

## 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議事要旨

---

### (開催要領)

1. 開催日時：令和6年3月7日(木) 9:19~10:20
2. 場所：合同庁舎8号館8階特別大会議室
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
	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
	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
	太田原 和房	金融庁総合政策局参事官(企画市場局担当)
	三浦 知宏	金融庁監督局保険課長
	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
	伊藤 学司	文部科学省大臣官房文部科学戦略官
	柳澤 好治	文部科学省研究振興局大学研究基盤整備課長
	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 | 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について |
| 資料2 | 基礎資料                           |
| 資料3 | 金融庁資料                          |
| 資料4 | 本日の主な論点                        |

---

## ○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1回会合を開催する。

本作業部会の部会長を務めることになった、学習院大学の神作である。どうぞよろしくお願い申し上げます。

本会議のメンバーの御紹介は、資料1をもって代えさせていただきます。

なお、本日、上田委員はオンラインにて御参加いただいている。また、金融庁の尾崎審議官と文部科学省の奥野審議官は御欠席のため、代わって三浦保険課長と柳澤大学研究基盤整備課長に御出席いただいている。

それでは、作業部会の開催に当たって、内閣官房新しい資本主義実現本部事務局、新原事務局長代理から御発言をいただきたい。

## ○新原新しい資本主義実現本部事務局長代理

本日、「アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会」を設置し、第1回会合を開催させていただきます。

委員の皆様におかれては、ご多忙の中、御出席いただき、感謝申し上げます。

皆様ご承知のとおり、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、大学ファンドなど幅広く、その性格も様々である。

一方で、アセットオーナーにおいては、共通して、受益者等に適切に運用の成果をもたらす等の責任を果たしていくことが重要であり、それは、家計等の利益の拡大や我が国経済・企業の成長の好循環をもたらすために、非常に重要な機能を担っている。

これを踏まえ、昨年10月、総理自ら、「アセットオーナーに求められる役割を明確化したアセットオーナー・プリンシプルを、来年夏を目途に策定いたします。その中で、最善の利益をもたらす資産運用会社の選択や、ステークホルダー等への運用内容の見える化などを求めてまいります。」とご発言された上で、昨年12月にとりまとめられた「資産運用立国実現プラン」において、アセットオーナーに係る共通原則を策定することが盛り込まれた。本作業部会では、その策定に向け、実務的な検討を行っていただきたいと考えている。

既に、規模の小さいものも含む企業年金については資産運用立国分科会にて検討をしたが、本作業部会においては、他のアセットオーナーに関しても分科会の議論に即した議論を行うことが必要となる。

特に、比較的規模が大きい機関であるGPIFや共済組合連合会等については、市場の発展から多くのメリットを享受する立場にある中で、市場の発展に対する貢献につき高い期待が寄せられていること、一方、企業年金以外にも学校法人を始め規模が小さかったり、運用実績が浅く、運用委託先管理等に課題を感じている者もあること、なども踏まえた議論

をお願いできれば幸い。

プリンシプルの策定に向けて、皆様から忌憚のない御意見を頂戴できればと考えている。どうぞ宜しくお願い申し上げます。

#### ○神作部会長

続いて、内閣官房から資料2の基礎資料について、御説明をいただきたい。

#### ○堀本新しい資本主義実現本部事務局次長

資料2に沿って、簡単に今回の作業部会の背景となった問題意識等を御説明したい。

まず、1ページ。

先ほど新原代理が申したとおり、今回のアセットオーナーの改革については、資産運用立国実現プランの中で、インベストメントチェーンを確立するための一つのピースとして重要な改革であると認識している。

続いて、2ページ。

そうした中で、実現プランの中にアセットオーナーシップの改革というのがあり、その中で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の策定を命じられているところである。

3ページ。

こうした点については、昨年10月の岸田総理のスピーチの中で、「アセットオーナー・プリンシプルを来年夏を目途に策定いたします。その中で、最善の利益をもたらす資産運用会社の選択や、ステークホルダー等への運用内容の見える化などを求めてまいります。」となっている。

4ページ。

先ほど新原代理が申したとおり、真ん中の〈施策〉の中で、「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」とあるが、その際、以下の企業年金の改革に記載された項目のうち、資産運用立国分科会において議論されてこなかった公的年金や共済組合等の他のアセットオーナーに共通する課題についても検討することになっている。

5ページ、6ページが資産運用立国実現プランにおける企業年金の改革の項目である。

5ページの下の方、企業年金の改革については、まず確定給付企業年金（DB）の改革の中で、〈施策〉のところを見ていただくと、確定給付企業年金（DB）に対して、運用力の向上や受託者責任の普及啓発に向けて、資産運用に関する研修・情報提供を通じた人材育成等の取組を推進することや、確定給付企業年金（DB）が契約の形態如何に関わらず、定期的に総幹事会社を含めた運用委託先を評価し、必要に応じて運用力次第で委託先を変えるなどの見直しを促進するという事になっている。

