1 はじめに |
| 2 アセットオーナー・プリンシプル策定までの経緯 |
| 3 企業年金担当者のためのアセットオーナー・プリンシプルの解説 |
| 4 おわりに |

1. はじめに

2024 年 8 月 28 日、内閣官房・新しい資本主義実現会議事務局が実施していたアセットオーナー・プリンシプル（案）に係る意見公募（パブリックコメント）の結果が公表されるとともに、同日付で「アセットオーナー・プリンシプル」が策定・公表された。本稿では、今般策定されたアセットオーナー・プリンシプルの内容を概観するとともに、企業年金における対応の方向性について考察する。

なお、本稿における見解はすべて筆者個人に帰するものであり、筆者が所属する法人・団体あるいは当レポートの発行元の公式見解を示すものではない。

2. アセットオーナー・プリンシプル策定までの経緯

そもそも、今般なぜアセットオーナー・プリンシプルなるものが策定されるに至ったのだろうか。策定までの経緯を辿ると（図表 1）、その萌芽は「資産所得倍増プラン」（2022 年 11 月 28 日決定）に見出すことができる。

資産所得倍増プランでは、資産所得倍増に向けた 7 本柱の取組の一つに「顧客本位の業務運営の確保」を掲げ、金融事業者（販売会社、資産運用会社、金融商品の組成会社等）に対して顧客本位の業務運営を求めるのと同じ文脈で、企業年金に対しても受益者の便益を最大化するための取組を求めてきた¹。この

¹ 「資産所得倍増プラン」 pp. 16-17

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

図表 1 アセットオーナー・プリンシプル策定までの経緯

年月日	出来事
2022. 11.14	社会保障審議会企業年金・個人年金部会での議論の開始
11.28	「資産所得倍増プラン」策定
11.28	「スタートアップ育成 5 か年計画」決定
2023. 6.16	「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」閣議決定
10. 2	岸田首相が企業年金の運用改善に言及
12.13	「資産運用立国実現プラン」決定
2024. 3. 7	アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会の設置（全 4 回開催）
3.28	「社会保障審議会企業年金・個人年金部会における議論の中間整理」公表
6.21	「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」閣議決定
6.21	「資産運用立国実現プランの進捗状況のフォローアップと今後の予定」公表
6.24	「アセットオーナー・プリンシプル（案）」に係る意見募集（7 月 25 日まで）
8.28	「アセットオーナー・プリンシプル」策定

（出所）各種資料等を基に筆者作成

時に「アセットオーナー（企業年金含む）」という表記が初めて登場したが、当時の政策当局の関心はほぼ企業年金に向けられており、企業年金をリスクマネーの供給源にすることで政策目標を達成できると楽観視していた節がある²。

その後、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」（2023 年 6 月 16 日閣議決定）においてアセットオーナーの機能強化が言及され³、2023 年 10 月に岸田首相（当時）がアセットオーナーに求められる役割を明確化した原則（プリンシプル）の策定を明言したのを受けて、同年 12 月に公表された「資産運用立国実現プラン」（2023 年 12 月 13 日決定）では、「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」方針が明記された⁴。また、同プランではアセットオーナーの範囲を「公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドなど幅広く」としており、企業年金以外の制度・団体も議論の俎上に上るようになった⁵。

2024 年 3 月からは、実務レベルの検討を行うための協議体として「アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会」が設置され、全 4 回にわたり開催

² こうした政策当局の意向を鵜呑みにしただけの記事も散見された（日本経済新聞「年金、積み立て超過に安住：資産運用立国に挑む戒告の衝撃③」2023 年 11 月 16 日朝刊 1 面など）。

³ 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」 pp. 59-60
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2023.pdf

⁴ 「資産運用立国実現プラン」 p. 4
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf

⁵ なお、資産運用立国実現プランでは、「アセットオーナーシップの改革」の章において「アセットオーナー・プリンシプルの策定」とともに「企業年金の改革」についても言及している。本文中では「そのこと（筆者注：企業年金の改革について記載すること）をもって企業年金が他のアセットオーナーと比して課題が多いということを示すものではない」と明記しているものの、過去の経緯を振り返るに額面通りには受け取り難い。

された。当該議論を受けて作成されたアセットオーナー・プリンシプル（案）は、同年 6 月 24 日に意見募集（パブブロックコメント）に付され、同年 8 月 28 日に意見募集結果が公表されるとともに⁶、同日付で「アセットオーナー・プリンシプル」として公表された⁷。

3. 企業年金担当者のためのアセットオーナー・プリンシプルの解説

（1）前段（背景・目的・位置づけ etc）

アセットオーナー・プリンシプルでは、「成長と分配の好循環」を実現していくためには、家計、金融商品の販売会社（銀行や証券会社等）、企業、資産運用業、アセットオーナーなどインベストメントチェーンを構成する各主体が機能を発揮することが重要と述べており、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）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めるために同プリンシプルを策定することとしている。

