

第3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4月25日(木) 17:25～18:22
2. 場所：合同庁舎8号館12階共用1214特別会議室
3. 出席者：

部会長	神作 裕之	学習院大学法学部教授
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	東京大学理事
	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主席研究員
	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
	松浦 重和	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)
	吉田 光成	文部科学省高等教育局高等教育企画課長
	山脇 聖大	文部科学省高等教育局私学部私学行政課私学共済室長
	武藤 憲真	厚生労働省大臣官房審議官(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・プリンシプルのアウトラインについて
3. 閉 会

(資料)

- | | |
|-----|------------------------|
| 資料1 | 金融庁資料 |
| 資料2 | アセットオーナー・プリンシプルのアウトライン |
| 資料3 | 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3回会合を開催する。

本日、文部科学省の伊藤審議官が欠席のため、代わりに吉田高等教育企画課長に出席いただいている。

また、内閣官房の新原事務局長代理は欠席です。

本日は、まず、スチュワードシップ・コード、サステナビリティ投資等について、金融庁に説明をいただく。

○太田原金融庁総合政策局参事官（企画市場局担当）

私のほうからは、前回の作業部会の資料のアセットオーナー・プリンシプルに関する「主な論点」で、「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」という点があったので、関連して、本日は資料1にあるようにスチュワードシップ・コード、そして、サステナビリティ投資等について紹介したい。

まず、資料1の1ページ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けたエンゲージメントの活性化について、これまで成長戦略の一環として、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードという2つのコードを策定してきた。

スチュワードシップ・コードは、機関投資家に対してのもので、企業との対話を行い、中長期的視点から投資先企業の持続的成長を促すことを求める行動原則である。

また、コーポレートガバナンス・コードは、上場企業に対するもので、幅広いステークホルダーと適切に協働しつつ、実効的な経営戦略の下、中長期的な収益力の改善を図ることを求める行動原則である。

2ページでスチュワードシップ・コードの概要を記載している。機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づく「建設的な対話」を通じて、企業の持続的成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大という責任を果たすための行動原則である。

内容としては、このページの下半分の概要にある1～8の原則が定められており、また、一番下に指針1-1とあるが、それぞれ2や3の原則の下に補充原則が定められているものである。

また、参考までにコーポレートガバナンス・コードの概要も3ページに記載している。

続いて、4ページでは、これまでもこの作業部会で委員から指摘があったアセットオーナー・プリンシプルとスチュワードシップ・コードとの関係について整理している。

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、御覧のとおり、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、また、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、重なり合いがあると考えている。

そのため、両者において矛盾が生じて混乱が発生しないように留意しつつ、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した上で、その趣旨に則った対応を行うことの検討も求めるべきではないかと考えている。

5 ページでは参考として、資産運用会社が委託を受けてスチュワードシップ活動を通じた市場全体の底上げと、スチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目的として、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデルに取り組んでいる例を記載している。

6 ページではサステナビリティ投資方針について紹介している。サステナビリティ投資方針とは、アセットオーナーや金融機関等がどのようにサステナビリティを考慮して投資を行うのか、その方針を示したものである。これにより、サステナビリティに関心を持つステークホルダーに対して当該方針を示すことにより、投資等の判断の礎とするとともに、組織内においては運用の執行部門に対するガバナンスを働かせて、投資目的に沿った運用がなされることに寄与するといったことも期待されている。

最後に7 ページ、PRI署名について。PRIというのは責任投資原則のことであり、機関投資家等によるサステナビリティを考慮した責任ある投資を推進することを目的とした国際的な原則である。また、同原則に署名する機関投資家等の世界的なネットワークが形成されている。昨年10月に総理スピーチにおいて、公的年金基金のPRI署名に関して言及があったことを紹介させていただきたい。

○神作部会長

続いて、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、内閣官房から説明いただく。

○堀本内閣官房新しい資本主義実現本部事務局次長

お手元の資料2について、これまでの議論を踏まえ、アセットオーナー・プリンシプルについて今後検討する際の骨子、アウトラインについて案を策定したので説明を申し上げます。

まず、プリンシプルについて、「趣旨・位置づけ」とプリンシプル本体となっている。そのうち「趣旨・位置づけ」については、そこに記載されているとおりだが、アセットオーナーには受益者の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任が求められており、これを実現する上で必要となる共通原則、これをアセットオーナー・プリンシプルとして定めると記載している。

