

アセットオーナー・プリンシブルとの向き合い方 ～有識者座談会を踏まえて～

2026年1月30日

資産運用研究所長 出水 里香

要約

- 「成長と分配の好循環」の実現を目指す資産運用立国に向けた取り組みの一環として、2024年8月28日に「アセットオーナー・プリンシブル」（AOP）が策定された。
- 当社が開催した「資産運用立国におけるアセットオーナーの目指すべき姿とは～アセットオーナー・プリンシブルに関する有識者座談会～」の議論をふまえ、AOP策定後の状況と今後の課題を俯瞰する。
- AOPは、アセットオーナーに求められるフィデューシャリー・デューティー（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）を共通原則として整理した枠組みであり、インベストメント・チェーン上流の改革を通じてチェーン全体の質の向上を目指すものである。
- AOP自体は法的拘束力を有しないが、金融サービス提供法上の誠実公正義務との関係で、AOPが実務上のスタンダードとして浸透した場合、ガバナンス上の説明責任に影響し得る点に留意が必要である。
- AOPの受入表明は公的年金等の大規模主体で先行する一方、企業年金・学校法人等では限定的であり、今後は未表明主体の動向に加え、実務への落とし込み（ガバナンス整備、人材・外部知見の活用等）が焦点となる。
- 人材・体制に制約のある小規模アセットオーナーでは実装が課題となり、外部知見の活用は「丸投げ」ではなく、意思決定能力・ガバナンスを高める「伴走型」支援として設計する必要がある（Outsourced Chief Investment Officer（OCIO）の活用も含む）。
- 上智学院の事例は、AOPがアセットオーナー自らの運用目的・方針・ガバナンスを整理、説明可能な形で言語化するためのツールとなり得ることを示している。あわせて、ポートフォリオ全体でのリスク管理・パフォーマンスの追求を進め、情報開示も戦略的に活用することが重要である。
- 今後は、実施状況のフォローと継続的アップデート、ベストプラクティスの創出・横展開、ステークホルダーとのコミュニケーション強化を、インベストメント・チェーン各主体の学習・支援・協働で進めることが求められる。

当資料は資産運用市場の内容を基に情報を開示することを目的として野村アセットマネジメントが作成したものです。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料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。当資料に示された内容等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。また特定の銘柄の推奨や売買等を示唆するものではありません。

I

はじめに

「成長と分配の好循環」の実現を目指す資産運用立国に向けた取り組みの一環として、2024年8月28日に「アセットオーナー・プリンシブル」¹（以下、AOP）が策定された。策定から1年余りが経過した2025年11月13日、当社で開催した「資産運用立国におけるアセットオーナーの目指すべき姿とは～アセットオーナー・プリンシブルに関する有識者座談会～」（以下、座談会）では、有識者3名²を迎え、AOPの本質、策定の背景、現場での対応に伴う具体的な課題および今後の見通しについて議論いただ

図表1：AOPの各原則

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標を定め、適切な手続きに基づく意思決定の下、経済・金融環境等も踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定めるべき。
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。
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。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。
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。
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。

（出所）内閣官房「アセットオーナー・プリンシブル」（<https://www.cas.go.jp/>）に基づき野村アセットマネジメント資産運用研究所作成

¹ 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・プリンシブル」（2024年8月28日）
(https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/assetownerprinciples.pdf)

² 学習院大学法学部法学科教授 神作裕之氏、学校法人上智学院財務担当理事 引間雅史氏、株式会社野村資本市場研究所シニアフェロー 関雄太氏を有識者として迎えた。

³ 座談会の詳細は当社機関投資家向けサイトにて限定公開（要ログイン）している。閲覧を希望する場合はフィードバック機能より連絡されたい。

⁴ 内閣官房 新しい資本主義実現会議「資産所得倍増プラン」（2022年11月28日）
(https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/dabiplan2022.pdf)

いた³。本稿では、座談会の内容をふまえ、AOP策定後の状況と今後の課題を俯瞰する。

II

AOPの概要と現状

1. AOPの概要

（1）アセットオーナー改革はインベストメント・チェーンを確立するためのピース

政府は、資産所得倍増プラン（2022年11月）⁴、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ラン・プログラム（2023年4月、2024年6月、2025年6月）⁵などを通じて、インベストメント・チェーンを構成する主体への働きかけを行ってきた。2023年12月13日に公表された「資産運用立国実現プラン」⁶では、

⁵ 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」（2023年4月26日）（https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_6.pdf）、「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2024」（2024年6月7日）（https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_7.pdf）、「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2025」（2025年6月30日）（https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_8.pdf）

⁶ 内閣官房 新しい資本主義実現会議資産運用立国分科会「資産運用立国実現プラン」（2023年12月13日）（https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf）