6ページ。

「（イ）共同運用の選択肢の拡大」は飛ばして、「（ウ）加入者のための運用の見える

化の充実」の〈施策〉において、運用成果の意味の周知や、運用状況や専門人材の活用に係る取組状況を含む情報の他社と比較できる見える化を行うことになっている。

その上で、7ページ、これはプランには盛り込まれていないが、分科会の議論の中で、アセットオーナー・プリンシプルに関連して委員から御発言をいただいた部分を整理している。

1つ目に、まずガバナンス面の検証が重要であるという御意見。

2つ目に、専門性の向上、共同運用事業の利用、情報開示が重要であるという御意見。

3つ目に、リスクの最小化が至上命題のままでは、アルファを創出できる資産運用会社や新たな資産クラスの採用を通じた運用の高度化の実現は難しいという御意見。

4つ目に、オルタナティブ投資を前提とした原則を策定することは重要であるという御意見。

5つ目に、運用業者の業歴によって排除することなく、最適な運用業者を積極的に選定することは、長期的な収益向上に資するという御意見。

6つ目に、一方で、新興運用業者の取扱いについては、特別扱いする必要はないという御意見。

7つ目に、体制の強化と投資対象の多様化はセットであることを強調し、特にプロの外部リソースをうまく有効活用して、発展につなげればよいという御意見。

8つ目に、プリンシプルについては、明文化することによってぶれを小さくすることが重要ということと、その際に、経済・市場環境の構造変化に応じて適切な投資行動を取っていくこともアセットオーナーに求められている重要な役割ではないかという御意見。この点は、プランの中にも問題意識として盛り込まれている。

最後に、アクティブ運用によるアルファの追求やオルタナティブ資産の活用によって、リスクを抑えながらリターンを向上させて運用効率を高めることも重要なのではないかと御意見。

8ページは、アセットオーナーとして想定される主な主体。これ以外ももちろんアセットオーナーは定義的にいろいろなものがあるが、大きな主体としてはこういうものがあるということ整理している。

#### ○神作部会長

続いて、今回と第2回会合に分けて、主なアセットオーナーの資産運用に係る実態について、関係省庁から御説明をいただく予定である。

本日は、まず金融庁から、資料3「生命保険会社の資産運用に係る実態」について御説明をお願いします。

#### ○三浦金融庁監督局保険課長

お手元の資料3に沿って、生命保険会社の資産運用について御説明させていただく。

1 ページ目については、基本的な考え方、及びそれに基づく運用戦略について簡単にまとめている。「運用の基本的考え方」にあるとおり、生命保険会社の資産運用は、保険契約者から保険料を集めて、それを運用することなので、長期・安定的な収益を確保する必要。かつ、厳格な資産運用リスク管理を行って安全性を確保すると同時に、生命保険事業の使命や公共性を踏まえて、ESGをはじめとする責任投資を積極的に推進していくという、大きな3つの考え方、柱に沿って運用を行っている。

この柱に沿うと、具体的な運用戦略としては、まず、保険負債に応じたポートフォリオの構築が挙げられる。負債部分のデュレーションが長いので、資産部分もそれに合わせていくと同時に、収益力向上のための運用の高度化をしっかりと進めていくような取組を行っている。あと、リスク管理態勢の強化・高度化、さらにはESG投資の強化を行っている。

2 ページ目は、一般的な運用体制について記載している。実際に運用するのは第1線と書かれている運用部門であり、それを第2線のリスク管理部門がモニタリングし、第3線の監査がしっかり監査をし、経営部門は全体をマネージするという大まかな体制である。一方、特に運用の高度化に関わる部分、例えば高度なオルタナティブ投資や一部の外債投資については、外部の資産運用業者や、場合によっては、米国の子会社として持っている資産運用会社も含めて運用の委託を行っている。

3 ページは、資産運用体制及びリスク管理態勢について記載している。

「①資産運用体制・人材育成」については、生命保険会社においては、一般的にアセット（国債・社債・株式・不動産等）ごとの専門部署、専担部署を設置しており、それぞれ運用計画に基づいて実際のオペレーションを行っている。かつ、その体制を強化するために、外部の資産運用会社等へのトレーニーの派遣や人事ローテーションにより、高度な専門性を有する人材を育成しているところである。

「②リスク管理態勢」については、資産運用リスクにかかるリスク量の計測やリスク・リミットの状況について定期的にモニタリングを実施し、経営部門に報告をする。あと、外部環境の大幅な変化等を踏まえたストレステストを実施して、その結果を経営に活用しているところである。