アセットオーナーの規模や運用資金の性格は様々だが、いずれのアセットオーナーにつ

いても受益者の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、対外的、あるいは関係者に示す必要があり、このときにこのプリンシプルを活用することが期待されている。

全ての原則を一律に実施しなければいけないわけではなく、「コンプライ・オア・エクस्पライン」の手法を取ることも記載されている。

なお書きのところについて、本プリンシプルを受け入れる場合には、その旨を所管の関係省庁に表明することとして、政府において一元的に受入状況を整理・公表することが記載されている。

その上でプリンシプルである。5つの原則からなっており、それぞれの原則に補充原則を検討することが考えられる。

まず、原則1について、アセットオーナーは運用目的を定める。その上で適切な手続きに基づいて意思決定をして、経済・金融環境を踏まえながら運用目的に沿った運用目標及び運用方針を定めるということが記載されている。それは状況変化に応じて適切に見直されるということである。

ここに、アセットオーナーによっては運用目的が法定され、運用目標が制度上主務大臣によって定められる場合もあるということを注書きにしている。

これに関する補充原則として検討をされる項目の候補として、この運用目的をいかに明確化していくかということや、あるいは運用方針の策定においては基本ポートフォリオの設定やリスクに関する考え方も含まれると考えている。

原則2には、先ほどの原則1の運用目標・運用方針を実現するために必要な専門的知見、あるいは必要な人材確保、これを行うための体制整備が必要であるということを記載している。その体制が適切に機能するということが前提だが、それでも知見が不足する場合には、必要な外部知見の活用や外部委託も行うべきであると記載している。

これに関連する補充原則として検討項目として挙げられるのは、一つは資産運用だけではなくてリスク管理、あるいはその中には法令遵守や資産状況の正確な把握等も含めた体制整備を考えること。

2つ目は規模や運用資金の性格にもよるが、運用担当責任者を設置して権限を明確化するとともに、これに対する必要な監督を行う体制を整備するということ。

3つ目は、特に規模の小さいところも含めて、金融機関や外部のコンサル、OCIO、あるいは業界団体その他の外部組織を必要に応じて活用することで、外部人材の登用を補完することが考えられる。

原則3については、運用方法の最適な選択とともに、投資先の分散を含めたリスク管理を考えるべきである。特に運用を金融機関に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ、最適な委託先を選定するとともに、その定期的な見直しを行うべきである。この利益相反については、後ほど補充原則で説明する。

その補充原則について、まずは委託先選定を含めて幅広く運用方法を検討すべきだという項目。

それから、新興運用業者を単に業歴のみによって排除しないという点についてどのように記載するか。

それから、委託先の定期的な評価・見直しを必要とする一方で、委託先に対して付加価値に応じた報酬の支払いも重要である。この点についてはこれまでのこの作業部会でも指摘いただいた。

最後に、リスク管理について、リスク管理の中には金融グループとの別途の取引があれば、それに関連する利益相反についても管理をしなければならないということが含まれるということである。

原則4は、ステークホルダーへの運用状況の情報提供、すなわち「見える化」を行っていくべきだということである。

補充原則として考えられる点としては、アセットオーナーの特性に応じてステークホルダーを検討して、それぞれに必要な情報を提供することを考えなければならない。この際のステークホルダーについて、アセットオーナーのステークホルダーは受益者、あるいは資金拠出者等が含まれると考えており、この資金拠出者の中には、寄附者、あるいは出資者、株主等が含まれ得る。その他損益の影響を受ける者も含まれるであろうということで、様々な者である。

それから、それが有効である場合には、比較対象となる他のアセットオーナーとの比較というのも「見える化」において検討をするべきという項目が考えられる。

原則5については、いわゆるスチュワードシップ活動の実施について求めるものである。

補充原則として考えられるのは、スチュワードシップ活動というのは、長期的な運用目標を実現するためのものであり、投資先企業と建設的な対話を行うものだということが考えられる。

2つ目について、その際は、日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明することが考えられる。

3つ目について、委託先金融機関にスチュワードシップ活動を依頼する場合には、これに対する協働モニタリングも選択肢と考える。一部にそのような動きがあるため、そういったことも選択肢として考えられる。

それから、スチュワードシップ活動とは別に、サステナビリティ投資についても論点として挙げられるが、この場合は、スチュワードシップ活動とは少し異なり、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、これを行うことと考えられる。その際には、例えば投資方針の策定やPRIの署名についても考えられるのではないか。このような補充項目について今後検討していくことが今後考えられる。