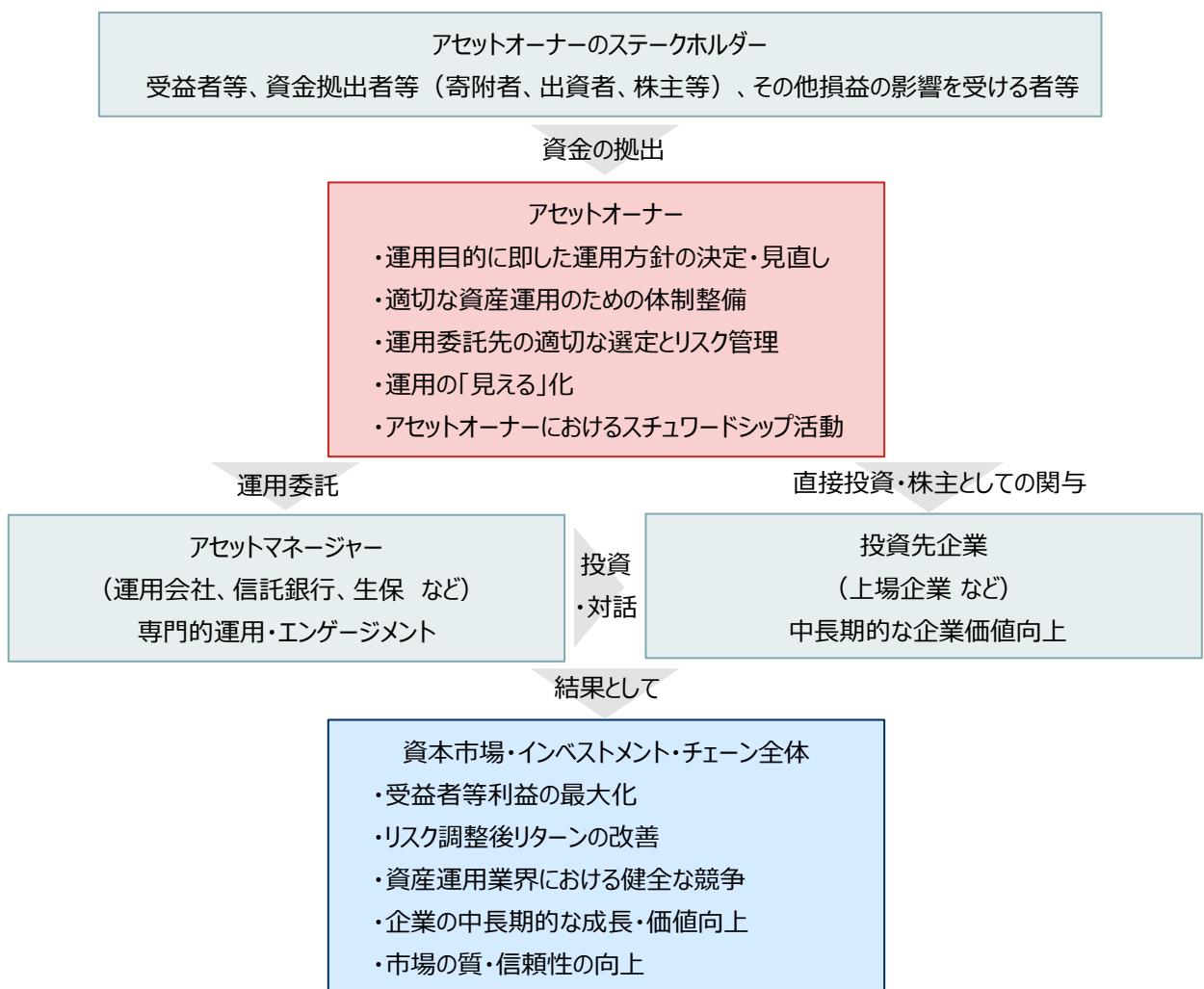
資産運用業とともにアセットオーナーシップ改革が「インベストメント・チェーンの残されたピース」と位置付けられた。あわせて、「アセットオーナーがそれぞれの運用目的・目標を達成し、受益者等に適切な運用の成果をもたらす等の責任を果たす」観点から、アセットオーナーに共通して求められる役割について、共通の原則を定める方針が打ち出された。

資産運用立国実現プランの議論を担った新しい資本主義実現会議「資産運用立国分科会」の下に、「アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会」（以下、作業部会）が設けられ、計4回の議論を経て策定されたのが、現在のAOPである（図表1）。

「インベストメント・チェーンの残されたピース」といわれる背景には、アセットオーナーがインベストメント・チェーンの上流に位置し、その運用哲学やガバナンスが、アセットマネージャー（運用会社、信託銀行、生保など）の行動や投資先企業とのエンゲージメントの質を規定するという認識がある。家計マネーの市場流入を促す政策と並行して、その運用プロセスの「起点」であるアセットオーナーの機能を発揮することで、チェーン全体の質を高めることが期待されている。

AOPでは、「アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を追求する観点から」、「投資先企業や委託先金融機関を厳しい眼で見極めることで、受益者等に利益をもたらすとともに、投資先企業の中長期的な成長・企業価値向上や委

図表2：アセットオーナーに期待される機能とインベストメント・チェーンの関係



(出所) 野村アセットマネジメント資産運用研究所作成

託先金融機関の健全な競争による運用力向上にもつながることが期待される」と整理されている（図表2）。

（2）アセットオーナーの責任＝フィデューシャリー・デューティー

AOPはアセットオーナーに求められる「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）」を果たす上で必要となる共通原則を示すものとして策定された。

フィデューシャリー・デューティーは一般的に「受託者責任」と訳されることが多いが、「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もある」⁷。アセットオーナーの範囲が幅広いことや、法的拘束力を持たない「プリンシブルベース・アプローチ」が採用されたことなどをふまえて、カタカナの「フィデューシャリー・デューティー」が用いられることとなった。フィデューシャリー・デューティーは①注意義務、②忠実義務、③自己執行義務、④分別管理義務があるとされるが⁸、AOPにおいては、「フィデューシャリー・デューティーの重要な中核の部分がきちんとすべて網羅的に書かれている」⁹とされる。

