

## 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議事要旨

---

### (開催要領)

1. 開催日時：令和6年3月26日（火）15:27～16:31
2. 場所：合同庁舎8号館12階共用1208特別会議室
3. 出席者：

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	上田 亮子	京都大学経営管理大学院客員教授
	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
	新原 浩朗	内閣官房新しい資本主義実現本部事務局長代理
	堀本 善雄	内閣官房新しい資本主義実現本部事務局次長
	尾崎 有	金融庁総合政策局審議官（監督局担当）
	太田原 和房	金融庁総合政策局参事官（企画市場局担当）
	田中 良斉	総務省自治行政局公務員部福利課長
	山本 庸介	財務省主計局給与共済課長
	奥野 真	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）
	伊藤 学司	文部科学省大臣官房文部科学戦略官
	秋庭 祥亜	文部科学省高等教育局私学部私学行政課私学共済室長
	泉 潤一	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）
	大隈 俊弥	厚生労働省雇用環境・均等局勤労者生活課長
	井上 哲郎	中小企業庁事業環境部経営安定対策室長

### (議事次第)

1. 開 会
2. 議 事  
アセットオーナー・プリンシプルの形式・内容等について
3. 閉 会

### (資料)

- 資料1 厚生労働省資料
- 資料2 財務省資料
- 資料3 総務省資料
- 資料4 文部科学省資料

○神作部会長

ただいまから「アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会」第2回会合を開催する。

本日、菅野委員は御欠席である。

本日は、第1回の会合に続いて、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、財務省、総務省及び文部科学省から御説明いただく。

厚生労働省から御説明をお願いします。

○泉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）

資料1に沿って御説明する。

2ページ目、目次だが、企業年金における取組とGPIFにおける取組、その2点についてこの資料を用いて説明させていただく。

3ページ目以降、企業年金の取組である。

4ページ目、確定給付企業年金(DB)の資産運用方針のページである。DBの資産運用は加入者のために忠実に行うこととされており、法令やガイドラインにおいて、基本的な留意事項や具体的な責任などを示している。

御覧のとおり、一般的な義務としては、善管注意義務、忠実義務、そして、基本的な留意事項として、分散投資義務、資産構成の重視、また、運用に係るDBの主な責任として、運用の基本方針の策定などがある。

5ページ目、DBの一般的な運用体制である。ガバナンス体制、内部統制、また、資産運用の体制整備が求められているところで、資産運用に関するガバナンスの強化に向けて、資産規模100億円以上のDBに対して資産運用委員会の設置義務化、また、総合型基金における会計の正確性の確保など、実施してきた。ガバナンスの体制について図示をすると、一般的な体制は5ページ目の図にあるとおりである。

6ページ目、DBの外部委託運用・人材確保の関係である。一番上に記載のとおり、DBにおいては、基本的に資産運用を受託機関に委託している。このため、受託機関を適切に選任し、評価することが重要となっている。こうした観点から、人材確保・運用体制等に係る制度を整備してきたところである。

また、これに加えて、資産運用立国実現プランを踏まえて、厚生労働省の審議会などで資産運用力の向上に向けたさらなる方策を検討しているところである。表にあるとおり、運用に係るDBの主な責任としては、運用受託機関の選任、あるいは運用コンサルタント等の利用といった点で、主な責任が記載されている。

7ページ目、特に企業年金連合会において、DBの運用力向上に向けて、様々な取組を実

施しているのを御紹介したい。

企業年金連合会における主な取組として、まず、資産運用に係る人材育成・情報提供については、厚生労働省のガイドラインの趣旨やポイントを説明し、想定事例などをまとめた「受託者責任ハンドブック」の作成・活用、企業年金関係者の方々の専門性向上に向けた研修事業・情報提供の推進、相談対応、コンサルティングといったことを行っている。運用受託機関の資産運用状況等の提供、または企業年金実態調査の実施なども行っている。

スチュワードシップ活動については協働モニタリングの予定を立てており、「企業年金スチュワードシップ推進協議会」を設立し、今後促進していく予定であると聞いている。

8 ページ目、DBの運用に係る情報提供・開示である。一番上の文章に書いてあるとおり、現行法上、事業主はDBの業務概況について、加入者に周知しなければならないとされているが、2つ目の点、これに加え、資産運用立国実現プランを踏まえて、他社と比較できる情報開示について、具体的な方策を厚生労働省の審議会などで現在検討しているところである。

