

「資産運用立国」とアセットオーナー・プリンシプル

昨年末に公表された「資産運用立国実現プラン」では、年金を含むアセットオーナー全般に適用されるプリンシプル(アセットオーナー・プリンシプル)を今夏までに策定することと、企業年金の改革案が示されました。本稿では実現プランを概観し、アセットオーナー・プリンシプルについて展望します。

資産運用立国実現プラン

昨年12月13日、内閣官房の「新しい資本主義実現会議」に設置された資産運用立国分科会が「資産運用立国実現プラン」(以下、実現プラン)を取りまとめました。

実現プランは、岸田政権の打ち出した省庁横断的な政策プランです。分科会は10月以降に4回開催され、いずれも非公開だったものの、内閣府・内閣官房の他に金融庁、厚生労働省、文部科学省の各局長クラスが出席し、他の出席者と並んで各省庁における検討状況と資産運用立国実現に向けたスタンスが表明されました。

まず金融庁からは、金融審議会・市場制度ワーキング・グループで、分科会とほぼ同時並行で開催されていた「資産運用に関するタスクフォース」の議論が紹介されました。このタスクフォースの報告書は、実現プランの公表と平仄をあわせて、その前日に公表されています¹。

また厚生労働省は、社会保障審議会企業年金・個人年金部会で資産運用立国を取り挙げた

上で、企業年金を中心とする私的年金の現状と今後のあり方について報告し、資産運用立国へ向けた取り組みを企業年金の実態を踏まえた上で進める旨が述べられました²。

文部科学省はアセットオーナーであるJST(国立研究開発法人科学技術振興機構。大学ファンド)を所管するとともに、金融教育を含む教育行政を担う立場から、政府全体としての取り組みに協力する旨が示されました。

中央官庁の他、企業年金連合会を含むアセットオーナー、日本投資顧問業協会に代表されるアセットマネジャー、その他の有識者も出席して、それぞれの立場からの意見が聴取された上で、取りまとめられています。

なお、企業年金連合会は分科会が始まる前に、「『資産運用立国の実現に向けた取組』に対する提案等について」と題する提言を行っています³。

¹ この報告書では、①資産運用業の高度化、②アセットオーナーに関する機能強化、③スチュワードシップ活動の実質化に向けた取り組み、④成長資金の供給と運用対象の多様化の実現が必要とされています。

² 10月17日の第28回社会保障審議会企業年金・個人年金部会の議題として「資産運用立国について」が追加され、議論されました。

³ 「『資産運用立国の実現に向けた取組』に対する提案等について」(企業年金連合会、2023年9月29日、https://www.pfa.or.jp/user_kaiin/chosakenkyu/yobo/shisan/index.html)をご参照ください。

図表1 「資産運用立国実現プラン」の構成

1. 資産運用業の改革	(1)資産運用力の向上やガバナンス改善・体制強化 (2)資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進
2. アセットオーナーシップの改革	(1)アセットオーナー・プリンシプルの策定 (2)企業年金の改革 ① 確定給付企業年金 (DB) の改革 (ア) 資産運用力の向上 (イ) 共同運用の選択肢の拡大 (ウ) 加入者のための運用の見える化の充実 ② 企業型確定拠出年金 (DC) の改革 (ア) 適切な商品選択に向けた制度改善 (イ) 加入者のための運用の見える化の充実 ③ 企業年金を含む私的年金の更なる普及促進
3. 成長資金の供給と運用対象の多様化	(1)スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進 (2)オルタナティブ投資やサステナブル投資などを含めた運用対象の多様化
4. スチュワードシップ活動の実質化	
5. 対外情報発信・コミュニケーションの強化	

(出所)「資産運用立国実現プラン」に基づき NFRC 作成

これは、報道等にも多く見られる、企業年金に対する偏向した認識を正すとともに、資産運用立国の実現のための企業年金あるいは連合会としての建設的な貢献の仕方を示したものと理解できます。分科会では運用執行理事が出席して分析と意見を述べ、議論の精緻化に大きく貢献しました。

しかしながら、実現プラン公表までの期限が極めて限られていたためか、分科会ではアセットオーナーとして実質的に企業年金のみが取り挙げられることとなりました。そのため、実現プランを見るだけでは、企業年金のみが多くの課題を抱え、改革が求められているかのような印象を残すものとなっています。