同プリンシプルでは、アセットオーナーの範囲が「公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンド、資産運用を行う学校法人」など幅広いことを踏まえ、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、アセットオーナー共通の原則を定めてそれに対して受入れを求める原則主義（プリンシプルベース・アプローチ）を採用している。また、同プリンシプルの受入れに際しては「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用し、同プリンシプルに記載の各原則について実施（コンプライ）するか、実施しない場合はその理由を釈明（エクスプレイン）することとしている。

なお、同プリンシプルは法的拘束力を有さず、アセットオーナーに対し一律に対応を求めるものではないと明記されている。その一方で、政府においては同プリンシプルの受入状況を一覧性のある形で整理・公表するとしており⁸、今後は、受入状況の適宜公表という体裁で同プリンシプルの受入れ圧力を強めていくことが想定される。

⁶ 「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（e-Gov）
<https://public-comment.e-gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCM1040&id=060240624&Mode=1>

⁷ 意見募集（パブリックコメント）には 115 件のコメントが寄せられたものの、特段の修正は施されず、アセットオーナー・プリンシプルはほぼ原案通り公表された。

⁸ 少なくとも四半期ごとに内閣官房の Web サイトにて公表する予定とされている（意見募集結果（前掲脚注 6）コメント No. 32）。

（２）各原則について

同プリンシプルで定められている原則は、次の５つである（図表２）。各原則とも、大義名分を正面から論じた至極真つ当な内容となっている。一方、各原則を補足説明する「補充原則」や、用語の定義あるいは詳細解説を行う「脚注」に目を通すと、政策当局が同プリンシプルに込めた本音も随所に垣間見える。

図表２ アセットオーナー・プリンシプルの各原則

原則 1	運用目的・目標・方針の策定	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	人材確保等の体制整備	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	運用方法の選択・委託先の選定	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	運用状況に係る情報提供	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	スチュワードシップ活動	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。

（注）各原則の標題は講師による。

（出所）「アセットオーナー・プリンシプル」を基に筆者作成

① 原則 1（運用目的・目標・方針の策定）

原則 1 では、アセットオーナーは、受益者等⁹の最善の利益を勘案し、運用目的、運用目標および運用方針の策定ならびに状況変化に応じた見直しを標榜している。わが国の確定給付企業年金は、運用の基本方針や政策的資産構成割合などの策定がかねてより義務付けられており、当該法令に則った運営を行って

⁹ 確定給付企業年金においては、確定給付企業年金法上で規定されている加入者等（加入者及び加入者であった者）が該当するとの見解が示されている（意見募集結果（前掲脚注 6）コメント No. 31）。

いる確定給付企業年金については、原則 1 はコンプライしているとの理解で良いとの見解が示されている¹⁰。確定給付企業年金においては、原則1は「受け入れる」と言うよりも「既に実施している」と表明すべきと筆者は考える。

一方で、脚注5には、運用目標の考え方について、「目標リターンを定めた上でそれを最小のリスクで目指すという考え方だけでなく、許容できるリスク量の範囲内でリターンの最大化を目指すという考え方も含まれる」という踏み込んだ記述がみられる¹¹。前者の考え方は、企業年金の世界では伝統的なものだが、後者の記述は、資産所得倍増プランでも散見された企業年金の運用改善（という名のリスクマネー供給）を企図したものだろう。

② 原則 2（人材確保等の体制整備）

原則 2 では、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には専門的知見に基づく行動が求められるため、人材確保やガバナンス体制の整備・構築の必要性を説いている。補充原則や脚注では、外部人材の登用、金融機関・外部コンサルティング会社、OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）等の活用について丁寧に解説されているうえ報酬面にも配慮するように記載しており、外部知見・人材の活用を意識した書きぶりとなっている。

② 原則 3（運用方法の選択・委託先の選定）

原則 3 では、運用方法の選択およびリスク管理を適切に行うべきとしており、加えて、運用委託先については最適な委託先を選定するだけでなく定期的な見直しを行うべきと標榜している。とりわけ運用委託先の選定については、「従来から委託している」あるいは「母体企業との取引関係」等の理由で選定すべきでないとしており、運用委託先の定期的な見直しを企図している。

しかし、既存の運用委託先の選定・見直しには厳しい姿勢を示す一方、新興運用業者に対しては、「単に業歴が短いことのみをもって排除しないようにすることが重要」など肩入れした記載が際立つ。新興運用業者については、官民連携による新興運用業者に対する資金供給の円滑化を図るための新興運用業者促進プログラム（日本版 EMP：Emerging Managers Program）を策定するとともに、運用委託先の選定における新興運用業者の取扱いをアセットオーナー・プリンシプルに盛り込む旨が「資産所得倍増プラン」で提唱されており¹²、これを受けての記述だと推察される。