9 ページ目、DBの資産運用の状況である。DBにおいては、長期にわたり維持すべき資産の構成割合である「政策的資産構成割合」の策定が義務づけられており、それに基づき資産運用を行っているところである。資産構成の推移については、9 ページ目の下側のグラフのとおりとなっている。

10 ページ目、DBの健全性の確保の関係である。財政の健全性を確保するとともに、受給権を保護する観点から、毎年度、一定の基準を用いて財政状況を確認することなどが義務づけられている。具体的には事業年度ごとの財政検証、そして、少なくとも5年に一度の財政再計算、こういったことを行うように義務づけられている。

以上が企業年金関係である。

次に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の取組についての御紹介である。

12 ページ目、アンダーラインのところを中心に御覧いただきたい。まず、積立金の役割だが、将来世代の負担が大きくなりすぎないように、現役世代が納めた年金保険料のうち、年金の支払いなどに充てられなかったものを積み立てている。年金給付財源のうち、積立金から得られる財源は1割程度ある。

法令上の要請としては、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ことにより、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的として行うとされている。

運用目標の関係については、第4期中期目標においては、財政検証を踏まえて、長期的に実質的な運用利回り1.7%を最低限のリスクで確保することが求められている。

基本ポートフォリオについては、長期的な観点から必要となるポートフォリオを定めており、12ページの右下の表のとおりである。

13 ページ目、GPIFのガバナンス・執行体制の関係である。GPIFでは合議制の経営委員会の下で理事長以下の執行部が運用実務を担っている。大臣に任命された経営委員から構成

される監査委員会がそれぞれの監査を行っている。執行部における運用業務については投資委員会において審議を行い、運用リスク管理委員会において運用リスクの管理に係る議論を行っている。仕組みを図示すれば、13ページの下図のとおりである。

14ページ目、GPIFの外部委託運用についての御紹介である。これもアンダーラインのところを中心に御覧いただきたいが、運用受託機関の活用においては、超過収益獲得やリスク管理の観点から運用受託機関の適切な選定・管理が極めて重要である。このため、GPIFではマネージャー・エントリー制度によって、運用委託の候補先を常時広く募集している。最新のデータ・サイエンスに基づく定量評価の活用によって、超過収益獲得の確度が高いアクティブ運用機関の選定に努めているところである。

以下、時間の関係から、このページは省略させていただく。

15ページ目、GPIFにおける資産運用の高度化の取組について御紹介する。

まず、上半分が人材確保・運用体制整備の関係である。運用の多様化・高度化に向けた人材確保のために任期付の運用専門職員制度を導入している。これは民間運用業界の実態を踏まえた給与体系を用意するということである。また、最近の運用資産の急増、データ・サイエンス等の活用によるさらなる運用高度化への対応のため、新卒・若手向け人事制度の新設などを実施している。

リスク管理体制の強化についても意を用いており、リバランス専門部署の設置、また、デリバティブ取引の拡充など、体制強化を努めている。

15ページの下半分だが、運用委託先の選定の関係については、まず、アクティブ運用の強化を図っていること、それから、マネージャー・エントリー資格の緩和をしており、これまであった運用資産の残高要件、あるいはファンドの実績年数の要件を撤廃している。オルタナティブ投資の拡充も専門人材を採用するなどして進めている。

16ページ目、スチュワードシップ活動とESG投資の関係である。これもアンダーラインのところを中心に御覧いただきたい。投資先の個々の企業の価値が持続的に高まり、ひいては資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要である。こうした考え方に基づいて、GPIFではスチュワードシップ活動や非財務的情報であるESG要素を考慮した投資を推進している。ESGを考慮した投資というところでは、9つのESG指数を現在選定している。

17ページ目、GPIFの情報公開と広報活動である。一番上のところを御覧いただくと、毎年度、業務概況書を説明するよう、厚生労働省のほうから求めているほか、保有全銘柄の開示もしている。

17ページ目の下、アンダーラインを引いているが、年金積立金の運用結果、運用手法、管理運用委託手数料、また、運用受託機関の選定過程・結果、保有する全ての有価証券の銘柄名及び当該銘柄の時価総額といった高い水準の情報公開を実施している。

18ページ目、年金積立金の運用に関する報告書については、こういった報告書があるということを御承知おきいただきたい。

19ページ目、現在のところ、GPIFの運用状況はこのとおりとなっており、2001年度の自

主運用開始から2023年度、第3四半期までの収益率がプラスの3.99%、累積運用収益は約132.4兆円となっている。

#### ○山本財務省主計局給与共済課長

財務省主計局給与共済課が国家公務員共済組合制度を所管している関係から御説明させていただきます。

1 ページの上の箱で書かれているとおり、法律において、この共済組合のミッションが書かれているが、ここに書かれているような多様な業務を担っており、国家公務員の生涯にわたる生活を支える、組合員の相互互助的な機関として、相互救済を目的として設立されている。下の絵のとおり、短期給付、長期給付、福祉事業といったような業務を行っている。