アセットオーナーシップの改革

実現プランは、大きく5つのテーマに分かれています(図表1)。このうち、年金関係者の関心を最も惹いたのが「アセットオーナーシップの改革」でしょう。「アセットオーナー・プリンシプル」の策定(後述)と、企業年金の改革の2つが挙げられ、後者はDB、DCそれぞれについて具体的な内容に踏み込んでいます。

このうちDBの改革についての内容(図表2)を見ると、まず「資産運用力の向上」については、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り組みが推進され、また総幹事を含む運用委託先の評価とそれに基づく委託先変更が促進されるよう、ガイドラインを改定するなどの方策を講じるとしています。このガイドラインとは受託者責任ガイドラインを指し、厚労省において手当がなされるものと考えられます。

また「共同運用の選択肢の拡大」については、小規模なDBが企業年金連合会の共同運用を活用しやすくするような取り組みを行うとしています。「選択肢の拡大」とは、連合会の共同運用事業で現在提供されている「期待リターン2.6%、リスク4.8%」の合同運用以外の選択肢を設けることなどを指すものです。既存の共同運用事業の利用を阻む要因については明確には議論されませんでした。したが、「信託銀行を含む金融機関等と適切な連携を行った上で」とあることから、幹事会社の影響が想定されていると推測できます。

さらに「加入者のための運用の見える化の充実」については、DBの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

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表 2 「確定給付企業年金(DB)の改革」で挙げられた施策

項目	施策
(ア) 資産運用力の向上	加入者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行するため、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ことについて、ガイドラインを改定するなど、必要な方策を講じる。
(イ) 共同運用の選択肢の拡大	より多くの小規模な確定給付企業年金(DB)が適切な形で共同運用事業等を活用できるよう、信託銀行を含む金融機関等と適切な連携を行った上で、ガバナンスのあり方を考慮しつつ、選択肢の拡大を含めて、企業年金連合会による共同運用事業の発展等に向けた取組を促す。
(ウ) 加入者のための運用の見える化の充実	確定給付企業年金(DB)について、前述の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(情報開示)を行う。その具体的な方策については、規模等の状況にも配慮し、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。実施は次期年金制度改正時に行う。なお、可能な対応については、これを待たずに、順次実施していく。

(出所)「資産運用立国実現プラン」に基づき NFRC 作成
含む情報を開示して他社(の年金)との比較が可能となるようにするとし、その具体的な方策は、次期年金制度改正へ向けた検討と併せて2024年末までに結論を得るものとされました。つまり、厚生労働省および企業年金・個人年金部会に委任した形となっています。

アセットオーナー・プリンシプル

実現プランは、「企業年金の改革」とは別に、企業年金を含む「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」としています。分科会では、プリンシプルの詳細は議論されず、策定することだけが決まったことを不安視する意見も聞かれます。実際、アセットオーナー・プリンシプルがどのような内容になるのかは、大きな不確実性があります。

さしあたって関心が持たれているのは、アセットオーナーの定義・範囲と、どこで議論されて策定されるのか、スチュワードシップ・コードなどのように準拠表明を問われるものか、といった点でしょう。

まずアセットオーナーの範囲は、実現プランの中では「公的年金、共済組合、企業年金、保険会

社、大学ファンドなど」とされています。限定列挙でないことから、小規模な一般の大学基金や宗教、財団等の諸法人も意識したものになると思われれます。他方で、GPIFや各共済、保険会社、JSTも含まれるため、かなり幅広い(関係官庁も多い)アセットオーナーを想定した一般性のあるプリンシプルになることが予想されます。

こうした理由から、会議体を内閣官房に設置することが決まっているようです。現在は、内閣官房や金融当局が中心となって、素案を作るために、他の当局や業界関係者からの情報収集と意見交換にあたっているとされています。

準拠表明を問われるかどうかは、現時点では不明です。しかし、資産運用立国の実現が政策的な 이슈とされた以上、プリンシプルの浸透度合いを測るためなど、準拠表明を求める十分な理由が当局にはありそうです。そのためもあり、当面は、多様なアセットオーナーが受け入れやすい内容になるとも考えられます。

アセットオーナー・プリンシプルは、

- 受益者(委託者)は誰で、その要求は何か
- 受託者責任をよりよく履行するために備えるべきガバナンスと組織設計、評価基準
- 要求される専門能力

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

- 実践すべきプラクティス

などが含まれたものになると思われます。これらは年金業界が長い歴史を通じて議論し、洗練させてきたものですので、年金にとっても自らのあり方を改めて確認するための良い契機になるのではないのでしょうか。

— 次号のお知らせ —

次号は

3月25日(月)

発行予定です。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com