

中長期の企業価値向上と対話の高度化

中長期の企業価値向上と対話の高度化

—インベストメント・チェーンを通じた取組みの促進—

経営管理研究科 教授

上田 亮子

【要約】

中長期的な企業価値向上は、上場会社から運用機関、アセットオーナーに至るインベストメント・チェーンでの価値移動を通じて、最終的には国全体の発展につながる。このような仮説に基づいて、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード、アセットオーナー・プリンシプルが策定、運用されている。さらに、企業価値向上を促進するために、企業と投資家との建設的な対話が期待され、その前提として十分なディスクロージャーが求められる。ここでは、財務情報とともに、サステナビリティを含む非財務情報の重要性が高まっている。本稿では、中長期の企業価値向上と対話の高度化のための制度整備と課題について考察を行う。

【キーワード】

インベストメント・チェーン、アセットオーナー、機関投資家、アセットオーナー・プリンシプル、スチュワードシップ・コード

【目次】

1. はじめに
2. アセットオーナーの意義
3. アセットオーナー・プリンシプル策定の背景
4. アセットオーナー・プリンシプル
5. おわりに

1. はじめに

政府は、2023 年 12 月 13 日に「資産運用立国実現プラン」¹を公表した（図表 1）。それに先立ち家計の安定的な資産形成の観点から、2022 年 11 月 28 日に「資産所得倍増プラン」²が公表され、NISA の制度拡充・高級化、金融経済教育機構の設立等を含む金融経済教育の充実等が進められている。また、企業の持続的な成長と企業価値の中長期的な向上、金融・資本市場の機能の向上の観点から、さらなるコーポレート・ガバナンス改革を促進するため、2024 年 4 月 26 日に、金融庁において「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」³が取りまとめられ、具体的な取組みが進行中である。そして、インベストメント・チェーンの主体である機関投資家については、資産運用業の高度化とアセットオーナーシップ改革が実践されることとされ、2023 年 12 月 12 日に、金融庁において「金融審議会市場制度ワーキング・グループ資産運用に関するタスクフォース報告書」⁴が公表され、資産運用業の高度化に関する提言が行われた。

このように、政府においてはインベストメント・チェーン全体を通じた価値の向上を通じて、国全体の成長を目指す政策を推進してきた。ところが、図表 1 の資産運用立国実現プランが示すインベストメント・チェーンにおいて、資金提供者としてもっとも重要なプレーヤーであるアセットオーナーについては、所管省庁が異なる等の制度的な事情もあり、アセットオーナー全体を網羅する施策は十分行われてこなかった。そのため、インベストメント・チェーンにおいては、アセットオーナー改革が最後に残されたピースであった。このような背景から、政府が進める資産運用立国実現プランを完成させるため、主要なアセットオーナーを所管する各省庁をまとめることができる内閣官房において、アセットオーナーに対する行動指針の策定が行われることとなった。

関係省庁および有識者による複数回の議論とパブリックコメントを経て、2024 年 8 月 28 日に、内閣官房新しい資本主義実現本部事務局より、アセットオーナー・プリンシプル⁵が公表された。アセットオーナーはインベストメント・チェーンにおいて、個人との連結点にある要である。インベストメント・チェーンを巡っては、上場会社に対するコーポレートガバナンス・コード、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードがすでに 10 年以上にわたって運用されている。

1 内閣官房「資産運用立国実現プラン」（2023 年 12 月 13 日）

2 内閣官房「資産所得倍増プラン」（2022 年 11 月 28 日）

3 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム - 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（6） -」（2024 年 4 月 26 日）

4 金融庁「金融審議会市場制度ワーキング・グループ資産運用に関するタスクフォース報告書」（2023 年 12 月 12 日）

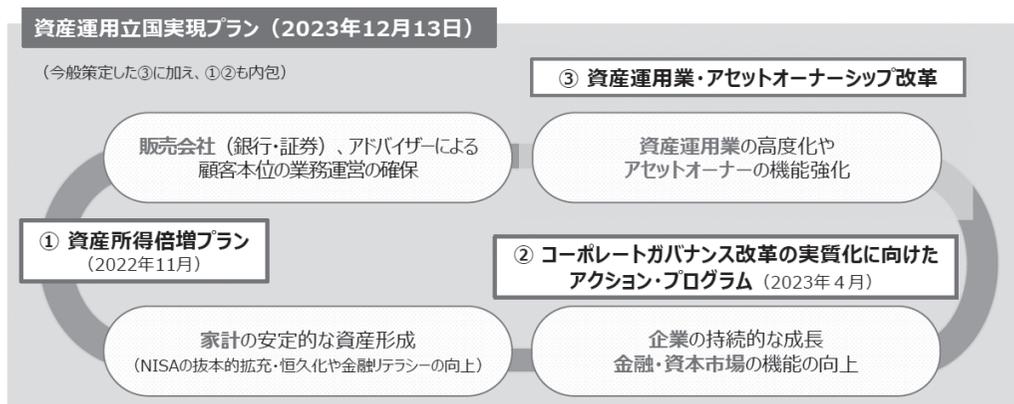
5 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局「アセットオーナー・プリンシプル」（2024 年 8 月 28 日）