（3）アセットオーナー、受益者等、ステークホルダーの範囲

AOPにおいて、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、大学ファンドのほか、例えば資産運用を行う学校法人など幅広く、その規模や運用資金の性格等も様々」とされている。アセットオーナーが多様であることは、その利益を享受する者も多様であることを

意味する。このことから、AOPにおいて、「受益者等」とは、アセットオーナーの資産運用の成果により直接的又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づける者」としている。ステークホルダーについても、「受益者等のほか、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」とされている。受益者等、ステークホルダーの範囲もアセットオーナーによって異なるため、「受益者等が誰であり、ステークホルダーが誰であるか」を各アセットオーナーが検討することが求められている。

（4）プリンシブルベース・アプローチ

多様なアセットオーナーが存在することから、枠組みとしては細則主義（ルールベース・アプローチ）ではなく原則主義（プリンシブルベース・アプローチ）が望ましいとされた。AOPの受け入れは任意となっており「コンプライ・オア・エクスプレイン」（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）の手法を採用している。

2. AOPの受け入れ状況

AOPにおいて、各アセットオーナーは、AOPについてその趣旨を確認し、十分に検討したうえで、その趣旨に賛同し、AOPを受け入れるかどうかを判断することが期待されている。アセットオーナーの範囲が幅広く、所管省庁が複数にまたがるため、AOPの受け入れ時、アセットオーナーは所管省庁に受入表明し、内閣官房において受入状況を一覧にして公表している。

AOP策定後すぐに、公的年金・共済組合等が、その後企業年金、生命保険・損害保険会

⁷ 内閣官房 アセットオーナー・プリンシブルに関する作業部会「第2回議事要旨」（2024年3月26日）

（https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/asset_dai2/gijiyousi.pdf）

⁸ 神田秀樹「いわゆる受託者責任について」フィナンシャル・レビュー2001年3月号

⁹ 内閣官房 アセットオーナー・プリンシブルに関する作業部会「第4回議事要旨」（2024年6月3日）

（https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/asset_dai4/gijiyousi.pdf）

社などが受入表明を行い、2025年11月末時点での機関数は320である（図表3）。

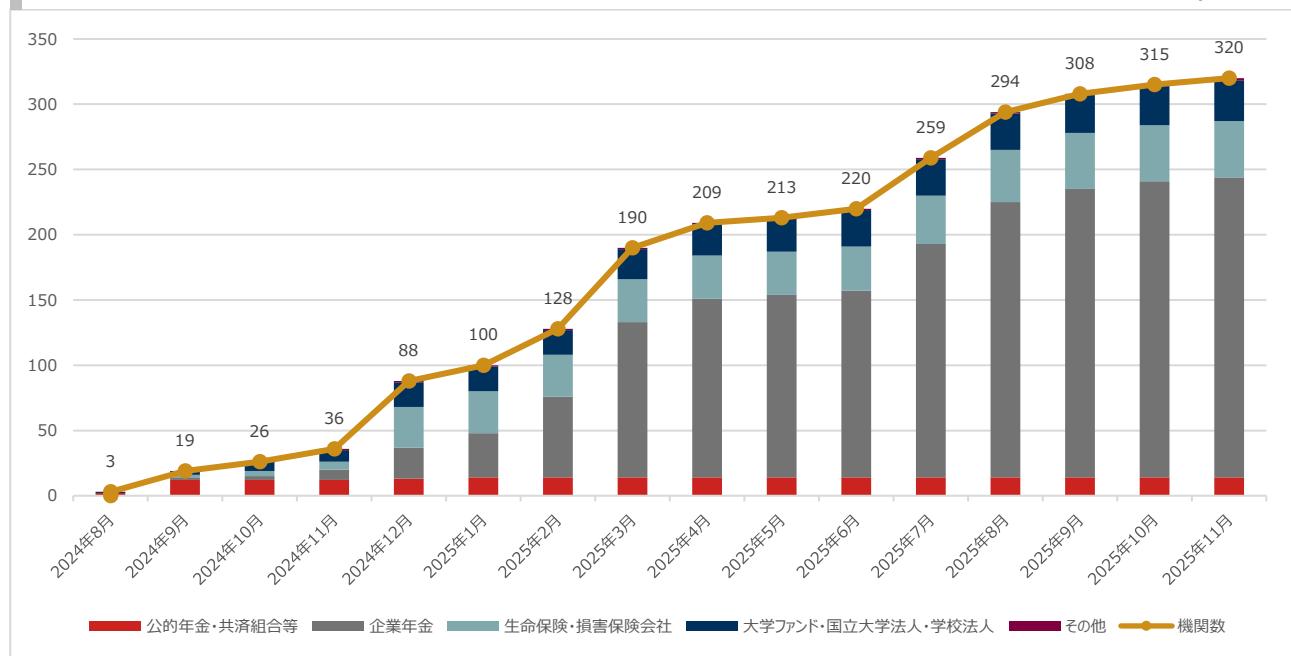
AOPの議論の出発点とされる2023年内閣官房「新しい資本主義実現会議 資産運用立国分科会」で示された資産規模の大きな主体による受入表明は概ね完了していると考えられる。一方、企業年金は主体数ベースで約2%、国立大学法人・大学等を設置する学校法人（以下、学校法人等）は約4%の状況となっている（図表4）。

図表4においてはスチュワードシップ・コードの受入表明の有無についても表示しているが、

AOPの受入表明を行った主体が、必ずしもスチュワードシップ・コードの受入表明を行っているわけではない。この背景には、企業年金や学校法人等では、まずはアセットオーナーとしての内部ガバナンスを整備することを優先し、スチュワードシップ・コードの受け入れは慎重に検討している可能性がある。