4 ページは、高度な運用については、外部委託を活用しているという話である。生保会社は、自社運用に加えて、特に海外のクレジット、社債やオルタナティブ資産の運用について、外部の資産運用業者等に委託をしている。

「①外部資産運用業者の活用」については、例えばその中でも一部の生命保険会社は、クレジット投資の拡大に当たっては、現地での運用実績を踏まえて、海外の子会社・関連会社を活用し、委託をしているところである。

「②外部資産運用のリスク管理」については、投資対象や限度額等の投資方針やリスク管理態勢等のガイドラインを策定して運用業者に提示、運用業者がそのガイドラインをしっかりと守っているかについてモニタリングを実施することで生命保険会社はリスク管理を行っている。

5 ページは、資産運用の高度化の取組について。人材育成やガバナンスをどのように行っているかといったことを記載している。

こちらは、大手生命保険会社4社について、資産運用のプランとして既に公表しているものをまとめたものである。事例を挙げると、「グループ会社の活用」では、グループの国内保険会社のクレジット・オルタナティブ運用機能・人材を子会社のアセットマネジメント会社に集約してそこで高度化・効率化を行う、海外社債の運用等について海外の資産運用子会社を利用するなどしている。

「人材育成」については、社内で資産運用に特化した専門人事コースをつくり、実績に応じた評価・処遇制度を導入したり、海外の資産運用子会社への社員派遣等を行っている。

「ベンチャー投資」については、例えば国内ベンチャーキャピタルやスタートアップ企業へ幅広く投資するファンドの新設を検討したり、新興資産運用会社についてトラックレコードにはよらず運用会社の方針や理念等を踏まえて選定するような方針をコミットしているところである。

6 ページは、責任投資活動についてまとめている。これまで、多くの生命保険会社がステewardシップ・コードの受入れの表明をしているほか、大手社中心にPRIに署名しており、各社は積極的な責任投資活動を実施しており、事例として以下の①から④に記載している。

「①体制整備」では、社外の委員を招聘した委員会を設置して、責任投資に係る方針や議決権行使議案等について審議するとともに、責任投資を行う専門部署を設置している事例を記載。「②ESG投融資」については目標を設定して行っている。「③インテグレーション」については、単に儲けだけではなく、ESGレーティングを各資産に付与し、ESG要素の目線を実際の投資判断にしっかりと組み込んでいくことを行っている。「④エンゲージメント」については、GHG排出量上位企業に対して、CO2削減に向けた取組や情報開示の状況に係る対話や、対話先にトランジションファイナンスの活用を促している。

7 ページは、情報開示についてである。

生命保険会社は、多くのステークホルダーがいるので、法令により事業年度ごとに資産運用の状況について開示が義務づけられており、表中の「\*」がついているものについては法令で開示が義務づけられている。

そのほか、生命保険協会のほうでも、加えて自主的に開示すべきと判断した項目については、別途開示基準を作成し公表しているところである。それをまとめたのが以下の表だが、細かな説明は割愛する。

8 ページは、具体的な資産運用の状況についてまとめている。

円グラフは、個人保険の種類別保有契約件数を示しており、最近はいわゆる第三分野が増えてきているが、いわゆる終身保険のような超長期で、利回り保証の商品が依然として主力である。

それに応じて、保有有価証券については、一番多いのは国債であり、特にデュレーション

ンを長くする超長期国債を最近は積極的に増やしている状況である。

一方で、しっかりと収益を確保していく等の観点から、近年は外国証券、オルタナティブ投資及びESG投資での運用を年々増やしている状況である。

9ページは、健全性規制である。

保険業法の中で、保険会社の財務の健全性を維持するという観点から様々な規制がある。例えば、以下のように、標準責任準備金制度や保険計理人、ソルベンシー・マージン比率規制といったものがある。ソルベンシー・マージン比率規制については、さらに中長期的な健全性をフォワード・ルッキングに把握する観点から、経済価値ベース、時価ベースの規制を2025年度に導入予定であり、現在作業を進めているところである。これが成立すると、よりリスク管理をしっかりとしているところの数字が安定するという指標になる見込みであり、我々の監督もそうしたベースで行っていくことになる。

#### ○神作部会長

本日の主な論点は資料4のとおりである。時間の都合上、資料4についての御説明は割愛させていただき、早速、有識者の構成員の皆様から、お一人5分以内で御発言をいただきたい。

#### ○上田委員

資料4に関連してコメントさせていただく。

私は前職の金融機関において、公的年金や共済組合の議決権行使やスチュワードシップ活動へのサポートをしていた。アセットオーナーに求められる専門性がより高くなり複雑化し、アセットマネジャーとの対話も高度化している中で、アセットオーナーの皆様は、セルフ・ディシプリンに基づいて積極的に取り組んでおり、苦勞している姿も見てきたので、今回こういうところが明確化されることは大変よいことである。