中長期の企業価値向上と対話の高度化

今回、アセットオーナー・プリンシプルが策定されたことにより、インベストメント・チェーンが受益者までつながることとなった。その意味で、アセットオーナー・プリンシプルはインベストメント・チェーンの最後のピースを埋めるものであり、その意義は大きい。

本稿は、アセットオーナー・プリンシプルが策定された背景について、インベストメント・チェーンの環境変化と課題について俯瞰的に検討したうえで、アセットオーナー・プリンシプルの各原則のポイントについて分析を行う。インベストメント・チェーンにおけるアセットオーナーの役割を発揮するために期待される行動のあり方について考察したい。

図表 1 資産運用立国実現プランの概要



出所：金融庁「資産運用立国実現プラン (概要)」(2023年12月13日)

2. アセットオーナーの意義

(1) アセットオーナーの範囲

インベストメント・チェーンの重要な主体である機関投資家については、その性質や役割により、運用機関とアセットオーナーとに分類することができる。スチュワードシップ・コード⁶によれば、運用機関とは「資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う『資産運用者としての機関投資家』」、アセットオーナーとは「当該資金の出し手を含む『資産保有者としての機関投資家』」と定義される。アセットオーナーの属性は多様であり、スチュワードシップ・コードの議論において主たる対象とされた年金基金（公的年金、共済組合、企業年金）、保険会社等に限らず、財団法人や大学・学校法人等、その他の政府系ファンド等さまざまなアセットオーナーを内含する概念である。

アセットオーナーの監督当局は、年金基金は厚生労働省、保険会社は金融庁、大学・学校法人

⁶ 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード> ~投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すために~」(2020年3月24日)

等は文部科学省と、それぞれの制度や設立趣旨に基づいて異なっている。アセットオーナーの投資活動についても、アセットオーナーの設立趣旨、根拠法令に基づいた事業内容に沿って行われるものであり、運用方針等はそれぞれのアセットオーナーの性格によって異なる。そのため、制度の垣根もあり、アセットオーナーについての共通の規律作りは簡単ではなかった。

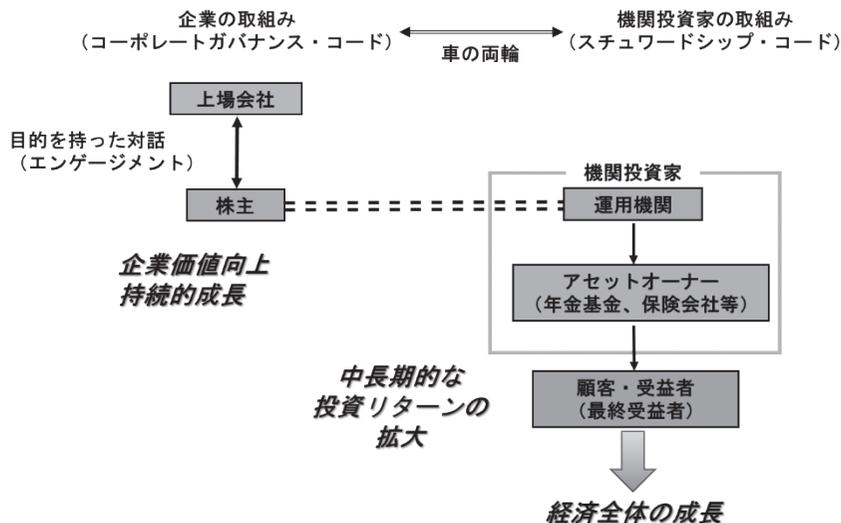
しかしながら、インベストメント・チェーンにおいては、アセットオーナーは機関投資家として重要な位置づけである。このような観点からは、実際に投資活動を行っているアセットオーナーについては、投資活動における機関投資家としての役割は共通するところも少なくない。例えば、スチュワードシップ・コードについては、スチュワードシップ・コードを所管する金融庁、年金基金を所管する厚生労働省、各共済組合を所管する省庁等と監督省庁は異なるが、インベストメント・チェーンを通じた価値向上というコードの実効性を高めるために、公的年金や企業年金、共済組合においても、スチュワードシップ・コードの受け入れが進められてきたところである。