インベストメント・チェーンを確立するための残る課題としては、AOPの受入表明をまだ行っていない企業年金や、学校法人等の動向が挙げられる。そこで座談会での議論に基づき、アセットオーナーがAOPとどのように向き合えばよいのかを考えていく。

図表3：AOPの受入表明を行ったアセットオーナー数の推移（2024年8月末～2025年11月末）



（出所）内閣官房「アセットオーナー・プリンシブルの受入れを表明したアセットオーナーのリスト」（<https://www.cas.go.jp/>）に基づき、野村アセットマネジメント資産運用研究所作成

¹⁰ 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・プリンシブルの受入れを表明したアセットオーナーのリスト」の公表について」

（https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/assetowner/index.html）

図表 4 : AOP の受入れ状況

アセットオーナー	所管省庁	資産規模	実施主体数	AOP 受入表明 (注 2) (実施主体数に 占める割合)	スチュワードシップ・ コード受入表明 (注 3)
年金積立金管理 運用独立行政法 人 (GPIF)	厚生労働省	249.8 兆円	—	○	○
国家公務員共済 組合連合会 (KKR)	財務省	10.0 兆円	—	○	○
地方公務員共済 組合連合会	総務省	35.4 兆円	—	○	○
日本私立学校振 興・共済事業団	文部科学省	5.6 兆円	—	○	○
企業年金連合会 (PFA)	厚生労働省	12.4 兆円	—	○	○
国民年金基金連 合会	厚生労働省	5.3 兆円	—	○	○
企業年金 (DB)	厚生労働省	68.8 兆円	11,653	230 (2%)	61
独立行政法人中 小企業基盤整備 機構	経済産業省	11.9 兆円	—	○	○
独立行政法人勤 労者退職金共済 機構	厚生労働省	6.6 兆円	—	○	○
生命保険会社	金融庁	407.2 兆円	41 (注 4)	33 (80%)	24
損害保険会社 (注 1)	金融庁	28.8 兆円	36 (注 5)	10 (28%)	4
国立研究開発法 人・科学技術振興 機構 (JST)	文部科学省	11.1 兆円	—	○	○
国立大学法人・大 学等を設置する学 校法人	文部科学省	10.0 兆円	750 (注 6)	31 (4%)	3

(出所) 内閣官房「新しい資本主義実現会議・資産運用立国分科会（第3回）」資料2（<https://www.cas.go.jp>）、「アセットオーナー・プリンシブル」の受入れを表
明したアセットオーナーのリスト（令和7年11月末時点）、金融庁「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリスト」（令和7年（2025年）6月
30日時点）に基づき、野村アセットマネジメント資産運用研究所作成

資産規模…それぞれ以下より集計

企業年金: 信託協会「企業年金（確定給付型）の受託概況（令和7年3月末現在）」

生損保: 生命保険協会「生命保険事業概況」、日本損害保険協会「損害保険会社総合資金運用状況一覧表」

学校法人等: 日本私立学校振興・共済事業団「令和6年度学校法人の資産運用状況の集計結果（令和5年度決算）」

その他：各団体資料

時点…企業年金:事業年度末日が 2022 年 3 月時点。その他:2025 年 3 月末時点

(注 1) 損害保険会社は、支店形態として日本へ進出している会社等は不算入

(注 2) 2025 年 11 月 30 日時点

(注 3) 2025 年 6 月 30 日時点

(注 4) 金融庁「免許・許可・登録等を受けている事業者一覧」生命保険（令和 7 年 12 月 1 日現在）より集計

(注 5) 金融庁「免許・許可・登録等を受けている事業者一覧」損害保険（令和 8 年 1 月 1 日現在）より集計

(注 6) 国立大学法人については、国立大学協会「会員名簿」（2025 年 4 月 1 日現在）より、大学等を設置する学校法人については、文部科学省「大学・短期大学・高等専門学校・法人一覧 令和 6 年度版文部科学大臣所轄学校法人一覧」（令和 6 年 5 月 1 日現在）より集計

3. AOP との向き合い方

(1) アセットオーナーの法的義務（新誠実公正義務）

座談会において神作氏は、AOP は法的拘束力を有しない規範であるものの、その基礎となる考え方を通じる法的義務として、「顧客等の最善の利益を勘案し、誠実かつ公正に業務を遂行する義務」（以下、新誠実公正義務）を挙げた。この義務は、金融商品取引法等の一部を改正する法律（令和 5 年法律第 79 号）により金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律（以下、金融サービス提供法）¹¹へ新設され、2024 年 11 月 1 日から施行された。この義務は、金融事業者に加えて年金基金やその理事、企業年金の事業主等にも広く適用されるため、仮に AOP が事実上のスタンダードとして普及した場合には、AOP からの逸脱が誠実公正義務違反と評価される可能性がある旨を指摘するとともに、法的に当該義務を負うアセットオーナーについては、AOP の受入れを表明すべき状況にあるとの見解も示した。

新誠実公正義務の名宛人は金融サービス提供法第 2 条に定める「金融サービスの提供等に係る業務を行う者」であり、金融サービスを提供

する事業者のか、企業年金等の実施者等が含まれる。同義務の新設に伴い、従来各業法に置かれていた同趣旨の規定（例：改正前の金融商品取引法第 36 条第 1 項等）は削除され、横断的な規律として金融サービス提供法に整理された。