その上で、第1点、「形式について」。

プリンシプルの対象については、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、限定列挙というよりも、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方向と考える。ただし、実効性を高めるために、例えば前文等において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。

多様なアセットオーナーの受入れを想定していることから、共通項を定めつつ、個別の行動は固有のミッション等に応じた柔軟な取組を可能とすることが望ましく、その面ではコンプライ・オア・エクスプレインがよいのではないかと。

ただし、公的要請が強く、より強固なエンフォースメントが必要とされる場合には、各監督官庁の皆様からのリーダーシップにおいて、プリンシプルの採択とか遵守について個別の御対応をいただく余地もあるのかもしれない。柔軟に対応していく余地もあるのかと

思う。また、この点で、スチュワードシップ・コードと重複する場面もあるかと思うので、ぜひその辺りを整理いただくとよいのではないかと。

第2点の「内容について」。まず2つの大きな視点から、具体的に5項目が考えられる。第1の視点が、アセットオーナーとしての役割・責務に関する視点である。前提的なものである。そこで、第1の項目として、受託者責任と受益者の利益を第一に考えるという責務をもう一度明らかにしておく。これが全てのスタートであるかと思う。もちろん各アセットオーナーには固有のミッション、目的があるが、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かと思う。これが行動原則のまず大前提であるので、ここは明記しておく必要があるかと思う。

もう一点、第2の項目として、インベストメントチェーンを支えるという責務である。資産運用立国実現プランでは、インベストメントチェーンを通じた成長と分配の好循環が目的とされている。アセットオーナーが一番川上に存在するため、このインベストメントチェーンをサステナブルなものとして維持する責務があり、資産運用業という産業を支える責務が必要とされる。

具体的には、適切な対価を払うというなどが考えられる。資産運用業という産業を支えることが、ひいてはしっかりとしたサステナブルなリターンのもつなげる。現在、NISA等もあるため、その効果はインベストメントチェーンを通じて、アセットオーナーのみならず、日本全体の社会・経済の発展に寄与すると考える。これが大前提である。

第2の視点、これはアセットオーナーの組織、ガバナンスに関する観点から3項目の重要な点がある。第2の視点の第一の項目である第3の項目は、ガバナンス、モニタリング体制に関する部分である。これは一番重要である。アセットオーナーの固有のミッションや目的、特性、例えば受益者の性格や資金の時間軸等が異なる。そのため、運用戦略を策定・実行するには、リスクアペタイトの認識、先ほど御説明があったとおり、リスク低減ではなく、管理され取れるリスクはどこかということ認識した上での運用も必要となる。また、運用体制に対するガバナンスを効かせることも重要である。

その観点からは、多様性やスキルバランス、あるいは客観性を有した、社外取締役のような、独立の第三者を採用した仕組みづくりも参考になるのではないかと。この辺りは、いかなる組織であれ、ガバナンスの本質的なものが共通のものとしてあると思う。

第4の項目が運用の強化である。運用力について我々が気にすべき点は2種類あり、インハウス運用を行う場合のアセットマネジャーとしての運用力と、外部委託を行う場合のアセットオーナーとしての運用力があり、これらは似ているようで違う性質である。それぞれについてのスキルの開発、専門性を高めていくという意味での人材の育成、または、資産運用業界、民間の業界との人的交流等を含めた人的資本についても考える必要があると思う。資産運用立国実現プランでも、機関投資家の人的資本という議論があった。これは全く共通だと思う。そういう意味では、本日御説明のあった生命保険会社における取組は大変参考になった。

最後の第5の項目は、透明性と説明責任、さらにそれに基づいたステークホルダーとの対話という観点である。アセットオーナーについては、その社会的なプレゼンスと責務に鑑みて、受益者及びステークホルダーに対する透明性と説明責任、つまりディスクロージャーと発信が強く求められていると思う。

この点について、国民に広く関わる組織なのでそうかもしれないが、GPIFはディスクロージャー、そしてメディアやSNSを活用された発信に積極的に取り組んでおり、こういったものも参考になると思う。

そして、情報開示に基づいたステークホルダーとの対話も大変重要な要素である。受益者や委託先の運用機関との対話のみならず、インベストメントチェーン全体を通じて、日本の産業全体に対するアセットオーナーのインパクトは大きいいため、投資先へのエンゲージメントについても何らかの役割が期待されるのではないかと。

例えば、今、政府あるいは産業界が一体となって取り組んでいる人的資本とかサステナビリティ等の問題については、例えば公的年金のような、なかなか個別企業の経営には立ち入りにくい立場であったとしても、日本全体の底上げ、価値向上という面からすれば、様々な役割を果たせる面も大きいのではないかと。