スチュワードシップ・コードへの署名は、責任ある投資家としてのスチュワードシップ活動というすでに行われている投資活動の一環として、対応が行われてきた側面がある。その前提である、運用方針の策定、投資判断やリスクマネジメント、ガバナンス体制の整備等については、それぞれのアセットオーナーによる自発的な取組みに依拠しているのが実態である。アセットオーナーに対しては、多くの場合、所管省庁によるモニタリングが行われており、追加的に横断的な監督プロセスの設置は当面の課題ではないと考えられる。しかしながら、機関投資家として資産運用を行う場合には、具体的な運用戦略等はアセットオーナーの性質により異なるとしても、体制整備、方針策定、ディスクロージャー等は共通する部分も少なくない。また、設立趣旨にかかわらず、アセットオーナーのインベスト・チェーンにおける位置づけや役割は、共通の部分が多い。このようなインベストメント・チェーンにおける機関投資家としてのアセットオーナーの役割は、グローバルにも共通であり、資産運用立国を目指すわが国としては、機関投資家としてのアセットオーナーの行動規範の策定は大変重要であると考えられる。

このような背景からは、省庁横断的な取組みとして、内閣官房においてアセットオーナー・プリンシプル策定が進められたことで、資産運用立国の残されたピースが完成し、わが国のインベストメント・チェーンを通じた価値向上を目指す一連の制度がつながると評価することができる。

中長期の企業価値向上と対話の高度化

図表 2 インベストメント・チェーンを通じた価値向上



出所：筆者作成

(2) アセットオーナーの種類と資産規模

アセットオーナー・プリンシプルの策定にあたっては、単独での資産規模が多い年金基金や共済組合等の公的年金のほか、基金・法人数が多い企業年金や学校法人等を主たる適用対象として、議論が進められた。アセットオーナー・プリンシプルにおいて、アセットオーナーとして想定される主な主体は、図表3の通りである。世界最大規模の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)(所管省庁：厚生労働省、以下同)をはじめ、国家公務員共済組合連合会(KKR)(財務省)、地方公務員共済組合連合会および地方公務員共済組合等の地方公務員共済組合連合会グループ(総務省)、日本私立学校振興・共済事業団(文部科学省)、企業年金連合会(PFA)(厚生労働省)、国民年金基金連合会(厚生労働省)、独立行政法人中小企業基盤整備機構(経済産業省)、独立行政法人勤労者退職金共済機構(厚生労働省)等の公的年金の性質を有する主体が含まれる。また、私的年金として、主体数が多く全体の資金量も多い企業年金(DB)(厚生労働省)も主要なアセットオーナーである。そのほか、生命保険会社ならびに損害保険会社(金融庁)は、民間企業であるが、契約者から集めた中長期的な資金を機関化してインハウスで運用あるいは外部に運用を委託しているという意味で、重要なアセットオーナーとして位置づけられる。また、いわゆる大学ファンドと呼ばれる国立研究開発法人科学技術振興機構(JST)のほか、国立大学法人・大学等を設置する学校法人等は、従来は機関投資家としてはカテゴライズされてこなかったが、資産運用を行うアセットオーナーであり、アセットオーナー・プリンシプルの対象と位置づけられている。