この組合は省庁ごとに20あり、それを取りまとめる形で国家公務員共済組合連合会(KKR)が、特に長期給付について担っている。

2 ページで積立金運用の目的、こちらはGPIFと同じである。KKRの設立の経緯だが、各省庁の共済組合と共同で業務を行うことを目的に設立されており、下の絵にあるが、組合員から保険料を徴収することから、年金の給付額の決定や支給も行った上で、積立金の管理運用を行っている組織になる。

3 ページ、平成27年の被用者年金一元化後、KKR、その他共済がGPIFとともに共通財源として一元的な資金管理をする必要があったことから共通のルールを策定しており、4大臣共同で「積立金基本指針」を策定している。各主体、KKRなどは「管理運用の方針」を作成し、それに沿って運用する。KKRはさらに事業計画を策定するなどして、積立金を運用している。基本的考え方や運用戦略は下に書かれているとおりである。

4 ページ、資金の管理運用体制だが、資金運用部が管理運用の方針に基づいて運用する。運用リスク管理室がこれらをモニタリングし、さらに監事が内部監査を実施する。下の絵の左側に書いてあるが、外部の学識経験者・実務経験者で構成される資産運用委員会を設置し、年5回程度、意見を聴取している。また、特段書いてないが、外部コンサルの活用もしている。

5 ページ、この管理運用体制及びリスク管理体制だが、①に書かれているような人数・体制で業務を行っており、プロの外部人材を採用している。人材育成の観点からは証券アナリスト等の資格取得、大学院への職員派遣、OJTを行っている。

②リスク管理体制だが、定期的なモニタリングを実施し、モニタリング結果を委員会に報告して検討している。

6 ページ、運用に当たっては一部自家運用があるが、多くは運用受託機関に委託している。

①運用受託機関の活用については、高度な専門性を活用しつつ、マネージャー・エントリ制を採用している。また、随時運用受託機関の見直しを検討している。

管理に当たっては運用ガイドラインを提示し、その順守状況についてモニタリングを実施している。

7ページ、KKRの責任投資活動だが、スチュワードシップ・コードの受け入れ、PRI署名を行っている。ESG投資の推進にも取り組んでいる。具体例については①②③のとおりで、④においてはエンゲージメントの状況についても記載している。

8ページ、情報開示の状況だが、こちらの厚生年金保険法に基づき、以下に羅列しているような情報開示を実施している。

9ページ、運用の状況だが、2点目の2行目の最後辺り、実質的な運用利回りは4.98%となっており、GPIFの説明でもあったが、長期的な運用目標は1.7%ということから運用目標を上回っており、年金財政上の必要な利回りを確保している。

#### ○田中総務省自治行政局公務員部福利課長

私から、地方公務員共済の積立金の管理運用について、御説明させていただく。

地方公務員共済組合制度だが、法律上、国家公務員共済組合制度と権衡を失しないようにすることとされているため、ただいまの財務省からの御説明とかなりの部分が同じような内容となること、あらかじめ御承知おきいただきたい。

1ページは、制度の概要だが、地方公務員共済組合は、地方公務員法上の公務員制度の一環として位置づけられており、地方公務員を対象として、短期給付事業、長期給付事業、福祉事業を一体的・総合的に行うことにより、地方公務員の生活の安定と福祉の向上に寄与すること、公務の能率的運営に資することを目的としている。こうした組織の性格を踏まえて、重要事項について、労使代表の合議により意思決定をするなどのガバナンスの仕組みが法定されている。年金積立金の運用は、長期給付事業の一環として実施しているものである。

2ページは、積立金の運用だが、厚生年金保険法に基づいて、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ことにより、将来にわたり、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うこととされている。

また、地共済の役割だが、下の図のとおり、長期給付事業については、地共済の各組合等は、保険料の徴収から年金の給付まで、一連の年金事務を担っているが、全ての組合等をもって組織する連合体である地共連が、全体を束ねる役割を担っている。

3ページだが、厚生年金保険法に基づいて、共通の枠組みの下で運用を行っており、左下の図を御覧いただければと思うが、地共済においては、管理運用主体である地共連が、地共済としての「管理運用の方針」を策定し、それに適合するように、それぞれにおいて「基本方針」を策定している。このような枠組みの下で定められた基本ポートフォリオは、GPIFや他の共済とも同様となっており、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、25%ずつとなっている。