#### ○菅野委員

私、前職はアセットマネジメントOneという資産運用会社で社長を5年間務めており、まさに資料2の8ページにあるアセットオーナーのところはお客様という形で、実際に運用の担当をされている常務理事や社長とお話させていただいてきた。その経験も踏まえて発言をさせていただきたい。

まず、「形式について」は、ここに列挙されているアセットオーナーの方々がマナドートしなければいけないことは本当に多種多様で、これを一律にルールを決めるのは本当に大変なことになってしまうので、そういった意味ではコンプライ・オア・エクスプレインという手法でアプローチするのがよいと思う。

ただ、その場合に、先ほど上田委員のお話にもあったように、一丁目一番地というのか、必ず守らなければいけないフィデューシャリー・デューティーであるとか、ガバナンスであるとか、そういった幾つかの点について、これはこのタイミングではまだ詳しくは入らないが、そういったものはここにあるようなアセットオーナーに横串を刺してきちんと整備しなければならないものがあるので、そこについては明確に示していく。

ただ、それをコンプライまでするかというと、本当に小さなところ、なかなかそこまでリソースを割けないところをどうやってすくっていくのかということもあるのですが、この辺は若干議論が必要と思うが、基本的にはコンプライ・オア・エクスプレインで、カテゴリーごとにある程度必要なものを抽出していくようなアプローチがよいと思う。

「内容について」は、こちらもここに列挙していることでほとんどカバーできていると思う。ただ、この中に、利益相反ではないが、相反するものがあると思う。例えば先ほど

の話でも、インベストメントチェーンをサポートすることで資産運用立国に資するようなことをやるためには、フィデューシャリー・デューティーは本当にそれで維持できるのか。例えばESGについて、この2年間ぐらいは石油会社に投資をするような投資に比べてパフォーマンスが非常に悪いが、フィデューシャリー・デューティーとの関係で投資することがどうなのかという議論もある。例えば資産運用立国でスタートアップを支援する、エマージングマネージャーを支援する、これは非常に大事だし、それによって最終的にはここに書いてあるようなアセットオーナーに利益が還元されるのだが、それにはやはり時間がかかる。その時差をどう考えていくのか。この辺もこの作業部会の課題だが、これをこの作業部会で議論できればと思う。

#### ○玉木委員

私からは、「形式について」と「内容について」に分けてお話を申し上げます。

まず、形式について、①は、前段、後段に分かれているが、私は後段のほうがよろしいかと思う。広くアセットオーナー全般を対象とすることが適切と思う。

あるカテゴリーを設定して、そこに属する主体には適用するというやり方を取ると、いろいろなカテゴリーの仕方があって、アセットオーナーの在り方として今我々が求めているものと一致している保証は全然ないため、恐らく何かカテゴリーを設定すると、その一部から、こんなものは無理とか、うちには合いませんという声が出てきてしまう。

あと、こういった原則ができた場合、どうそれを評価し、どうそれぞれで対応するかという点については、当面それぞれのアセットオーナーに委ねるのだろう。

アセットオーナーのリストを見ると、人的な面が充実しているのは公的なところが多くあるので、そういったところ、あるいは民間の主要なアセットオーナーが、所管の省庁とうまく共同歩調を保ちながらベストプラクティス、あるいはベタープラクティスをなるべく早期に実践して世の中に示していただきたい。

こうすることで、アセットオーナーというのはこういうことをするものだという相場感が出来上がっていく。その上で、プリンシプルをだんだん広めていくのが結局は近道ではないか。

②について、原則の全ての項目がよいのか、あるいは項目ごとに採否を選択できるのがよいのか、私は後者を少なくとも当面は取るべきだと思う。

状況は、アセットオーナーごとに非常に様々であり、場合によっては経営トップが自分がアセットをオウンしている意識があまりないところもあるため、反応速度が非常に違うことを十分に考慮する必要があるかと思う。

内容については、これは急に決められるわけではないと思うが、以下の3つを申し上げて、これを含めて御検討いただきたい。

まず第1は、自分がオウンしているお金のそもそもの出どころはどこなのだ、誰のお金なのか、「金主」という言葉があるが、誰がもたらした資金であるか、金主は誰なのか、

運用者は誰に対して受託者責任を負っているのか、あるいは、そういう金主の最善の利益は何かということについて、各アセットオーナーで考察をしなければいけない。考察の成果がその組織のミッションとかパーパスといったものと整合的に咀嚼された上でないと、運用目標とかのファイナンス論的な議論には入れないはずである。こういった思考を経て運用目標が決まれば、あとは必要な体制とか組むべきビジネスパートナーは自ずと決まってくるという面がある。

もう一つ、非常に大きな、非常に充実したアセットオーナーもいる一方で、そもそもそれは無理でしょうということもあるため、全てのアセットオーナーがエンゲージメントまで含めたフルスペックのアセットオーナーである必要は別になんかと思う。