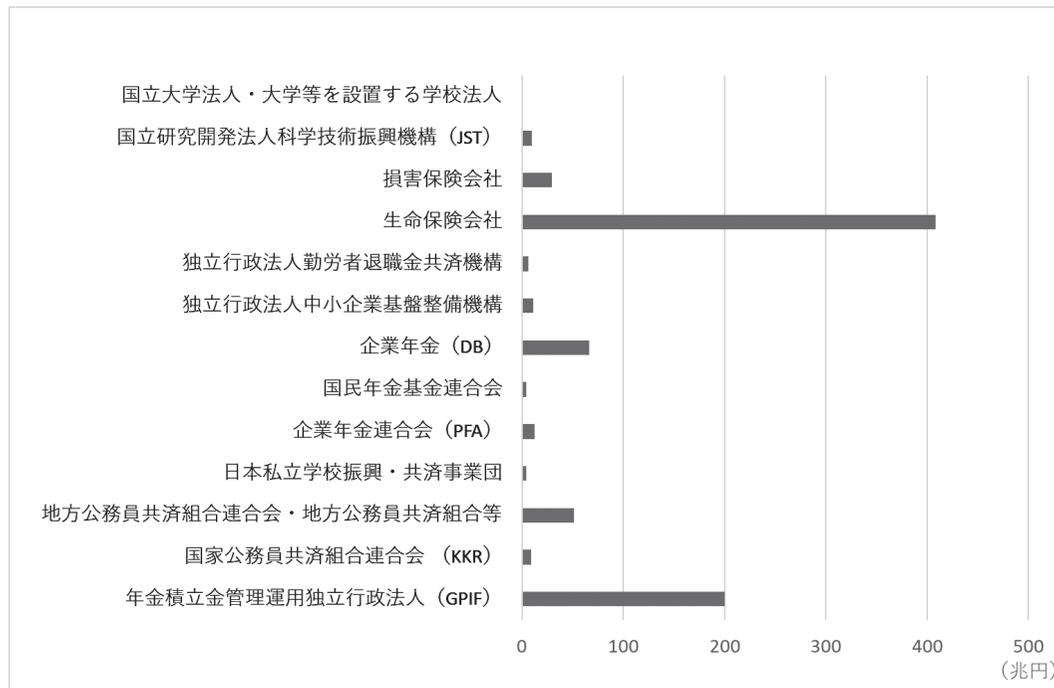
図表 3 アセットオーナーとして想定される主な主体

	種別	所管省庁	実施主体数	スチュワードシ ップ・コード受 入表明
年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)	年金	厚生労働省	—	○
国家公務員共済組合連合会 (KKR)	年金	財務省	—	○
地方公務員共済組合連合会・地方公 務員共済組合等	年金	総務省	—	○
日本私立学校振興・共済事業団	年金	文部科学省	—	○
企業年金連合会 (PFA)	年金	厚生労働省	—	○
国民年金基金連合会	年金	厚生労働省	—	○
企業年金 (DB)	年金	厚生労働省	11,545	62
独立行政法人中小企業基盤整備機構	年金	経済産業省	—	○
独立行政法人勤労者退職金共済機構	年金	厚生労働省	—	○
生命保険会社	保険	金融庁	42	20
損害保険会社	保険	金融庁	33	4
国立研究開発法人科学技術振興機構 (JST)	大学等	文部科学省	—	○
国立大学法人・大学等を設置する学 校法人	大学等	文部科学省	N/A	1

出所：内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会「アセットオ
wner・プリンシプル策定に向けた基礎資料」（2024年3月7日）

中長期の企業価値向上と対話の高度化

図表 4 主たるアセットオーナーの資産規模



出所：内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会「アセットオーナー・プリンシプル策定に向けた基礎資料」（2024年3月7日）

3. アセットオーナー・プリンシプル策定の背景

(1) アセットオーナーのフィデューシャリー・デューティー

わが国においては政策として「成長と分配の好循環」を実現するために、インベストメント・チェーンを通じて家計の資金が成長投資に向かい、その価値向上の恩恵が関係に還元するという資金の好循環が目指されている。インベストメント・チェーンにおいては、家計、金融商品の販売会社、企業、運用機関、アセットオーナー等の各主体が、資金の流れと価値創出に向けて機能を発揮することが必要である⁷。

なかでもアセットオーナーは、インベストメント・チェーンにおいて、受益者を背後に抱える機関と位置づけられ、金融資本市場を通じて企業・経済の成長の果実を受益者等にもたらすという重要な役割を負っている。ここでいう受益者とは、受益者として制度上位置付けられている年金基金の年金加入者等の存在に限定されない。受益者には、アセットオーナーの資産運用の成果

⁷ 内閣官房内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会「アセットオーナー・プリンシプル（案）」（第4回配布資料「資料1」）（2024年6月3日）、「背景及び目的 1.」参照。

により、直接的または間接的に利益を享受する主体として、各アセットオーナーが位置付けるステークホルダーも含まれる。例えば、大学等の学校法人の資金運用は、自己資金の運用であるが、資産運用の成果は、環境整備の資金として教職員や学生が利益を享受することができる。アセットオーナー・プリンシプルにおいては、アセットオーナーのステークホルダーについて、受益者等、資金拠出者等（寄附者、出資者、株主等）、その他損益の影響に含まれる者等を網羅する概念であると位置づける。アセットオーナーによりステークホルダーはさまざまであり、ステークホルダーの範囲もアセットオーナーにより異なると指摘している。アセットオーナーが意識するべきステークホルダーの対象は、多様で幅広い。