右の方は、「管理運用の方針」の中身についてだが、記載のような「運用の基本的考え

方」に基づいて、こうした基本ポートフォリオを適切に管理しつつ、運用の多様化やESG投資などにも取り組むこととしている。

4 ページは、地共済の管理運用体制について、代表例として、地共連の体制を示した資料となっている。大臣の監督・監査の下で、地共連として各種の業務を実施しているが、その中でも資金運用業務については、中ほどの①の運用体制にあるとおり、高度な専門人材としての総括投資専門員を配置して、資産運用会議にて審議をしながら資金運用を行っている。また、運用リスク管理会議を定期的に開催すること等によって、運用リスクを管理している。

併せて、②について、有識者で構成される資金運用委員会を設置しており、資金運用に外部の専門的知見を活用している状況である。さらに、法定されたガバナンスの仕組みとして、運営審議会に対して必要事項の報告等を行っている。

5 ページだが、地共済においても、積立金の管理運用に当たって、①のとおり、担当部門を設置し、専門人材の育成に努めているとともに、②のとおり、資産運用リスクを踏まえたリスク管理のための体制を構築している。

6 ページだが、地共済においても、一部を除いて、その大宗は運用受託機関に委託をしている状況である。オルタナティブ資産についても同様である。具体的には、下の①、②のとおり、運用受託機関の高度な専門性を活用しつつ、委託先の適切な選定、評価に基づく見直しの検討、管理等を行っている。

7 ページだが、地共済においても、日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明しているほか、令和6年度の早い時期にPRI署名を予定しているなど、責任投資活動を実施しているとともに、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点からのESG投資の推進に取り組んでいるところであり、その具体例については、①から④に記載している。

8 ページだが、地共連においては、法律に基づき、事業年度ごとに、地共済の管理運用の状況について法令で定める事項を記載した業務概況書を公表することとされている。それに加えて、地共連においては、列挙したような情報をホームページで公表している。

9 ページだが、地共済の令和4年度の運用実績等は、お示ししたとおりだが、地共済の長期的な運用目標1.7%に対して、過去5年間における実質的な運用利回りは4.27%となっている。年金財政上、必要な運用利回りを確保しているものと考えている。

○秋庭文部科学省高等教育局私学部私学行政課私学共済室長

文部科学省は説明者が3人いるので、私学共済については駆け足の御説明となることを御容赦いただければと思う。

資料の3ページ以降となるが、4ページの管理運用の方針である。以降、GPIF、国共済（KKR）、地共済と基本的に同様だが、4大臣による「積立金基本方針」に基づいて、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ということ、それから、実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保することである。

5 ページ目、運用体制について、資産運用の担当部署と運用リスク管理を担当する部署をそれぞれ別に行っている。合議体で行っており、左側、資産運用検討委員会、共済運営委員会といった外部の有識者の知見も借りることにしている。

7 ページ目、外部委託運用も同様に私学共済が行っている。

8 ページ目、責任投資活動ということでスチュワードシップ・コードの受入れ、それから、ESG要素の考慮といったことを行っている。

9 ページ目、情報開示についても義務づけられている年次の業務概況書のほか、四半期ごとに運用実績を自主的に公表している。

10 ページ目、資産運用の状況については、実質的な運用利回りが5.07%ということで長期的な運用目標の1.7%を上回っている。

資産構成割合や積立金額の推移については下の表のとおりである。

#### ○奥野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）

引き続き、文部科学省研究振興局より大学ファンドの概要について御説明申し上げます。

12 ページ、大学ファンドについては他の資金とは異なっており、研究開発、科学技術政策という観点で、12 ページの上にあるとおり、研究助成・大学支援等を行っている科学技術振興機構（JST）というファンディングエージェンシーの中に10兆円規模の大学ファンドを造成し、令和3年度末から運用を開始したところである。

「運用目的/運用目標」の欄を御覧いただきたい。大学ファンドについては、したがって基本的に最優先の目標は支援すべき国際卓越研究大学に対して及び博士学生支援等に関して、毎年度安定的な助成財源を捻出することである。

なお、運用の目標については、令和8年度末までに3,000億円の運用益を達成すること、令和13年度までに運用目標3%プラス物価上昇率を達成することを目指している。現時点では、まだ、具体的な収益目標・運用目標が義務づけられていない運用の立ち上げ・移行期間になっている。