資産運用立国という観点からいっても、大きなところがやれることを示す。小さなところ、あるいはあまり資産運用に直結していないところも、組織文化には取り入れることができるのであれば、それは現在に比べて大きな進歩になるし、その進歩が確認できたら、さらなる上積みを考えていくといった手順でよろしいのではないかな。

#### ○野村委員

私も、資料4に沿って発言させていただく。

まず1点目の「形式について」。皆様も繰り返しおっしゃっていることだが、私も対象は幅広いアセットオーナーを想定するのがよいと思う。「例えば」と例示のような形をされるのは分かるが、限定してしまうようなことではないと思う。

そうすると、対象を幅広く想定しているため、やはり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かと思っている。

また、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と思う。

書きぶりのところも論点としていずれは出てくると思う。例えば「実施すべき」と書くのか、「検討すべき」と書くのかとか、そういったことも踏まえて一定の幅を持たせることが必要になってくるのではないかな。

2点目の「内容について」。これも、皆様の御指摘に同意するところである。いわゆる各論的なものに入る前に、各アセットオーナーは多様なわけだが、ミッション、目的をまず確認して、その上でそれに基づく目標設定を行うところが出発点ではないかな。

例えば、今日御説明いただいた生命保険会社とか、あと次回以降かもしれないが、年金のように、いわゆる負債サイドのようなものが、アセットオーナーの中にはクリアなケースもあれば、そうでないケースもあろうかと思う。このように、いろいろではあるものの、そういうミッションや目的に基づいた目標の設定が有効なのだ、有用なのだ、その辺から入れていく必要はあると思う。

また、これも既に御指摘の点だが、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、そういったものがプリンシプルの出発点になるのではないか。

そういった関係者の責任を前提に、目的達成のためにやはり運用の高度化が必要というロジック展開だと思っている。リスク調整後のリターンをいかに最大化していくか、そのためには、特に規模の大きいところはいろいろな工夫の余地があるという御発言も先ほどあったが、そういうロジックを踏んでいくのかなど。手段としての運用力の向上を高めていくということかと思う。つまり、各論に入る前に、そういった理念的なところを固めていく必要があるのではないか。

最後に、見える化のところだが、いわゆる受益者を含む関係者向けの情報開示をきちんとやっていくべきだというのはそのとおりでと思うのだが、それ以外の幅広く一般向けに公表することまで含めて考えると、それはどのぐらいのものを考えていけばよいのか、これは議論の余地があるのではないか。

アセットオーナーはいずれも恐らく一定の公共性は有すると思うが、そうは言っても、見える化のために仮に追加の負担のようなものが生ずるとすると、それは受益者に対してどう説明するのかということもあり得るし、いずれにしても、この見える化の部分は、いわゆる受益者、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があるだろう。

#### ○神作部会長

一通り委員の先生方から御発言をいただいたが、他の委員の先生方の御発言等も踏まえて、あるいは先ほど言い足りなかったこと等があれば、追加の御発言をいただきたい。

#### ○玉木委員

見える化に関して、90年代に金融機関の不良債権問題があり、その情報開示が非常に大きな問題になった。

その際に取りられたアプローチは、それぞれの不良債権の状況あるいはリスク管理能力については、それぞれ何をやっているのかということ自分で開示してください、中身を自分で決めてくださいというアプローチが結構取られて、これでもってディスクロージャーに関する競争のようなものが起きたといったところが我々の記憶ではないかと思う。

企業年金とかいろいろなアセットオーナーについて、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、自ずと社会的に見てもまあまあよいところに行くのではないか。

#### ○菅野委員

確認だが、先ほど御説明いただいた資料の中で、企業年金の改革についてはもう既にほかの場で議論されているということだったが、我々の部会ではそれを前提として議論する

のか、それとも、そこも含めてもう一回検討の俎上にのせるのか、どういうふうにかえたらよいか。

○堀本新しい資本主義実現本部事務局次長

基本的には、前回の資産運用立国実現プランの策定で、企業年金についてはこういうふうな改革をしましょうということで、それを前提に改革の作業が進んでいるため、それを踏まえてということになるかと思う。

一方で、このプリンシプルを検討した結果、そうした改革にさらに企業年金としても追加的に対応しなければいけないということがあれば、それはそれでこの作業部会のテーマになると考えている。

○菅野委員

ということは、やはりもう既に出ている資産運用立国実現プランを前提に、その内容を変えるということではなくて、そこで対象になってなかったところまで含めて、今の皆さんの方向性だとコンプライ・オア・エクスプレインという形なので、そんなにぶつかることはないと思うが、その範囲内で決めていくというスタンスでよいか。