この動きの契機となったのは、2022 年 12 月 9 日に公表された金融審議会市場制度ワーキング・グループ「顧客本位タスクフォース」中間報告（顧客本位 TF 中間報告）¹²である。

顧客本位 TF 中間報告は、顧客本位の業務運営に関する原則の取り組みが道半ばであると指摘するとともに、企業年金についても運用専門家の活用不足、運用機関の選定プロセス、加入者への情報提供等に課題がある旨を示した。そのうえで、「広くインベストメント・チェーンに関わる者を対象として、顧客・最終受益者の最善の利益を考えた業務運営に向けた取組みの一層の横断化を図るべきである」と提言した¹³。

金融サービス提供法上、新誠実公正義務の違反に関する罰則や、同法に基づく直接の監督上の処分規定は置いていない。一方で、当該義務の対象となる各業務に係る業法に、監督上の処分規定がある場合、新誠実公正義務違反が当該規定に基づき行政処分の対象となり得る¹⁴。

¹¹ なお、本改正により「金融サービスの提供に関する法律」の題名が改正され、金融経済教育推進機構の設置が定められた。

¹² 金融庁「金融審議会市場制度ワーキング・グループ「顧客本位タスクフォース」中間報告」（2022 年 12 月 9 日）

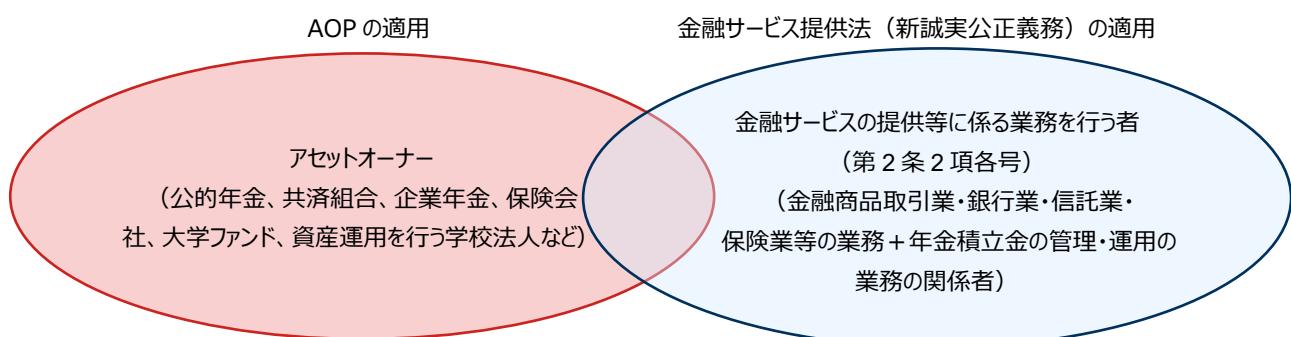
（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tasin/20221209/01.pdf）。神作氏は当該顧客本位タスクフォースの座長を務めた。

¹³ 顧客本位 TF 中間報告では、「年金加入者の意思決定に資するよう、例えば、確定給付企業年金の予定利率や運用実績、確定拠出年金（DC）の商品ラインアップや手数料、運用実績の開示について、より分かりやすい形での適時的情報提供等が望まれる」との意見があつた旨も言及されている。

¹⁴ 今泉宣親・寺川和真「顧客本位の業務運営と「最善の利益」の法定」旬刊商事法務 No.2359（5 月 25 日号）

図表 5：AOP と金融サービス提供法の適用関係

(出所) 野村アセットマネジメント資産運用研究所作成



新誠実公正義務のポイントの一つに、「顧客等の最善の利益を勘案しつつ」という記載が追加された点がある。その趣旨は、これまで顧客本位の業務運営に関する原則に基づき促してきた、顧客本位の業務運営の取組みの一層の定着・底上げを図る点にあるとされている¹⁵。

「顧客の最善の利益」とは、顧客本位の業務運営に関する原則において、「何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うことが求められる」とされている¹⁶。それと同様に、金融サービス提供法上も必ずしも短期的・形式的な利益に限らない実質的な意味での「顧客等の最善の利益」を考えることが求められる¹⁷。

なお、AOP におけるアセットオーナーの範囲には、学校法人等など幅広く含まれる。他方、金融サービス提供法の名宛人は法律上列挙されており、学校法人等は通常、同義務の直接の適用対象とはなりにくい（AOP と金融サービス提供法の適用関係は図表 5 参照）。

もっとも、学校法人等についても、例えば文部科学省の「学校法人における資産運用について

（通知）」（以下、文部科学省通知）においては、資産運用に関する責任ある意思決定と執行管理が行われる体制の確立等を求めている¹⁸。したがって、学校法人等においても AOP が事実上のスタンダードとなった場合、直接の法令違反とまではいえないとしても、ガバナンス上の説明責任やレビューの観点から、AOP への向き合い方が問われる可能性があるといえよう。

（2）小規模アセットオーナーの課題～「伴走」サポートの必要性

座談会において神作氏は、AOP 策定にあたり最も苦労した点として、アセットオーナーの多様性を挙げている。AOP の補充原則には、こうした多様性、特に小規模アセットオーナーに対する配慮が伺われる。より高度な取り組みや、一定のアセットオーナーにあてはまる取組みについては、「必要な場合には」「考えられる」「望ましい」といった表現を用いており、「仮に実施しない場合でもこれらの記述のある原則をコンプライとすることを妨げるものではない」¹⁹とされている（図表 6）。