○神作部会長

資料3の本日の主な論点については、時間の都合上、説明は割愛し、早速有識者の構成員の皆様からコメント・発言をいただきたい。

○上田委員

本日の主な論点に従ってコメントをさせていただく。

まず、第1の論点、特にスチュワードシップやサステナビリティとの関連でアセットオーナー・プリンシプルをどのように取り扱うべきかということについて、アセットオーナーはインベストメントチェーンに対する責務があるという言いすぎかもしれないが、インベストメントチェーンにおいて大変重要な役割を果たしている。インベストメントチェーンの中ではアセットオーナーは資金の出し手側として最も大きな存在であるため、ここがどう活動するかによってインベストメントチェーンというのは、結果的に家計とか企業活動ということを通じて、国全体の経済、あるいは社会の価値上昇につながる。その具体的な活動の一つがスチュワードシップ活動という形で顕在化すると思っており、まず、一般論としては、スチュワードシップ活動というものはアセットオーナーの重要な投資活動の中に含まれるものである。

ただ、濃淡、グラデーションと書いてあるが、そのやり方というのは、もちろん各基金、ファンドの規模やリソース、特性によっても違う。具体的には公的年金や共済のような既に経験もあってリソースもあるところと、これからするところでは、当然それに違いはある。自力でできる場合と委託先のアセットマネジャーを通じてする場合とやり方もあるので、この方法論はいろいろ工夫ができると思っている。ただ、スチュワードシップに対する責任は、アセットオーナーとしては運用の大きな柱の一つかと思う。

サステナビリティは大変難しく、他事考慮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。

その場合、イギリスで同じ議論があったときに、現地で取材したり調べていた際、どういう議論がされていたかという、フィデューシャリー・デューティーの眼鏡をかけてサステナビリティを見ましよう。ですので、今、もしかしたらリターンは少し下がるかもしれないけれども、将来のリターンにつながるのであれば、これはフィデューシャリー・デューティーの範囲と考えられる。ただ、将来を含めてリターンは無視して社会目的だけのため、これではフィデューシャリー・デューティーの観点から難しいのではないかと。こういう表現が適切かはわからないが、フィデューシャリー・デューティーの眼鏡をかけてという見方が一つの考え方かと思った。

それを踏まえて、第2の論点であるアセットオーナー・プリンシプルの骨子案について、先に「策定後にどのような施策に取り組むべきか」という2つ目のクエスチョンについて、簡単にコメントさせていただく。

これは恐らく前文になると期待している「趣旨・位置づけ」のところに書いてあるように、この最後のところのなお書き以下が重要である。具体的には、本日の説明に、政府において一元的にというような言葉もあったかと思うが、受入状況についていろいろな場所

を見に行くというのはステークホルダーにとっては負担があるため、ポータルサイトで受入状況が分かるとよい。受入状況や実施状況の分析等のフォローアップもぜひしていただきたい。というのは、なかなかフィットしない項目もあるかもしれないし、あるいは書かずとも対応が終わってしまうものもあるかもしれない。場合によっては、そういう原則の見直しの余地があると思うため、そのためのフォローアップはしていただくとよいと思う。そうすることで、各受入機関においても、何が足りない、どこは十分だということが分かると思う。

具体的な内容について、「趣旨・位置づけ」の2パラグラフの真ん中辺り、「受益者等の利益を追求するための備えがあること」と、これはサラッと書いてあるが、ここは大変重要である。こういうプリンシプルに沿ったしっかりとしたプロセスとか体制を持っているということは、アセットオーナー自身を守ることにともなうということを強く申し上げたい。

あと、原則2について、真ん中のところに「必要な監督を行う」とある。例えばリスク管理委員会や運用委員会のようなものを補充原則に書くと、設置しなくてはいけないのかとなるため、例えば注書き等で、こういう例があるということをお示しいただけると参考になると思う。少しその辺りのプリンシプルの濃淡づけというか、補充原則に書くべきものと例示のようなものを注に入れるとか、そういう工夫もしていただけると、使い勝手がよくなるかと思う。