○堀本新しい資本主義実現本部事務局次長

基本的にはそういうスタンス。一方で、議論次第だと思うが、それはまた対応を考えるが、現時点ではそういったスタンスである。

○菅野委員

承知した。

○神作部会長

それでは、私も委員の一人として少し発言を許していただく。

私は、アセットオーナーとして想定される主体がやはり非常に多様である中で、しかし、大原則というか、例えばコーポレートガバナンス・コードだと、基本原則、原則、補充原則というように規範もグラデーションをつけて策定していると思うが、その基本原則相当するものについては広くアセットオーナーをカバーした上で考えていくことが重要ではないか。

アセットオーナーは2つ大きな位置づけがあると思っており、これも先生方皆さんが御発言されたが、背後に実質的な投資家あるいは最終受益者がいるという顔があるとともに、インベストメントチェーンのいわば入り口というのか、インベストメントチェーンのまさに要中の要の役割を占めている。その2つの顔を持っていて、その2つの顔に応じたプリンシプルを考えていく必要があるのではないかと感じた。特に、「最終投資家や最終受益

者のために」と、受託者責任という言葉が委員の先生方からも何度も出てたが、非常に重要なポイントだと思う。

アセットオーナーのまずやるべきことは、きちっと最終投資家の財産を分別管理をすることと、利益相反に気をつけてコントロールするのは当たり前で、むしろ法令上の要請になっている場合もあると思うが、そのような当然のことも含めてアセットオーナーがどのような位置づけなのかということをも確認していくことが必要だと思う。それは全てのアセットオーナーに共通する、先ほどのグラデーションをつけた中で言うと、基本原則に当たるようなものかと思う。

運用のほうは2つ大きな仕事があるのではないか。当該ファンドの目的に応じた適切なポートフォリオの組成と管理、もう一つはリスク自体のコントロール、この2つはどのようなアセットオーナーにとっても必要な基本的な作業で、それを向上させていくようなプリンシプルを定めることが重要と思う。

これに対して、スチュワードシップ活動は規模によって様々であるため、そういう意味ではまさにコンプライ・オア・エクスプレインの妥当するような領域だと思う。

いずれにしても、アセットオーナーを広く捉えた場合には、様々な規模や目的の異なるアセットオーナーが含まれることを想定して、少なくとも、一部についてはコンプライ・オア・エクスプレインを採用するのが望ましいのではないか。

それから、これは野村委員も御指摘されたことだが、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である。単に法人としてのアセットオーナーが負っているだけではなく、まさに業務に携わる関係者もその義務と責務を意識しなければならないということは、アセットオーナー・プリンシプルの中で掲げてよいのではないか。

その他の専門人材の育成とか委託先に対する様々なコントロール、いろいろな論点があるが、これらについては基本的にはコンプライ・オア・エクスプレイン、コーポレートガバナンス・コードとの関係で言えば、原則や補充原則のような形で規範を構築していくことが考えられるのではないか。

それでは、関係省庁からコメントを頂戴したい。金融庁、総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省、中小企業庁、この順番で御発言をいただく。

#### ○太田原金融庁総合政策局参事官（企画市場局担当）

委員の先生方の御意見は大変参考になった。うなずける点が多々あった。

金融庁は、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードといったプリンシプルベースの行政をこの10年ほど行っている。ハードローの中で最低限これは守ってほしいということだけではなく、望ましい方向やベストプラクティス、あるいはベターなものを目指していくという流れのとっかかりになるものとして、このようなコードやプ

リンシプルは非常に有用なのではないか、というのがプリンシプルベースの行政を行ってきた者としての実感。そういう意味で、アセットオーナー・プリンシプルの議論にも積極的に貢献したい。

また、経済環境も、デフレの状況から変わってきている中で、アセットオーナーの方々には加入者あるいは受益者のためにどういうことが望ましいのかということについて、アセットオーナー内のガバナンスや、人材を賄えない場合には外部の知見をどう活用するのか等、そのような議論に資するようなものになっていくと良いのではないかと考えている。

#### ○田中総務省自治行政局公務員部福利課長

総務省では、地方公務員の共済組合制度を所管している。

地方公務員共済組合は、公的年金の枠組みの中で、年金事務の一環として積立金の管理・運用を行っており、これを含め一連の年金事務や医療・福祉事業を一体的に実施している組織である。

こうした組織の性質も十分に踏まえながら、同時に、積立金を安定的に運用していくという受託者責任の観点から、アセットオーナーとして共通して求められる役割を適切に果たしていくことは大変重要であると考えている。こういった観点から、当作業部会に参画をしてまいりたい。

#### ○山本財務省主計局給与共済課長

国家公務員の共済組合を所管しております財務省の担当者である。

本日の議論をお聞きしており、多くの委員の皆様が、まず組織のミッション、そういった面をよく捉えることが大事であるとおっしゃっていたように理解した。

言うまでもないことだが、年金制度の一環の中で国家公務員の年金資産を運用しているのが大きなミッションとなっている。

また、共済組合は、「共済」という言葉が示しているとおり、組合員が共に助け合っていくという組織の特性があり、運用以外にも、総務省からも説明があったが、医療的なことや健康保険、そういった様々な事業を行っているところである。