このようにアセットオーナーが配慮すべき受益者等のスコープが定められる。そのうえで、アセットオーナー・プリンシプルにおいては、アセットオーナーは、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・デューティー）を果たすべきであると明記された。そして、アセットオーナー・プリンシプルにおいては、フィデューシャリー・デューティーを果たしていくうえで有用と考えられる共通原則を定めるものとされる⁸。

わが国には、フィデューシャリー・デューティーの概念は法令あるいは判例法において確立していないが、さまざまな法令においてフィデューシャリー・デューティーを基礎とする善管注意義務や忠実義務等の個別の義務が法定されている。実務上も、さまざまな関係性において生じうる課題が、フィデューシャリー・デューティーの概念によって解決されることが可能である。例えば、法令違反ではないものの立法趣旨から問題があるような場合への対処等は、個別規定の背景にあるフィデューシャリー・デューティーが明確化されることで、行為者の判断の拠り所となり、なすべき行為の方針が明確となる。したがって、わが国の公的な規範において、初めてフィデューシャリー・デューティーについて明確化されたことは極めて大きな変革であると考えられる。

（2）アセットオーナー・プリンシプルの目的

アセットオーナーのうち年金基金や保険会社のようにすでにスチュワードシップ・コード等を受け入れており、その前提として運用方針や組織体制の整備を行っているアセットオーナーにおいては、アセットオーナー・プリンシプルの受け入れに際して、特段追加的な対応を行う必要は少ないと考えられる。アセットオーナー・プリンシプルの受け入れ表明とディスクロージャーの実施が求められるくらいであろう。

これに対して、現状では資産運用の体制が十分整備されていないアセットオーナーにおいては、アセットオーナー自身の設立趣旨に沿った運用目的、それに基づく運用目標および運用方針を定めるところから始めなければならない。資産運用の目的や時間軸、リスク許容度等は、組織の設立趣旨と密接に関連するため、本質的な部分から検討を行うことが必要となる。大学や学校法人

⁸ 前掲注7、「背景及び目的 2.」参照。

中長期の企業価値向上と対話の高度化

等の教育機関のなかには、資産運用の主体としての意識を持たないまま大学事務の一環として収支および資産管理が行われていたところも少なくないと思われる。このようなアセットオーナーについては、アセットオーナー・プリンシプルの受け入れは、経営上大変重要な意思決定をいくつも行う必要もあり、そのうえで体制整備、ディスクロージャー等を実施しなければならず、負担感の大きさへの懸念も大きいと考えられる。

しかしながら、どのような組織であっても、資産を保有し、管理するなかで、現預金等のキャッシュポジションをどの程度にするか、預金の場合には定期預金と普通預金それ以外等のどれが適切なのか、そのうえで余剰資金や将来資金については組織の成り立ちや運営目的ののっとなって、適切な資産運用のあり方を検討していると考えられる。現在のような複雑で変化の激しい環境下においては、すべての金融商品についてはリスクを考慮することが求められ、資産全体のポートフォリオを俯瞰して、管理、運営することは求められよう。資産運用は損失が生じるリスクを有しており、事前に十分な準備を行っていても必ずリターンを得られるという性質のものではない。資産運用は当然のこととしてリスクを内含していることから、そのマネジメントが大変重要な要素となる。組織の目的に見合った、リスクの管理、リターンの目標を検討することが重要である。そうすることで、経済および金融資本市場の環境の変化により資産運用に損失が生じた場合であっても、運用方針の策定や運用プロセスの整備を行っていることで、ステークホルダーに対しては強靱なガバナンスに基づいた資産運用の結果であると示すことができ、フィデューシャリー・デューティーを果たすことにも通じる。フィデューシャリー・デューティーを果たしていると認められる場合には、仮に資産運用で損失が生じたとしても、組織の責任、まして関係者個人の責任を問われる余地は少なく、組織を守ることもつながる。

この点について、アセットオーナー・プリンシプルの活用方法として、受益者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、ステークホルダーに対してあるいは対外的に示すことで理解や対話、協働につなげ、運用力の向上を図るというPDCAサイクルを有効に回す手段としての活用が提示されている⁹。