¹⁵ 金融庁「令和5年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等に関するパブリックコメントの結果等について」（別紙1）「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2024年10月30日）No.1
(<https://www.fsa.go.jp/news/r6/shouken/20241030-2/01.pdf>)

¹⁶ 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」の確定について（別紙1）「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2017年10月30日）No.26など (<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/01.pdf>)

¹⁷ 新誠実公正義務の設置を受けて、各監督指針においても「必ずしも短期的・形式的な意味での利益に限らない「顧客の最善の利益」どのように考えるか」といった文言が加えられた。

¹⁸ 文部科学省「学校法人における資産運用について」（20高私参第7号2009年1月6日） (https://www.mext.go.jp/content/20241125-mxt_sigsanji-000038933_03.pdf)。なお、この通知は「学校法人」に対する通知であり、国立大学法人については別の法制度等が適用となる点に留意が必要である。

¹⁹ 内閣官房「アセットオーナー・プリンシブル（案）に対する意見募集の結果について」（2024年8月28日）No.24 (<https://public-comment.e-gov.go.jp/pcm/download?seqNo=000027912>)

座談会において関氏は作業部会の当初から「リソースのない小規模な基金はどうするのか」という点は懸念されていたと指摘する。その上で、アセットオーナーによってはリソース不足を理由に「できません」となりがちであり、これを超えるためには、コンサルティング会社や運用会社等による、よりアクティブな実務支援、すなわち「伴走型」のサポートが重要になってくる旨を述べている。

AOPでは、アセットオーナーが自ら資産運用やリスク管理に関する知見を備えるよう、組織として

の体制整備に努めることが求められている。そのうえで、組織内の知見を補完・充実させるため、必要に応じて外部知見の活用や外部委託を検討すべきとされている。

この考え方を踏まえると、外部専門家によるサポートは、単に運用等を「丸投げ」するものではなく、アセットオーナー自身の能力・ガバナンスの高度化を目的として、継続的に知見を提供しながら意思決定を支援する「伴走型」の形態が望ましい、と整理できる。

図表6：「必要な場合には」、「考えられる」といった記載を用いた補充原則（抜粋）

補充原則 2-1	アセットオーナーは、運用目標の達成に向けて、資産運用及びリスク管理を継続的かつ適切に運営できるよう、自らに必要な知見を把握するとともに、その知見が確保され、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。 その際、アセットオーナーの規模や運用資金の性格に照らして、 <u>必要があれば</u> 、金融市場やアセットオーナーにおいて資産運用の経験を有する運用担当責任者を設置し、運用担当責任者の権限を明確化するとともに、必要な監督を行うことも <u>考えられる</u> 。（以下省略）
補充原則 2-2	アセットオーナーは、適切な運用を行うに当たって、知見の補充・充実のために <u>必要な場合には</u> 、外部人材の登用、又は、金融機関・外部コンサルティング会社・OCIO・業界団体その他の外部組織の活用等を検討すべきである。 その際、報酬を検討するに当たっては、外部人材や外部組織がもたらす付加価値に応じたものとすべきである。
補充原則 3-2	アセットオーナーは、運用目的に照らして、運用対象資産の分散、投資時期の分散や流動性等を考慮して、運用方法を選択し、運用資産の分別管理のほか、適切なリスク管理を実施すべきである。 その際、アセットオーナーの規模や運用資金の性格に照らして、 <u>必要があれば</u> 、VaR等の定量的なリスク指標も踏まえながら、ストレステスト等も活用して経済・金融環境の変化に備えることも <u>考えられる</u> 。
補充原則 3-4	アセットオーナーは、運用委託先の選定に当たっては、過去の運用実績等だけでなく、投資対象の選定の考え方やリスク管理の手法等も含めて総合的に評価すべきである。 その際、知名度や規模のみによる判断をせず、運用責任者の能力や経験（従前の運用会社での経験等を含む）を踏まえ、検討を行うことが <u>望ましい</u> 。例えば、新興運用業者を単に歴史が短いことのみをもって排除しないようにすることが重要である。
補充原則 4-2	アセットオーナーは、自らと他アセットオーナーの比較がステークホルダーにとって運用目的を達成する判断材料となり得る場合においては、比較できる形での情報提供も検討すべきである。 その際、運用実績等の数値のみで単純比較されることは望ましくなく、運用方針等を踏まえ、総合的に比較できるよう工夫することが <u>望ましい</u> 。
補充原則 5-2	アセットオーナーにおいては、ステークホルダーの考え方や自らの運用目的に照らして <u>必要な場合には</u> 、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、例えば、金融機関等への委託に当たってサステナビリティに配慮した運用を行うことを求めることや、サステナビリティ投資方針を策定すること、PRI（責任投資原則）に署名することも <u>考えられる</u> 。

(出所) 内閣官房「アセットオーナー・プリンシブル」(<https://www.cas.go.jp/>)に基づき野村アセットマネジメント資産運用研究所作成

(3) OCIO の位置付けと市場動向

「伴走型」サポートの具体的な類型としては、①ガバナンス・体制整備支援、②運用目標の設定や資産配分の決定支援、③マネージャー選定・モニタリング支援、④リスク管理・パフォーマンス分析支援、⑤戦略・方針変更時の意思決定プロセス支援といったものが挙げられる。

AOPにおいては、金融機関、外部コンサルティング会社、業界団体その他の外部組織とともに、Outsourced Chief Investment Officer (OCIO) も担い手として挙げている。

AOPにおいてOCIOは、「投資助言・代理業又は投資運用業の登録を受け、ポートフォリオの包括的な運用又は助言を行う主体」と、日本の法的枠組みに即して整理されている。一方で、