運用の基本的な事項について、特徴となる点を何点か御説明申し上げます。

資金の性格にあるとおり、大学ファンドについては運用元本の9割が財政融資資金からの借入金になっている点、さらに10兆円の造成以降に追加的な資金が入ってくる見込みがない点から、他の資金とは違って、下方に対するリスクを抑制した形での慎重なスタートが必要となっている。

また、資産構成については他のガバナンスの方法と違って、レファレンス・ポートフォリオとあって、グローバル株式：グローバル債券＝65：35をもって許容リスクを算定して、その算定された許容リスクの範囲内において、JSTの運用収益率、先の目標を達成すべく基本ポートフォリオを設定して、それに基づいて管理・運用していただくような形でガバナンスの方法が異なっている。

13 ページ、運用の体制については、JSTにおいても投資部門とリスク管理部門をそれぞれ

設けて業務運営上の牽制体制を構築し、監査部門がこれを監査するガバナンス体制を構築している。また、ファンディングエージェンシーの中に投資部門をつくっているのも、独自の俸給体系等をつくった上で、設立に当たって外部から金融関係の専門人材等を積極的に登用して、投資部門、リスク管理部門等をつくっている。

さらに文部科学大臣が任命するJSTの外部実務経験者からなる運用・監視委員会を設け、14ページに記載の元日銀副総裁の中曾委員長の下、日々の投資活動等の全体の適正を担保していただいているところである。

15ページ、外部運用については、まだJSTは立ち上げたばかりであり、10兆円の資金を債券に転換しながら、徐々に基本ポートフォリオに向けて株式等を増やしている段階である。この段階ではまだ債券をたくさん持っているのも、債券の自家運用の割合が多くなっているが、順次株式等において外部委託運用の割合等も増えている。また、この過程において積極的にグローバル株式のみならず、オルタナティブの運用等の委託等も進めていくこととしている。

16ページ、スチュワードシップ・コードについては、令和5年8月に国連の定める責任投資原則（PRI）に署名する等、こちらに記載のとおり取り組を進めている。

17ページ、情報開示について、情報開示も運用立ち上げ当初のため、省令に基づく年次の報告のみを行っているが、運用状況の進展を踏まえつつ、JSTの側において、より積極的な情報開示について検討を進めることとしている。

18ページ、運用実績については、まだ運用の移行期で運用目標等の達成を求めているところではない。許容リスクの範囲内での運用が行われており、収益率にマイナスがついてはいるが、国際卓越研究大学、博士支援に必要な助成財源の確保として必要な助成財源等については、左下のとおり、実現益・実現損での損益計算によって算出するので、損益計算上、必要な実現益を確保している。

#### ○伊藤文部科学省大臣官房文部科学戦略官

最後に手短かに、国立大学法人と私立大学の学校法人について、概況を御説明させていただく。

20ページの国立大学法人について、国立大学はもともと国の機関であったものが法人化したのが、基本的には国からの運営費交付金と学生からの授業料で賄われる法人のため、多くの自己収入を持っていなかったことがベースだった。法人化後、それぞれの法人の努力によって寄附金等の自己収入を獲得するようになってきたので、平成29年から文部科学大臣の認定を受けた国立大学法人は寄附金等の自己収入を運用するために、元本保証のない金融商品を含めて運用することが可能となった。

このように、歴史が浅いので、一定程度進んできたが、それぞれの法人が十分な大きな基金を持っている状況ではない。

具体的に、文部科学大臣が認定する際に確認する事項としては、それぞれの国立大学法

人において、資金運用の管理規程を制定し、運用の目的等の基本方針を定める。

また、運用に関わる役職員の倫理規程を制定したり、事務体制の整備を行ったり、資金運用管理委員会を設置したり、このような体制の整備をしっかりとしているところに関し、それを認定するという形の間接で私どもはチェックしているところで、これらを踏まえ、それぞれの大学で体制を整えているところである。

先ほど申したように、例えば100億円以上の資金を持っているようなのは全体の国立大学法人の中でまだ3法人程度で、まだまだ諸外国と比べても、非常にそこは小さいので、今、御説明したような大学ファンドを逆に国の主導で政策として実施している。そして、支援を大学にしてもらっているという体制になっている。

21ページは学校法人の資産運用の概要である。学校法人は国立大学と違ってかなり歴史があるので、むしろ国立大学法人よりも資産運用を行っている法人は多い。比率で見ると、500億円以上が45法人、100億円から500億円未満が172法人で、この両者、100億円以上が3分の1弱の数字となっている。