4. アセットオーナー・プリンシプル

(1) アセットオーナー・プリンシプルの構成

アセットオーナー・プリンシプルは、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を果たしていくために、5つの原則を策定している。このような責任をフィデューシャリー・デューティーと呼ぶことが、アセットオーナー・プリンシプルにおいて明記された。アセットオーナーは、自らの置かれた状況に応じて、受益者等に適切な運用の成果をもたらすことができるよう、アセットオーナー・プリンシプルに定められたアセットオーナー共通の

⁹ 前掲8、「背景及び目的 3.」参照。

原則を受け入れることが期待される。これは、内容を詳細に定める細則主義（ルールベース・アプローチ）に対して、原則主義（プリンシプルベース・アプローチ）と呼ばれる。プリンシプルには法的拘束力はないため、アセットオーナーは、それぞれの状況に応じ、プリンシプルの趣旨や内容を検討したうえで、プリンシプルを受け入れるかどうかを判断することとなる。そして、プリンシプルの受け入れに際しても、全ての原則を一律に実施しなければならないわけではない。プリンシプルは、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードと同様に、「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチが採用されている。これは、「原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか」という手法であり、アセットオーナーは実情に応じて、プリンシプルの各原則、補充原則を実施することができる。

図表 5 アセットオーナー・プリンシプルの 5 原則

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・デューティー）を果たしていくために、

- 原則 1. 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. 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. 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. 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. 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。

出所：内閣官房新しい資本主義実現本部事務局「アセットオーナー・プリンシプル」（2024 年 8 月 28 日）

（2）アセットオーナー・プリンシプルの 5 原則

①原則 1 運用目的・運用目標・運用方針の策定

原則 1 および関連する補充原則は、機関投資家として基本的な体制整備、方針策定を求めるも

中長期の企業価値向上と対話の高度化

のである。アセットオーナーは、自らの設立趣旨や目的、受益者・ステークホルダー等の性質等により、資産運用のあるべき姿も異なる。そのため、誰のために、何のために資産運用を行うのかという観点から、運用目的を定めなければならない（補充原則1-1）。そして、その運用目的に基づいて、リターンやリスクに関する運用目標を策定することになる。そして、運用目標を達成するために、資産ポートフォリオや運用方針を定めることが求められる（補充原則1-2）。

アセットオーナーが、運用目的、運用目標、運用方針を定める場合には、適切な手続きの整備と専門的知見に基づいた判断を行うことが求められる（補充原則1-3）。そして、運用目的や運用目標に基づいて、経済・金融・市場環境等を勘案して、運用方針を定期的に検証し、必要に応じて見直ししなければならないとされる。

ただし、アセットオーナーのなかには、運用目的等が法定されている場合もあるが、そのようなアセットオーナー（例えばGPIF等）の場合には、すでに体制整備が行われているところが多いと推測される。大学・学校法人等については、今後プリンシプルの受け入れにあたって、新たに対応が求められる場合もあろう。原則1は、機関投資家としての基本的部分であり、アセットオーナー・プリンシプルの根幹であることに留意しなければならない。

②原則2 資産運用の知見および人材の確保

原則2および関連する補充原則は、アセットオーナーの資産運用に関する専門的な知見および人材の確保について定める。原則1に基づいて定める運用目的・運用目標を達成するために、必要となる人材を確保することが必要である。また、内部人材だけでは十分ではない場合には、外部人材の活用も検討することが求められる。

アセットオーナーは、資産運用およびリスク管理を継続的かつ適切に運営できるよう、自らにどのような知見が必要であるかを把握、確保するとともに、監督と執行それぞれが機能するガバナンス体制を構築すべきであるとする（補充原則2-1）。資産運用にはリスク管理体制の整備が必然であることから、運用委員会やリスク管理委員会等のそれらを確保するためのガバナンス体制の整備を求めるものである。

運用目的に照らして必要がある場合には、資産運用の経験がある運用担当責任者（いわゆるチーフ・インベストメント・オフィサー（CIO））を選任することを求める（補充原則2-1）。運用担当責任者は、フィデューシャリー・デューティの観点から、受益者等の利益を第一に行動し、金融機関等との間で利益相反関係にないことが必要である。あるいは、内部人材の確保が難しい場合等には、アセットオーナーは、外部人材の登用、または、金融機関・外部時コンサルティング会社・OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）¹⁰・業界団体その他の外部組織の活用を検討すべきであると述べる（補充原則2-2）。

¹⁰ 金融庁「企業年金を取り巻く状況に関する調査 最終報告書」（ボストン・コンサルティング・グループ合同会社への委託調査）（2022年3月）は、英米の中小企業年金におけるOCIOの活用状況について報告されている（同11頁）。