最後に、最も重要なのは、アセットオーナーというのは将来の投資環境に向かって大事な責任があるといったことを全体で通していただきたい。資産運用立国の議論の中でいろいろあったかと思うが、結局アセットマネジャーはプレーヤーであって、頭脳の部分なのか、考えて方針を決める部分はアセットオーナーであると思うので、市場の在り方に対する責任とか、インベストメントチェーンを回すといったところにも、責任といふ言いすぎだが、配慮いただけると大変よいと思った。

○菅野委員

スチュワードシップ及びサステナビリティについては上田委員がおっしゃったのと同じで、これは大きさにかかわらずフィデューシャリー・デューティーの一部としてスチュワードシップの責任があるということなので、それをどうやって果たすのかというのは、その大きさであるとか、体制によって違うが、全くゼロでよいというアセットオーナーは存在しないと考えている。

個別にプリンシプルの骨子案について4点ほど申し上げたい。

まず、原則1の運用目的の明確化について、この運用目的は、とかく恒久的なものと思えがちだが、そうではなくて受益者が求めるものは時代とともに変化するということがある。例えばサステナビリティなどは20年前にはなかった。そういった意味では、受益者の変化を確認するためにアセットオーナーと受益者が不断に対話を行って、必要があれば運

用目的を見直すということが必要となる。

それから、原則3の委託先の定期的な評価・見直し、付加価値に応じた報酬の支払いについては、これは個別になるが、複数の機能を1社に委託しているような場合にありがちなことは、全部まとめて幾らという形で報酬が決められることはあまりよくない場合があって、それぞれの機能に応じた報酬はきちんと払われているのかということを見ないと、持続可能な形になっていない可能性が過去の例を見るとある。

それから、原則4について、ステークホルダーの判断に資すると考えられる場合は、比較対象となる他のアセットオーナーとの比較についても検討ということで、これは非常に大事である。これについて、金融庁が進めている新NISAを通じた個人投資の急速な拡大や、確定拠出年金においても現預金から株式投信等のリスク資産へのシフトが見られるように、ステークホルダーの中でも受益者、特に個人の資産運用に関するリテラシーは急速に上がっている。そういった中で、加入している年金や共済であるとか、大学の場合だと寄附先の運用はきちんとなされているということに関する意識が高まってくる。

そのため、今後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中心に可視化する必要がある。これによって、いわゆる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のではないかと。

最後に原則5について、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、または委託先である運用会社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ということについては、これは投資先との対話だけではなくて、冒頭に申し上げたように、インベストメントチェーンの投資先、アセットオーナーにとっては投資先の反対側にある受益者との対話が必要だということで、それによってスチュワードシップ活動の方向性、それから、程度といったものの確認をしていくことが必要と考える。

○玉木委員

議論がだんだん煮詰まってきたところで、このアセットオーナー・プリンシプルの対象範囲をどう設定するかということがだんだん重要になってくるかと思う。インベストメントチェーンを構成する主体が当然対象になるわけだが、GPIFのような有力な機関投資家とか大手の金融機関などは、リスク管理の向上とかエンゲージメントのアップグレード、こういったもののルールに既にかなりの程度まで乗っているので、アセットオーナー・プリンシプルとの相性はよいと思う。

工夫を要するのはそういったところとは違うところ、比較的限られているが、一部の中小金融機関、あるいは小規模な企業年金であるとか、あるいは国立大学法人、私立の学校法人、こういったもしかするとレベルアップの途上と思われる、いわば「周辺部」に注意を払うことが必要である。

この点、金融庁の資料1の4ページの表において、対象が、スチュワードシップ・コードについては機関投資家等とされているのに対して、アセットオーナー・プリンシプルのほうでは幅広い主体となっている。これは適切な表現ではないかと思う。

このように幅広い主体を想定すると、これらの主体の現時点での姿は様々なので、運用の受益者も同様に様々、例えば私の勤務するところであれば学生が、企業年金では従業員が含まれる。こういう場合、対象となる主体に求めるもの、何をしてほしいのかということ、も様々になる。資料2に「備え」という言葉がある。こういう備えという大和言葉でぼやかした感じで表現していることは、極めて賢いやり方だと思う。

その上で、資料2の第4パラグラフ、なお書きのところでアセットオーナー・プリンシプルの受け入れる主体と所管省庁との間の関係が明確になるという手順が示されている。これは受け入れ後、各主体と所管省庁との対話のルートができることになれば、大変ポジティブに捉えてよろしいのではないか。