これらの学校法人の運用体制については、それぞれの法人ごとに寄附行為やこれに基づく規程に基づいて、学校法人の責任においてしっかりとした運用体制を規定していただくということとしている。

また、資産運用に関する責任のある意思決定と執行管理が行われる体制の確立など、私どもの通知を通じて求めているところで、2つの事例をお示ししたが、運用委員会を設け、しっかり情報公開をしていく、また、理事会がCIOを任命しながら、そのCIOがしっかり責任を持って情報もしっかり公開していく、こういった例もある。学校法人も大小様々であるので、一律の体制というよりも、それぞれの学校法人が規模に応じて体制を整えていただいているような状況である。

#### ○神作部会長

本日の主な論点は資料5のとおりである。時間の都合上、資料5自体についての御説明は割愛させていただき、有識者の皆様に順番に御発言をいただきたい。

発言の順序については、上田委員、玉木委員、野村委員の順番でお願いします。

#### ○上田委員

それぞれの省庁傘下にあるアセットオーナーの皆様が具体的にどういう取組をされているのか、そして、それぞれのミッションや性格、そういったものについて大変よく分かった。そして、規律ある取組をされているということもよく理解できた。御説明いただいた内容を踏まえて、資料5に基づいて4点コメントさせていただく。

1点目、受託者責任という言葉が書かれているが、前回、私もここは大事ですとコメントしたので、そこを少し補わせていただく。なぜここに引っかかったかということ、以前、神作先生の下でスチュワードシップ・コードをつくったときに、スチュワードシップとは

何なのだと、私は現地のイギリスでも調べてみたものの、結局カタカナに収まって、それが最もフィットしたということがある。ここ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、ここで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ではないか。

したがって受託者責任という法律上極めて難解で、各国においても解釈・定義が異なるような言葉を使うよりも、より曖昧で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と考えたというのがまず第1点である。

実際に、年金基金のように受益者が明確に存在する場合については、受託者責任を皆様は認識されていると思うが、最後に御説明いただいた大学ファンドは自己資金の運用であって、受益的効果が研究者とか学生とか大学の教育研究環境の整備に対して期待されるということで、受託者責任というのも微妙かと思う。そのため、この目的のためにはフィデューシャリー・デューティーという少し曖昧な表現がよいのかと思った。

2点目に執行とモニタリングである。今後、資料5のような骨子でプリンシプルを作成されると思っている。それに基づいて、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、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。

執行については運用責任者であるCIOという立場の設置を期待する。例えば地共連においては、長年、総括投資専門員という金融機関出身の方が投資の現場でサポートしているという御説明が本日あった。実際に金融機関とやり取りする上では、こういった専門の人材がおられることで外部委託先とか、あるいは他のアセットオーナーとのやり取りにおいても相当有益なのではないか。

もちろんGPIFや企業年金連合会など、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があると本日御説明いただいたので、そういったものを置いて、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。

次にモニタリングである。ここは専門の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。

このような対応をすると、投資というのは収益が取れる場合だけではなくて損失が生じるのは当然のことであるため、仮に環境変化により損失が生じた場合であっても、きちんとしたガバナンスとプロセスを踏んだ投資判断であるとすれば、これは組織を守ることに思える。

3点目、資料5に書いてある下の2つ目の点で、プリンシプル周知以外の様々な取組はないかというところについて、私はこういったものがあるかなと思ったのが2点ある。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、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。

本日、御説明がなかったが、以前GPIFがグローバルなアセットオーナーとの交流をされていると伺ったことがあり、そういうものがあれば、海外の取組を日本にうまくGPIFが取り込んでいるように、これも国内で同様の横の広がりができるとうれしかった。

第2のフォローアップだが、プリンシプルというのは、実際に採用されていく中で、一方で、環境も変わる可能性もある。そのため、実施状況を確認してその課題を検討して、必要に応じてプリンシプル自体も固定のものではなくて改定も可能性として置いて、そういったプロセスを整備するということである。

プリンシプルのサステナビリティというと、最近流行りの言葉のようだが、プリンシプル自体をサステナブルな存在とするためには、検証とより柔軟な見直しのプロセスをしっかりとつくっていくことが必要と思った。

最後に、全体に関するところだが、適用方法である。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、一定の原則とか、補充原則とか、指針とか、そういった構成がある中で各基金、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、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のかと思う。

#### ○玉木委員

まず、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。その議論を掘り下げに当たっては、我が国のアセットオーナーは特に今日御説明いただいたGPIF、3共済を中心にした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。