OCIO はグローバル、特に米国において発展してきた領域である。

OCIO のサービスは、運用目標・資産配分・投資政策の策定等の戦略的助言と、ポートフォリオ構築、マネージャー選定、継続的運用等の運用サービスを「一体」として提供する形態が中核である²¹。また、機能のすべてを外部に委託する形態に加え、一部機能のみを切り出して委託する、いわゆる「部分 OCIO」もみられる。

グローバルで OCIO サービスを提供する会社の OCIO サービスにかかる運用資産残高 (Asset Under Management, AUM) 上位 10 社には、コンサルティング会社や資産運用会社などが並ぶ(図表 7)。

グローバル OCIO 市場の運用資産総額 (AUM) は 2024 年末で約 3.3 兆ドルで、OCIO サービスは急速に成長している領域の一

図表 7：OCIO サービス提供会社の AUM

会社名	OCIO AUM (10 億ドル)	OCIO タイプ
Mercer	548	ジェネラリスト／コンサルタント
Goldman Sachs	392	アセットマネージャー
BlackRock	367	アセットマネージャー
Russell Investments	327	ジェネラリスト／コンサルタント
CAPTRUST	209	プライベートウェルス
SEI	205	ジェネラリスト／コンサルタント
Morgan Stanley	199.6	アセットマネージャー
AON	189.0	ジェネラリスト／コンサルタント
J.P. Morgan	179.2	アセットマネージャー
State Street Global Advisors	169.5	アセットマネージャー

(出所) Chestnut Advisory Group 資料²⁰に基づき、野村アセットマネジメント資産運用研究所作成

【OCIO プロバイダーの類型（特徴、中核的な強み）】

ジェネラリスト／コンサルタント（複数のマーケットセグメントにわたる幅広い専門性、投資に加え、付加価値機能（ガバナンス支援等）を提供、運用会社リサーチ（マネージャー・リサーチ））

アセットマネージャー（アルファ創出能力、トレーディングおよびリスク管理（リスク・オーバーサイト）、豊富なリソース）

プライベートウェルス（プライベートウェルス市場（リテール／富裕層／超富裕層／ファミリーオフィス）に関する知識、高度なパーソナライゼーション（個別ニーズへの対応））

²⁰ Chestnut Advisory Group, "OCIO is Bigger Than You Think", Chestnut Advisory Group Insights, January 8, 2025

²¹ CFA Institute "Guidance Statement for OCIO Portfolio (Effective Date: 31, December 2025) (https://www.saa.or.jp/standards/gips/interpretation/pdf/gs_ocio_202412.pdf)

.pdf）、日本語訳 公益社団法人日本証券アナリスト協会「OCIO ポートフォリオに関するガイドンス・ステートメント」（発行日：2025 年 12 月 31 日）

(https://www.saa.or.jp/standards/gips/interpretation/pdf/gs_ocio_202412.pdf)

つであり、2029年には5.6兆ドルに達するといった予測も存在する²²。

米国においてOCIOサービスが成長してきた背景には、プライベートアセットも含めた運用対象資産の複雑化、ボラティリティの高い市場環境下での迅速な調整の必要性、規模の小さい基金における運用人材の確保難（又は高コスト化）等が挙げられる。

日本においても企業年金では従前から多くの企業で年金運用担当者が他業務と兼務している例が多く、専門性の高い運用人材の育成・配

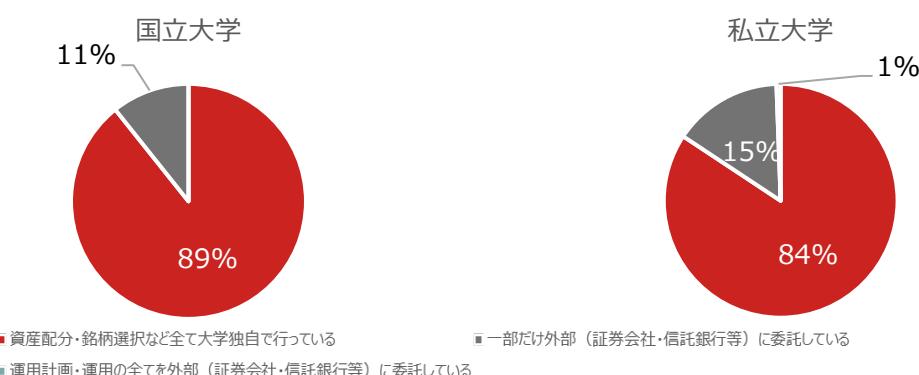
置・能力向上支援が不十分との指摘がある。他方で、外部専門家（運用受託機関を除く）の利用は大企業での利用が目立つ一方で規模の小さい企業ではあまり利用されていない状況などが指摘もある²³。

また、学校法人等においても、「資産運用に精通した人材が学内（役員を含む）で見当たらない」という法人が多い一方で、「資産配分・銘柄選択など全て大学独自で行っている」ケースが多い状況のようである²⁴（図表8）。