そういった前提がありつつ、本日も議論があったような金融社会情勢の中、例えばインベストメントチェーンについても話があったが、そういった金融社会情勢を踏まえながらこういった対応ができるか、よく考えていきたい。

#### ○柳澤文部科学省研究振興局大学研究基盤整備課長

文部科学省の大学ファンドの担当である。

大学ファンドについては、令和4年3月から運用を開始しており、法改正を受けた規則改正等があるため、大学への助成につきましては令和6年度に開始をする状況である。現在、運用立ち上げ期にあるところである。

アセットオーナーとして、国際卓越研究大学への支援を長期的・安定的に行っていく。そのための適切なリスク管理を行いながら、助成資金の運用を効率的に行っていきたい。

そのため、引き続き、運用の専門知識を有する人材の確保とか、投資を委託するプロフェッショナルな運用会社の選定など、健全な資産運用を可能とする体制の構築に積極的に取り組んでまいりたい。

また、長期的な投資リターンの拡大を図っていく必要があるため、運用委託先を通じた投資先企業とのエンゲージメントなどのスチュワードシップ活動やサステナビリティを考慮した運用にも取り組んでまいりたい。

#### ○伊藤文部科学省大臣官房文部科学戦略官

国立大学全般と私立大学を担当している。

アセットオーナー・プリンシプルの対象をこれからどこまで広げるのかという議論がなされると思っている。その参考として、資料2の8ページの最後のところに国立大学法人や学校法人も書いてあるが、これからこの議論に参加させていただく中で、委員の皆様からも御意見を賜りたい。

現状を申し上げますと、国立大学法人といっても、菅野委員がいらっしゃるような大きな東京大学から、単科の教育大学のような規模の小さい、大きな資産を持っていないところもあり、私立大学はそれにも増して大小様々なため、どういう体制が取れるかという部分も多様と思っている。委員の皆様から御指導をいただきながら、しかしながら、この趣旨には私ども深く賛同しているので、どのような対応が可能か検討してまいりたい。

#### ○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）

厚生労働省である。

老後の生活安定と向上を達成するため、被保険者、加入者などの利益を確保する観点から、アセットオーナーシップの強化に取り組むことが重要である。こうした観点から、これまでGPIF、企業年金などにおいて取組を進めてきたところである。この場をお借りして、簡単に御紹介させていただきたい。

公的年金の積立金の管理・運用を担うGPIFにおいては、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運用を行っている。2001年の自主運用開始以降では、これまで累積で約132.4兆円の収益、年率にすると3.99%となるが、こうした収益を上げている。

あわせて、運用の高度化・多様化やリスク管理の強化、また、スチュワードシップ活動やESGを考慮した投資の推進などの取組も進めている。引き続き、将来にわたって公的年金財政の安定に貢献するというGPIFとしての使命を着実に果たすことができるよう取り組んでいくこととしている。

もう一つ、公的年金の上乗せの給付を保障する制度である企業年金制度においては、これまで運用の基本方針の策定の義務づけ、スチュワードシップ・コードの受入れ促進など、加入者のための運用力向上に向けた取組を進めてきた。

加えて、昨年秋からは資産運用立国分科会の議論にも参加して、年末に取りまとめられた資産運用立国実現プランでは、加入者のための見える化の充実など、企業年金のさらなる改革に向けた取組が盛り込まれたところである。現在、プランの実現に向けて関係者と議論を重ねており、今後、具体策の検討を進めてまいりたい。

引き続き、こうした取組を推進するとともに、複数のアセットオーナーを所管する立場からプリンシプル策定に向けた議論に貢献してまいりたい。

#### ○井上中小企業庁事業環境部経営安定対策室長

中小企業庁である。

私どもは小規模企業共済制度を所管しており、この制度は経営者のための退職金制度として、個人事業主や小規模企業の役員の利益を確保するように、これまでもその運用については、小規模企業共済法に基づき、外部の専門家で構成される資産運用委員会においていろいろと評価、御助言をいただいた上で実施している。また、近年は、スチュワードシップ・コードの受入れ、運用方針、運用状況等の公表も行ってきている。

本日、委員の皆様からいろいろ御意見を聞かせていただき、また今後の作業部会を通じて、他の機関の運用等についてもいろいろと知見をいただいた上で、プリンシプルの策定の議論に中小企業庁としても協力をしてまいりたい。

#### ○神作部会長

それでは、本日の意見交換はここまでとさせていただきたい。

本日の第1回会議は以上をもって終了とさせていただく。