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ということである。専ら被保険者の利益のためという定めがあるが、これが他事考慮の禁止という考え方になっている。こういった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。

2番目に、GPIF、3共済においては、株式保有や個別企業の経営への関与が禁じられている。その分はどこに行くかという、運用委託先、運営機関に一任されている。すなわち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。コラボするという事は、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。

3番目に、GPIF及び3共済、今日まとめて説明いただいたが、実は組織の成り立ちは全然違うのだろうと思う。GPIFは運用だけの単一機能の組織、3共済は多分職員の方の98%ぐらいは運用ではない仕事をなさっているのだろうと思うので、組織の成り立ちや組織文化が全然違う4つの組織に同じことをしてもらうことが一番よいのかどうか、ここは考えどころだろうなと思う。

このような事情を踏まえて、当面の議論のポイントを絞り込んでいくとすれば、どうなるだろうか。第1の専ら被保険者の利益のためと働きかけの関係については、今まで既にいろいろなところで政府として発信されていると思うが、発信の仕方を常時アップデートしていくことについて、よくお考えいただきたい。

もう一つは、先ほど申し上げた働きかけのコストに係るところについて、GPIFや3共済が払う運用報酬の意味を少し明確にすることが有益ではないか。というのは、今、GPIFなどが払っている報酬は非常に低い。運用業界はどこもGPIFと取引をしたいということで、コストの関係が不明確になっている可能性がある。

これはどうしてそうなるかという、運用自体、トレードをすとか、レポーティングをするというコストとエンゲージメントするコストがどんぶり勘定で一つの運用報酬という形になっている。これがいつまで持続可能なやり方であるのか、見える化が求められる中でどうなのだろうかということは、今後の議論の中で考えてもよいのかなと思う。つまり、どんぶり勘定ではなくて、積み上げ方式にしていくというアプローチもあるのではないだろうか。

もちろん積み上げ方式にした場合、トータルの報酬が上がる可能性は十分にある。その場合には、GPIF、3共済においては、国民に対してこういう意味のあるサービスをしているからこれだけ払っているのだという説明、あるいはそのための運用機関に対するモニタリング、これについて従来並みないし、それ以上に頑張ってもらわなければならないか。

例えばGPIFだと、国内株式のパッシブ運用の運用報酬が1ベースを下回っている例があるのではないか。それは確かに競争環境の中で出来上がった市場価格ではあるが、これが長期的な観点から本当に国民のためなのか、⑤の働きかけにベストなやり方なのだろうかということを考えてい。働きかけをするための専門人材にコストが必要なため、それを

賄うためのコストを政策として考えていくといったアプローチも、これからの議論の中であってもよろしいかと思う。

#### ○野村委員

私も資料の5に沿ってコメントをさせていただく。

まず、資料の1点目について、ここで例示されている①から⑤は、恐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かと思う。

例えば①の運用の目的、あるいは運用目標、こういったことについてはプリンシプルのまさに1行目に書くような中核事項だと思う。その方法として、基本ポートフォリオの策定等というのにつながるのかと思う。

また、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。

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。

また、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。

そして、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。

そして、⑤のステューワードシップ活動だが、これは日本版ステューワードシップ・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。

また、サステナビリティ投資については、例えばアメリカのESG投資をめぐる議論が活発

なわけで、それ一つ見ても、これは容易には答えが出ないことと思う。主体により様々であることを踏まえた書きぶり、ただ、サステナビリティ投資のことを考えていかねばならないということかと思う。資料5で書かれた文言に特段の違和感はない。

資料の2点目について、プリンシプルの利用促進策ということかと思うが、まずは受入表明された先を政府のウェブサイトで公表するといった、スチュワードシップ・コード等で実施されているようなやり方なのかなというぐらいしか、私は思いつかなかったというところである。

最後に、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。

#### ○神作部会長

委員の先生方にお一人ずつ御発言をいただいたが、ほかの委員の先生方の御発言を契機として追加、あるいは補足の御発言があれば、ぜひ願います。

#### ○玉木委員

今日、GPIF、3共済、公的な皆さんの話を伺ったが、もちろんアセットオーナー・プリンシプルは民間の企業年金などもカバーする。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いといけないだろう。

もう1点、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。

このアセットオーナー・プリンシプルをつくるための議論、あるいはつくった後のいろいろなフォローアップ、そういったものを企業経営者は、従業員、あるいは元従業員に対して提供している様々なベネフィットの持つ意味についてしっかり考えてもらいたい。あと、株主のお金を使っている以上は、ちゃんと情報開示・説明をしなくてはならないはずである。