それから、原則1について、これは目的とか目標とか方針を定めるというものである。原則2、3は定めたものを受けて、定めたところと整合的な業務運営の姿、これはデュープロセスといってもよいのだろうと思うが、これを書いたものである。ここまでは何の違和感もなく、これでよいのではないかと思う。

原則4については、打ち出し方に若干工夫が要る。既にGPIFのように全て洗いざらい出しているところもある。そうすると、開示しましょう、見える化しましょうという、世の中の受け止め方として、「GPIFを目指せというのか」という短絡的なものも出てくる可能性がある。今、直ちにそこまで行かなければ無意味ということでもないと思うので、その辺はきめ細かな対応が必要である。

原則4の補充原則にあるとおり、「アセットオーナーの特性に応じ」とか、「情報提供すべきステークホルダーを検討し」とか、各主体の裁量の余地があること、また、多様な開示の在り方が許容されるといったことの本書き方になっている点は、人々の注目がもう少し集まってもよいかなと思うところである。

あまり「あなたの思うとおり」と言うと、どうしてよいか分からないところがあるので、いろいろな意味で受け入れやすいような工夫があってもよいかと思う。そもそも開示というのは何のためにするかというと、各主体の経営者に対してアカウントビリティ意識を植えつけるとか、説明の仕方について深く考えるきっかけを与えるということかと思うので、原則4を受けた行動としては、自分たちが考えるデュープロセスとはこういうものです、それをこのようにやって実際の業務に落とし込んでいますという定性的な内容が中心のもので私はよいのではないか、それでも大きな進歩だろうと言えるところである。

その際、念頭に置くステークホルダーをどう定めるかといった検討を所管省庁との意思疎通を確保しつつ行っていくことで、周辺部のいろいろな主体に専門性の必要性の認識、あるいは説明責任に関する自覚といったものが育っていけばよいのではないか。こうすることでもって、ベストではないにしてもベタープラクティスの横展開が実現するのではな

いか、こういう期待を持っている。

あと、資料3の最終行、策定後の施策については、これは各主体とステークホルダーとのコミュニケーションのスタイルを示すという内容のものがあり得る。例えば、大学であれば大学評価があるが、ああいったところで扱ってもよい、もしかしたら今使っているかもしれないませんが、もっと充実させるとか、あるいは企業年金であれば、企業の統合報告書に入れるとか、いろいろなやり方がある。独法のように既に主務大臣評価の手法と実務が固まっているところはよいが、そうではないところは、いろいろなやり方が既にあるのではないかと思う。

○野村委員

主な論点の1つ目、まずステewardシップ及びサステナビリティについては、既に何度も指摘のあったとおり、いずれも重要である一方、大いに関係するアセットオーナーもいれば、そうでないところもあり、濃淡は重要である。

原則のほうでは原則5に相当すると思っており、論点の2つ目にもかかるが、原則1～4に比べると、いわゆる内容の普遍性という観点から原則5は異質なのかもしれないと思ったため、これを原則1～4と平板に並べるというよりは、そこに違いがあるということが分かるような形でお書きになるとよいのかなと思う。表現のレベルかもしれないが、サステナビリティのところに書いてあるように、ステewardシップのほうについても、「運用目標の実現を図るにあたり」というところを、例えば「運用目標の実現に有用な場合」とするなど、その辺の工夫があってもよいのかと思う。

2つ目の論点、アセットオーナー・プリンシプルの骨子について、まず、監督と執行を分離するといったいわゆるガバナンス体制の論点があまり明示的に盛り込まれていないと思った。アセットオーナーのいわゆる規範のようなどころでは標準的な論点とも思う。もちろんアセットオーナーのリソースは多様であるというのも何度も指摘されているし、言ってしまうと器を作る話に陥りすぎるのも、本質的ではないということはあるわけだが、フィデューシャリー・デューティーを果たすにあたって、ガバナンス体制構築は一定の有効性があるというのは、比較的共有された認識とも思うので、ここも濃淡の工夫等々をしながら、何らかの形で盛り込むことをお考えになってもよいのかと思う。

また、アセットクラス及び時間の分散、この論点は重要性が明記されてもよいかと思う。原則3のところに「投資先の分散」という文言を入れていただいているが、これはリスク管理の手法の流れで記述するというよりは、リスク・リターン追求の大前提ということかもしれないし、実際、どのぐらいやるのかは各々異なってくると思うが、分散投資の検討は皆に共通して必要ではないか、例えばそういうことも考えられる。この分散投資の明記は大事である。