③原則 3 リスク管理を含む適切な運用方法、委託先の選定

アセットオーナーは、受益者の最善の利益の観点から、リスク管理を含む適切な運用方法を検討し、運用委託先を検討しなければならない（原則 3、補充原則 3-1）。アセットオーナーに十分なリソースが確保できる場合には、自家運用を選択することもできる（脚注 10）。そこでは、運用資産の分別管理、運用目的に照らした適切な分散投資、VaR（Value at Risk）等の定量的なリスク分析を踏まえた運用リスクの管理を行うことが求められる。

他方、外部の金融機関に資産運用を委託する場合には、利益相反等を勘案して、運用委託先を選定しなければならないとし、定期的な見直しを求める（原則 3、補充原則 3-5）。しかしながら、わが国のアセットオーナーについては、特に公的年金のフィー体系について、世界的にも最低水準であるとの指摘が多い。わが国の資産運用業界を発展させるためにも、適切な水準のフィーを支払うことが期待される。また運用委託先への報酬については、運用委託先がもたらす付加価値に応じたものとすべきであると明記し、資産運用だけではなく複数の機能を委託する際には、機能毎に付加価値に見合うか検討することが重要であるとする。例えば、信託銀行や保険会社は、企業年金からゲートキーパーや業務代行を兼ねたサービス（総幹事会社と呼ばれる）を受託しているが、パッケージでの報酬ではなく、具体的なサービスの機能別に報酬を設定する場合を想定している。また、アクティブ運用等においては優秀でパフォーマンスの高い運用機関を採用する観点から、海外ではよく見られる仕組みである成功報酬制度の活用についても、言及されている（プリンシプル注記 13）。

④原則 4 ステークホルダーへの説明責任（見える化）

アセットオーナーのステークホルダーは、第一義的には受益者等である。しかしながら、受益者等以外にも、資金拠出者等（寄附者、出資者、株主等）、その他損益の影響を受ける者等が存在する場合がある。各アセットオーナーによってステークホルダーは多様であり、その範囲も様々に異なる。例えば、大学・学校法人等の資金については、寄附金等を原資とする場合には、大学自身の資金であり、厳密には受益者は存在しない。しかしながら、大学・学校法人等の資金については、その運用結果が学生、研究者等の教育、研究環境の整備に大きな影響を与えるため、大学・学校法人等の経営状況に関しては重要なステークホルダーである。このようなステークホルダーに対しては、資産運用の状況について、十分な情報開示が必要である。その場合には、多様なステークホルダーにとって分かりやすい内容で（補充原則 4-1）、比較可能な形での説明が求められる（補充原則 4-2）。

⑤原則 5 アセットオーナーのステュワードシップ活動

アセットオーナーは、インベストメント・チェーンにおいて重要な役割を果たしていることから（図表 2）、アセットオーナー自らあるいは運用委託先を通じて、投資先企業やその事業環境についてのエンゲージメント（建設的な「目的を持った対話」）を行い、投資先企業の中長

中長期の企業価値向上と対話の高度化

期の持続的な企業価値向上を即することが求められる。そして、ステュワードシップ責任を果たすに当たっては、自らの規模や能力等を踏まえつつ、日本版ステュワードシップ・コードの受け入れ表明をした上でその趣旨に則った対応を行うことを検討すべきであるとする（補充原則5-1）。しかしながら、企業年金については11,459基金のうち¹¹、2024年6月時点で84基金のみがステュワードシップ・コードに署名している¹²。受益者が明確な企業年金においては、アセットオーナー・プリンシプルやステュワードシップ・コードの受け入れが期待されるどころ、母体企業との関係、リソースの問題等があり、取組みが進んでいない実態がある。インベストメント・チェーン全体の価値が向上することで、アセットオーナー自身の投資パフォーマンスが向上し、ひいては国民経済全体の成長にもつながる。

企業年金のように個別の基金のリソースが十分ではない場合等を念頭に、複数のアセットオーナーが協働して運用委託先のステュワードシップ活動に対するモニタリング（協働モニタリング）を行うことも選択肢として提示している（補充原則5-1）。これに該当する具体的な取組みの事例として、企業年金連合会において、企業年金ステュワードシップ推進協議会が設立されている。

また、ステークホルダーの意向や運用目的を勘案したうえで、投資先企業の持続的成長に資するサステナビリティ投資を行うことについても述べられている（補充原則5-2）。取組み例として、運用委託先へのサステナビリティを配慮した運用を求めること、PRI（責任投資原則）への署名についても言及されており、PRIに署名する公的年金が増加している。