¹⁰ 意見募集結果（前掲脚注6）コメント No. 37。

¹¹ 「アセットオーナー・プリンシプル」p. 5

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

¹² 「資産運用立国実現プラン」（前掲注4）pp. 3-4。

④ 原則 4（運用状況に係る情報提供）

原則 4 では、資産運用に係る情報提供（見える化）の必要性を説いている。脚注 15 では、情報提供の内容についてレベル感を下記の通り具体的に示しており、実務面にも配慮した記載となっている。企業年金においては、従来から加入者・受給者等向けに実施している「業務概況の周知」を拡張することで比較的容易に対応できるものと推察する。

情報提供の内容について（脚注 15）

- ・ 定性的な情報：運用目的・目標・方針、運用体制の紹介等
- ・ 定量的な情報：運用概況・積立水準等・運用委託先の金融機関等
- ・ さらに詳しい情報：リスク管理に関する詳細、運用力強化の取組方針等

一方、「資産運用立国実現プラン」では、確定給付企業年金および企業型確定拠出年金の双方に対し、資産運用状況について「他社と比較できる形」での見える化を提唱している¹³。2024 年 4 月 24 日開催の第 34 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会では、他社比較が可能な運用成績等の開示項目および方法等が議論され、①開示項目は「事業報告書」や「決算に関する報告書」の項目をベースとすること、②開示方法は厚生労働省が公表を行うこと、について大筋で了承された。なお、新たな開示項目の検討や、開示対象となる企業年金の規模要件等については、引き続き検討が行われる。

⑤ 原則 5（スチュワードシップ活動）

原則 5 はスチュワードシップ活動に係る内容であり、5 つの原則の中では最も具体論に踏み込んでいる。とはいえ、基本的にはスチュワードシップ・コードの受入れを前提とした内容となっている。確定給付企業年金における対応としては、①スチュワードシップ活動を自ら実施する、②運用委託先にスチュワードシップ活動を実施させる、③企業年金連合会における協働モニタリングへの参画¹⁴、あたりが現実的な選択肢となるだろう。

4. おわりに

アセットオーナー・プリンシプルに対する筆者の率直な感想を述べると、同プリンシプルは、アセットオーナー向けというよりも、アセットオーナーから委託を受けて実際に資産の運用・管理を行う「アセットマネジャー」向けのプ

¹³ 「資産運用立国実現プラン」（前掲注 4） pp. 6-7。

¹⁴ 企業年金連合会による協働モニタリングは、補充原則 5-1 に規定する「協働モニタリング」に該当するとの見解が示されている（意見募集結果（前掲脚注 6）コメント No. 96）。

リンシプルとしての完成度がむしろ高いと感じた。一方で、企業年金の関係者から見ると、同プリンシプルの内容にはさほど新鮮味を感じなかったのではないか。原則（プリンシプル）とはそもそも普遍的なもので新鮮味を売りにする類のものではないが、新鮮味を感じないということは、企業年金が他のアセットオーナーに先駆けて受託者責任に取り組んできたことの証左だと言えよう。

もちろん、現状のままで由と主張するつもりはない。企業・制度によって確定給付企業年金の資産運用への取り組み度合いに温度差があることは否めない。アセットオーナー・プリンシプルの策定を機に、確定給付企業年金の資産運用のあり方を見直して底上げを図ることが引き続き求められる。

最後に、アセットオーナー・プリンシプルが策定・公表されて以降、受入れ表明を少しでも早く行うのが先進的だと言わんばかりのメディア報道が散見される¹⁵。しかし、原則 4（運用状況に係る情報提供）に係る施策については、資産運用立国実現プランにおいて、「厚生労働省が情報を集約し公表することも含めて、次期年金制度改正に関する結論と併せて（2024 年末）、結論を得る」と明記されている¹⁶。企業年金としては、現時点で詳細が不明な事項もある中で拙速に受入れを表明するのではなく、これまでのアセットオーナーとしての取り組みを振り返りつつあるべき将来像を描いた上で受入れ表明を検討すべきだろう。

＜参考文献＞

「アセットオーナー・プリンシプル」の策定について（金融庁 Web サイト）

https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/asset_owner/aop.html

「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（e-Gov）

<https://public-comment.e-gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCM1040&id=060240624&Mode=1>

アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会（内閣官房 Web サイト）

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/index.html#su_bunkakai

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（内閣官房 Web サイト）

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/assetowner/index.html

「資産所得倍増プラン」（2022 年 11 月 28 日決定）

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

「資産運用立国実現プラン」（2023 年 12 月 13 日決定）

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

¹⁵ 日本経済新聞「資金の出し手向け行動規範 企業年金、受け入れ 0.01%」（2024 年 10 月 16 日朝刊 10 面）など。

¹⁶ 「資産運用立国実現プラン」（前掲注 4）pp. 6-7。