原則3の補充原則で、「金融グループ」というところで記載があるが、ここに書かれているとおり、これは利益相反管理の話で、リスク管理の文脈に含めるというよりは、利益

相反の話と書かれるほうがよいと思った。また、ここは各論のような印象もあり、新興運用業者に対する言及もそうなのかもしれないが、例えば補充原則の記載の順番などを工夫されるとよいのではないか。より包括的な論点から、より各論に進んでいくような形である。

最後に、既に指摘があったとおり、このプリンシプルも一旦定めて完成するものではないと思う。実施してみているいろいろ検証して分かってくることもあるし、当然ながら世の中は変化するので、それへの対応ということも必要になってくると思う。レビューを行って見直していくということも、どこかでそのようなことがあり得る旨を記述されるとよいのではないか。

○神作部会長

最後に私もこのアウトライン、それから、資料3について、何点か気づいたことを申し上げたい。

まず、原則5に相当するアセットオーナーのステュワードシップ活動について。これは太田原参事官から最初に説明があったように、現在、金融庁が策定されているステュワードシップ・コードはアセットオーナーも対象に含んでいるものであるため、基本的には日本版ステュワードシップ・コードの受け入れを表明して、それに従って行ってもらうことが基本かと思う。そして、これも各委員からの指摘のとおり、アセットオーナーもステュワードシップ活動の重要な一翼を担っているということは、「趣旨・位置づけ」等の中で明確にすべきである。

第2に、原則2について、外部委託とか外部知見の活用の仕方について、もしかしたら表現ぶりを少し考えたほうがよいのではないか。すなわち、この文章を読むと、知見が不足する場合には外部知見の活用や外部委託を行うべきだということなので、知見が不足していないと思う人たちは外部委託をしないということになりそうにも思う。知見が不足するかどうかというのは主観的な問題と捉えられかねないため、むしろコストのことは考えないといけないのだが、基本的には自分がやるよりも優れた人がいれば、それはお任せするといった、今申し上げたように規模とかコストとか、そういうものを勘案しつつ、外部委託や外部委託の活用はより積極的に考えるべきだと思う。

原則5の関係ではステュワードシップ活動も同じで、アセットオーナーがステュワードシップ活動を行うことについて、より優れた人がいるのであれば、そちらに任せるという観点が重要なのではないか。いずれにしてもアウトソースというのは非常に重要だと思うので、知見が不足する場合だけではないというか、先ほどの言葉を使えば、自分よりも適切な人がいれば任せるのが本来あるべき、まさにそれがインベストメントチェーンにおけるフィデューシャリーの行為規範であると思う。ただし、それが基金の規模やコストなど様々な制約によってできないことがあると捉え方で文章を直すと、インベストメントチェーンとの連関というか、その位置づけがより明確になるように思った。

最後に3番目のコメントだが、原則4の情報提供については運用状況全体、とにかくアセットオーナーである以上は全体像をきちんと示すことが重要である。また、自分がやるべき仕事、すなわち運用方針・対象等の方針の策定とポートフォリオ全体のリスク管理についてきちんとやっていることを示すことが必要なのではないか。アウトソースしないで残っている分、あるいはアウトソースしたものを一定のモニタリングなど、アセットオーナーに残されている仕事の遂行状況について、ある程度情報を提供することが望ましいと思う。

以上3点、コメントしたが、全体としてはこのアウトラインに異存はない。

それでは、各省庁からこのアウトライン等についてコメントを頂戴したいと思う。

○太田原金融庁総合政策局参事官（企画市場局担当）

先ほどプレゼンさせていただいたステュワードシップ活動やサステナビリティについて、多くの委員から意見をいただいた。多少補足させていただければと思う。

上田委員、野村委員から他事考慮の話や、あるいは原則5が少し異質なのではないかというような話は、そういう面はあろうかと思う。なので、具体的な文書は内閣官房のほうで検討いただければと思うが、一応現状では、例えば「運用目標の実現を図るにあたり」とか、あるいは明朝体のほうにあるように、「長期的に運用目標を実現させるために必要となる」というような形で折り合いをつけていくことで、そういったサステナビリティの要素も受けていくのかなと理解していたところである。