5. おわりに

アセットオーナー・プリンシプルを受け入れるアセットオーナーのリストは、政府のウェブサイトにおいて公表される¹³。この情報開示の第一弾として、9月30日公表分では、17機関が受け入れを表明した。公的年金・共済組合が中心で、それ以外では、生命保険会社2社および企業年金1基金であった。大学や学校法人についてはこの時点では受け入れ表明は出されていないが、報道によれば、複数の大学も受け入れを予定しているとの報道もされている¹⁴。これら以外にも、受け入れ表明の準備を進めているアセットオーナーもあり、今後の受け入れの拡大が期待される。次回は本年12月末までに受け入れ表明を行ったアセットオーナーのリストを、来年

¹¹ 厚生労働省「確定給付企業年金の事業状況等（2021（令和3）年度）」参照。11,459基金のうち、規約型が10,732基金、基金型が727基金である。規約型は母体企業との一体性や利益相反等の観点から、ステュワードシップ・コードを受け入れが遅れている。

¹² 金融庁「第1回ステュワードシップ・コードに関する有識者会議 事務局説明資料（資料4）」（2024年10月18日）5頁参照。

¹³ 内閣官房ウェブサイトにおいて、アセットオーナー・プリンシプル、受け入れ機関等の関連する情報が提供される。

¹⁴ 日本経済新聞「企業年金、国の行動規範受け入れ0.01% 人材不足背景に」（2024年10月11日）

1 月初めに公表し、以降は月 1 回程度更新する予定となっている。

アセットオーナー・プリンシプルに基づいて、アセットオーナーがガバナンスや運用体制や整備を行うことを通じて、直接的には受益者・ステークホルダーの資産を保全することにつながる。資産運用は每期必ずリターンを生むという性質のものではなく、グローバルな経済・社会情勢や金融資本市場の不透明性が高まり、資産運用のパフォーマンスへのインパクトも大きい運用環境下においてはとりわけ、損失につながることもある。その場合も、結果としてマイナスリターンであったとしても、リスク管理ならびに投資判断プロセスが適切に運営されていれば、アセットオーナー自身を守ることに繋がる。資産運用力を高めることを通じて、中長期の運用パフォーマンスの向上にもつながろう。スキルやリソース不足を不安視するアセットオーナーも少なくないと推察されるが、プリンシプルの内容は、運用目的の策定等の資産を有するアセットオーナーにとっては、きわめて基本的な体制整備も含まれている。内部だけでの対応が困難な場合には、外部のスキルやリソースの活用も提示されている。このようなアセットオーナーの状況を踏まえて、アセットオーナー・プリンシプルの適用方法は、それぞれのアセットオーナーの実態に合わせてコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチで柔軟な対応を可能とする仕組みとなっている。

アセットオーナーはインベストメント・チェーンにおいて、受益者をつなぐ要の役割を果たしている。また、公的年金や共済組合はもとより、大学・学校法人等や企業年金といった多くのアセットオーナーは、わが国の社会および経済の将来に向けた持続可能性を確保する観点からも大変重要な存在であり、社会的使命も負っている。したがって、アセットオーナーにおいては、プリンシプルの趣旨を理解し、組織防衛の観点から、それぞれの実態に即してプリンシプルをどのように受け入れるかについての検討を行うことが期待される。

【参考文献】

1. 金融庁「企業年金を取り巻く状況に関する調査 最終報告書」（ボストン・コンサルティング・グループ合同会社への委託調査）（2022 年 3 月）
2. 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード> ~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」（2020 年 3 月 24 日）
3. 金融庁「金融審議会市場制度ワーキング・グループ資産運用に関するタスクフォース報告書」（2023 年 12 月 12 日）
4. 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム—『スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議』意見書（6）—」（2024 年 4 月 26 日）
5. 金融庁「第 1 回スチュワードシップ・コードに関する有識者会議 事務局説明資料（資料 4）」（2024 年 10 月 18 日）

中長期の企業価値向上と対話の高度化

6. 厚生労働省「確定給付企業年金の事業状況等（2021（令和3）年度）」
7. 内閣官房「資産所得倍増プラン」（2022年11月28日）
8. 内閣官房「資産運用立国実現プラン」（2023年12月13日）
9. 内閣官房「アセットオーナー・プリンシプル」（2024年8月28日）
10. 日本経済新聞「企業年金、国の行動規範受け入れ0.01% 人材不足背景に」（2024年10月11日）