企業年金というのは労使が合意してつくるものだが、もう1人、どうしても株主と話をするはずなので、そうすると、合わせて3つのプレーヤーがいる。その人たちがそれぞれ

真剣に考えて、最終的に、例えば人的資本を充実する、あるいは従業員の生活が改善する、あるいはマクロ経済的な資本市場の機能が向上する、あるいは公私を問わず、年金というものに対する国民の信任が増していく、あるいは資産運用という営みに関して人々の関心が高まり、いわゆる博打ではない、本当に長期的な観点からやるものなのだと、そういったものがしっかりしないと、きちんとした技術開発とか、きちんとした固定資本の形成といったことはできない、そうすると、我が国の潜在成長率も高まらず、国民の生活も向上しないのだといった理解が広まるような議論の組み立てを、ぜひ皆様でお考えいただきたい。

#### ○上田委員

今、ほかの委員からも①～⑤の構成についてはよろしいのではないかとあったが、私もこれは網羅的でよろしいかと思う。

お願いしたいのが、前文をしっかりと書いていただきたい。このアセットオーナー・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と思う。これがまず1つ目。

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、できないとすることをしっかり説明していただくと、そういう余地があるということをお認めいただけるように、それも伝わるような形でしていただければと思う。

もう一つ、玉木先生がおっしゃったコストについて。前回、オンラインだったのでお伝えしなかったのだが、コストシェアリングはすごく大切で、先般の金融庁のワーキング・グループの報告書にもインベストメントチェーンのコストシェアリングが大事だという文言が入っていたかと思う。

一方で、国民から見ると、これは税金を使っているのではないかと、それを金融機関に流しているのではないかという御批判もあるかと思う。ただ、インベストメントチェーンをしっかりと回すという今回の資産運用立国実現プランにおいて、何が起きるか懸念をしているかというところ、アセットマネジャーの高度化が進み、力をつけた、しかしながら日本のアセットオーナーはフィーを払ってくれませんかとなると、アセットマネジャーは海外の営業を頑張って、その力を持って海外に行ってしまうのではないかということである。よって、しっかり国内でインベストメントチェーンを回せるということで、説明責任とか御負担もあろうかと思うが、ここは大変重要な視点なので、そこはずっと心配しているところである。

#### ○野村委員

今、上田委員がおっしゃったとおり、前文も大事であるし、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。

また、確かに公的な運用資金であったとしても、運用の多くを担っている主体は民間の営利組織であることからすると、活動の多くに公共性があるとはいえ、営利主体である以上は一定の収益性を追求し、事業判断を下さざるを得ない。社会的な意義が大いにあるといえども、収益性の観点からこのビジネスの持続は難しいという判断を下すようなことが起きないように、まさにインベストメントチェーンについて、全体として最適な形に持っていくことが重要となる。玉木委員がおっしゃっていたように民間で起きている部分もあるので、どうやったらよい形の水準に落ちつけることができるのかというのは、なかなか制度論では語り尽くせない部分もあると思うが、非常に重要な論点だと思う。

#### ○神作部会長

私からもコメントさせていただく。

資料5について、上田先生が御指摘されたように、例に挙げられている項目は、まさにプリンスの原則や補充原則として挙げられるべき重要なアジェンダである。これを拝見して感じたことは、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、やや付け足し的になっているかと思う。運用を委託した場合のリスク管理について、それはそれで重要な問題であると思うが、ファンド全体のリスク管理が非常に重要で、基本ポートフォリオの設定等と書いてあるが、設定のみならず、その適切な実施とコントロールがファンド運営、アセットの基本的な2つの業務になるのではないか。

また、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人と体制が必要であると考えられる。コンプライアンスの事務自体もアウトソースすることはあり得ると思うが、しかし、コンプライアンスの機能というのが非常に重要であるとともに、もう一つ、経理、計算の重要性というのは④の前提だとは思いますが、まず、関係者に開示するに先立って、自分のファンドがどうなっているか、特に外部委託した場合には、自分のファンドの内容をきちんと正確に把握するというのが④の出発点であり前提ではないかと思う。こういったコンプライアンスとか経理に関する項目が落ちていると感じた。

それから、③だが、私は今回のプリンス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法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。そういう意味では③の運用委託のところに固有のリスク管理があってもよい。いずれにしても、この運用委託をきちんとうまくアウトソースを利用して、そして、ファンドの成績を上げていくことが極めて重要なことである。

それでは、本日の意見交換はここまでとさせていただきます。

それでは、以上をもって本日の会議を終了する。