また、玉木委員、野村委員からもあったが、「規模等に応じて」や、「きめ細かく」というのは、それはそのとおりであろうと考えている。

最後のコメントになるが、菅野委員からも、投資先だけでなく受益者との対話も必要というような話があり、どういうやり方がよいのか、それぞれ各アセットオーナーに考えていただく部分があると思うが、一応前提として、サステナビリティというときには、単に環境問題ということだけを言っているのではなくて、いろいろなものの持続可能性が意味として込められているのであろうと考えている。

なので、当然投資先のことだけではなくて、受益者も含めて様々なステークホルダーが、どのように中長期的に持続可能なやり方でやっていけるのかというのが重要であろうと思うので、そういう意味ではいろいろな方々との対話が必要なのかなと私も感じたところである。

○田中総務省自治行政局公務員部福利課長

この作業部会の場合においても、共済組合の制度や、組織の性格、その中での年金積立金の管理運用の在り方について説明をさせていただいたところである。

本日、お示しいただいたアウトラインに沿って、さらに議論が深められたので、本日の議論の内容も踏まえながら、引き続き、アセットオーナーとして共通に求められる役割を

いかに適切に果たしていけるのか、といった観点から考えてまいりたい。

○山本財務省主計局給与共済課長

よく勉強してまいりたい。

○松浦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）

まず、大学ファンドにおいては、今回提示されたプリンシプルのアウトラインに記載された内容に関しては、これまでも運用目的、あるいは運用目標の設定に照らして必要な運用体制の整備、そして、外部委託、運用の活用、運用状況等の分かりやすい発信などに取り組んできた。

また、スチュワードシップ活動については前回の会議でも説明しているが、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明しており、当該コードにのっとり取組の実進を進めていることに加え、PRIにも署名するなど、積極的な取組を進めてきたところである。

今回提示いただいたプリンシプルのアウトラインの内容を踏まえつつ、将来のプリンシプルの受け入れも見据えて、大学ファンドの特性も踏まえて現在の運用高度化への取組をさらに進められるよう、運用を担当している科学技術振興機構とも相談して適切に対応してまいる。

○吉田文部科学省高等教育局高等教育企画課長

続いて、高等教育局である。国立大学、私立大学、私学共済制度の担当をしている。

国立大学・私立大学ともに、アセットオーナーとしてきちんと責任を果たしていくことは重要であると考えている。

一方で、今日、各委員から意見があったように、資産の規模という観点で見ると、比較的小さいところが多いし、多様な状況であるということも留意しなければいけない。この点について、アウトラインの冒頭にも記載いただいているところではないかと考えている。そうした点も含めて、今後留意していただきながら、大学の責任でしっかり対応していただくことが適当であると考えている。

今回お示しいただいたアウトラインの内容について、どのように大学として受け止めて取組を進めていただくのか、引き続き各委員からの意見も伺いつつ検討してまいりたい。

また、私学共済についても、国家公務員共済・地方公務員共済とともに、足並みをそろえて適切に対応してまいりたい。

○武藤厚生労働省大臣官房審議官（年金担当）

これまでアセットオーナー・プリンシプルの作業部会において、各委員から多くの有益な指摘をいただいたことに関して、まず御礼申し上げる。

私どもから第2回で紹介したとおり、老後の生活の安定と向上を達成するために、被保

険者・加入者等の利益を確保する観点から、GPIF、企業年金等について、これまで多くの取組を進めてきたところである。こうした取組との整合性も考慮しながら、いただいた意見も踏まえて、関係省庁とも連携しながらプリンシプルの策定、その後の周知等に向けた議論に引き続き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

私どもは小規模企業共済を担当するところである。

本日、お示しをいただいたプリンシプルの原則について、大きな違和感はない。

一方で、補充原則として考える点については、相応の分量があるということから、何点か対応に時間を要するものもあるのではないかと感じているが、この場合であっても「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を取り得ると書いているため、そういう意味では、いただいた案、プリンシプルが固まれば、私どもは執行機関である中小企業基盤整備機構とも相談をして、適切に対応してまいりたい。

○神作部会長

これまでの議論を踏まえ、追加の発言があれば、ぜひ各委員より発言いただきたい。

○玉木委員

私はこのプリンシプルを拝見して一番思うことは、プリンシプルという名前である。プリンシプルなのである。ルールではない。プリンシプルなのだからそれらしく扱えばよいのだろうと思う。また、このプリンシプルというのは、特定の先、銀行とか証券のような免許業種に対してだけ適用されるものではなくて幅広く適用されるものであるため、プリンシプルらしく扱うという点については、従来以上に注意が必要である。

その際に、プリンシプルは何を一番求めるべきかということ、お金の運用について責任を持っている経営者、組織の経営者がちゃんと「人様のお金」であるという自覚を持って行動すること、人様のお金について自分の指示でもって動かしたり、触っているため、これに関する説明の仕方は自分の言葉でやるのだという自覚を持って行っていただくこと、である。

そうすると、このアウトラインのなお書きの「所管の関係省庁」の所管というのはどういう意味かということになる。所管という言葉の一番大事なところは、組織の経営者に対して、今、私が申し上げたような自覚を持っていただくような促しをしていただくということではないかと思う。

○菅野委員

問題提起として、例えばサステナビリティとか、新興運用者をどうアセットオーナーとして取り組んでいくのかということころはなかなか難しく、私は以前、アセットマネジャ

一のほうにいたわけで、アセットマネジャーからすると、インベストメントチェーンのこちら側にアセットオーナーがいて、こちら側に投資先の企業がいてという中で、アセットオーナーの意識、例えばGPIFとか、そういったところは非常に進んでいて、新興の投資家に対しても投資をしましょう、ベンチャーキャピタルに対しても投資をしましょう、それから、サステナビリティも非常に前向きに対応しましょうということなのだが、企業年金の中にはそこまでいっていないところもある。

そうすると、我々としてはインベストメントチェーンの真ん中にいるので、勝手に動くわけにはいかないという中で、我々自身はアセットオーナーとの対話がすごく大事ですし、それから、アセットオーナーは先ほど申し上げたことの繰り返しなのだが、受益者との対話が非常に大事で、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、結構アセットオーナーにとっては手間なのだが、一番肝になると思っていた。

○上田委員

今の菅野委員の意見にも若干関連するが、原則1～4はガバナンスの話で体制整備であるとか、フィデューシャリー・デューティーに基づいてどう活動するかであり、原則5は具体的な投資に関する踏み込んだものであると思っている。

最後のところ、例えば投資方針の策定やPRI署名と具体的に書いてある。各アセットオーナーはここまでできなくても、アセットマネジャーはどの基金も使っている。ですので、例えば今、菅野委員がまさにおっしゃったところで、委託先との対話、あるいはマニフェストの中に組み込むとか、あるいは本日、金融庁から説明のあったサステナビリティ投資方針という別のものをつくらずとも、今後つくられる投資方針の中にサステナビリティへの配慮というものを入れるとか、具体的な取組はできるのではないか。重要なのはインベストメントチェーンにおいてアセットマネジャーを動かせるのはアセットオーナーだけであるといったところで、ぜひその力をつけていただきたい。

ただ、例えば各大学ファンドにおいて大学関係者にそれができるか、できなければ、学外とかの知見を借りるとかをしていただきたい。私も金融界にいて、大学に教えに行っていたら、大学はかなりよいお客様だと言われて、これはどうなのかなと思ったこともあった。本当に組織を守るといった点でのガバナンスをしっかりと構築いただきたいと思っている。例えばのところにそういったものも書き込んでいただけるか、あるいは例示としてどこかに書き込んでいただけると、いろいろな例をお示しできるとよいのかなと思った。

○野村委員

プリンシプルの策定というのは、第一歩なのだなということを強く感じる場所である。

継続的な議論の第一歩を踏み出しているということである。

また、しばしばこういうことは国際的にどうなのだろうか、海外の事例を参照することがあって、参考になると思うが、究極的には、この一連の議論の発端というのはインベストメントチェーンと資産運用立国というところでもある。では、海外のいろいろな事例で、実際のところ、どのようにいわゆる運用の高度化などにアセットオーナーが絡んでいるのかという事例を参考にするというのも、次の段階としてあるのかもしれない。プリンシプルをつくって、それで満足してはいけないのだろうという意味も含めて、幅広く目を向けていく必要があると思った。

○神作部会長

私も最後に一言だけ申し上げる。

全ての委員が指摘したことと思うが、アセットオーナーが出発点ではなくて、その後ろに最終受益者がいて、そのためにアセットオーナーというのは行動しているのだという、まさにこの「趣旨・位置づけ」の最初に書いてあることだが、ここが肝というか、プリンシプル中のプリンシプルだと私も改めて感じた。

それでは、本日いただいた意見も踏まえて、アセットオーナー・プリンシプルについて、さらに検討を深めてまいりたい。

以上をもって本日の会議を終了する。