図表8：学校法人等の資産運用における課題と外部委託の状況

Q:貴法人の資産運用の課題はどのようなものですか。重視しているものを下記より最大3つ選択し、1から順に3番までご記入ください	国立大学	私立大学	合計
低金利環境下で十分な運用益が見込めない	33	91	124
資産運用に精通した人材が学内（役員含む）で見当たらない	39	56	95
建物の建設や用地の取得、周年事業等に資金を充てる必要がある	3	34	37
資産運用に人員や時間を充てる余裕がない	26	10	36
目標リターンが明確でない	4	18	22
運用規程に記載の制約が厳しく、資産運用の見直しに踏み出せない	3	18	21
資産運用の責任が明確でない	2	14	16
資産運用委員会を設置する必要がある	3	10	13
学内関係者から資産運用に対する理解が得られない	1	11	12
その他	2	5	7
有価証券運用方針が明確でない	0	5	5
資産運用委員会が期待された機能を発揮していない	0	0	0

Q:外部に資産運用を委託していますか？



（出所）特定非営利活動法人「大学経営協会」財務委員会「第10回大学法人における資産運用状況調査」（2024年7月調査）に基づき
野村アセットマネジメント資産運用研究所作成

²²Cerulli Associates “Nearly \$1.3 Trillion Expected to Flow into OCIO Industry Through 2029”, November 20, 2025

(<https://www.cerulli.com/press-releases/nearly-1.3-trillion-expected-to-flow-into-ocio-industry-through-2029>)

²³あづさ監査法人「年金運用ガバナンスに関する実態調査2024（要約版）」（2024年12月27日）

(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/2024/jp-pension-governance-2024.pdf>)

²⁴特定非営利活動法人「大学経営協会」財務委員会「第10回大学法人における資産運用状況調査」（2024年7月調査）

こうした背景から日本においても、企業年金や大学基金等を対象に OCIO サービスの提供が本格的に始まりつつある²⁵。

(4) 外部委託ガバナンス——自律性確保と意思決定責任

OCIO サービスは「伴走型」サポートの一類型であるが、意思決定・執行の多くを外部にアウトソースする形態である。ここで留意すべきは、方針・目標・リスク許容度を定める責任、およびその妥当性を検証する責任はアセットオーナーにあるという点である。

座談会において引間氏は、「資産運用人材不足なので外部委託の活用は必要」としつつ、組織内に「ある程度の経験や専門性のある人材が、最低一人は不可欠」であり、AOP 原則 1 に関わる部分すら十分に検討・消化しないまま実質的に丸投げになれば、フィデューシャリーな存在としてのガバナンスの在り方にも関わる問題になり得ると指摘している。

関氏もまた、運用理念を作らないまま CIO 機能を外部に委ねると「丸投げ」に陥りかねない点を懸念し、まずはアセットオーナーが運用目標と監督体制を整備したうえで体制に適合する人材を確保し、困難な場合には運用会社や金融機関が運用理念の策定段階から人材確保まで「伴走」するアプローチが求められる旨を述べている。

神作氏も、この点は非常に重要な論点とし、「AOP の大前提是、アセットオーナーが自律的に判断すべき部分があるということ」と指摘する。

では、アセットオーナーが自律的に判断するためには、どういったアプローチが考えられるのだろうか。参考になるのは、学校法人上智学院（以下、上智学院）のこれまでの歩みであろう。

(5) 上智学院の例

上智学院は 2024 年 9 月と AOP 策定直後に受入表明を行っている²⁶。引間氏は AOP の受け入れは、従来行ってきたことを AOP の文脈で整理し直すという意味合いが強かったと振り返っている。さらに、AOP 受け入れを学内会議で議論する過程で、インベストメント・チェーンの概念やアセットオーナーの位置づけや役割について、初めて明確に理解し意識する人が増えた点が、学内における最も大きな変化であったとしている。

上智学院の資産運用は、2008 年の金融危機を一つの転機として、以下の通り段階的に高度化してきた。

- 資産運用のガバナンス体制の整備（委員会機能の明確化、意思決定プロセスの整備）
- 外部専門家の活用を含む運用体制のプロフェッショナル化
- 建学の理念と教育の精神と整合的な責任投資・ESG 投資の導入
- PRI（責任投資原則）への署名を通じた、国際的な枠組みとの接続²⁷

²⁵ 日本における OCIO サービス導入の具体例として、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社「年金基金向け運用の包括受託事業（OCIO）を日本で提供開始」（2024 年 9 月 18 日）（https://am.gs.com/cms-assets/gsam-app/documents/news-media/ja/2024/20240912_ocio.pdf））、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「国立大学法人東海国立大学機構より Nomura OCIO を受託」（2025 年 3 月 21 日）（<https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/news202503212.html>）、株式会社みずほフィナンシャルグループ・アセットマネジメント One 株式会社「包括的資産運用（OCIO）サービス提供に関する業務提携について」（2025 年 5 月 20 日）（https://www.mizuho-fg.co.jp/release/pdf/20250520release_jp.pdf）などがある。

²⁶ 上智学院「アセットオーナー・プリンシブルの受け入れ表明」（2024 年 9 月 17 日）

（https://www.sophia.ac.jp/assets/uploads/2024/09/esg_ao_01.pdf）、「アセットオーナー・プリンシブルの取組方針について」（2024 年 9 月 17 日）（https://www.sophia.ac.jp/assets/uploads/2024/09/esg_ao_02.pdf）ちなみに上智学院はスチュワードシップ・コードの受入表明をしている数少ない学校法人等の一つである。

²⁷ 上智学院「イニシアチブへの参画等（資産運用関係）」

（<https://www.sophia-sc.jp/disclosure/esg/initiative>）

これらは AOP 策定以前から継続的に実践されてきた取組みであり、結果として上智学院は、AOP が求める水準に近い取組みを先行的に積み上げていたといえる。したがって、上智学院における AOP 受入れの特徴は、「従来行ってきたことを AOP の文脈で整理し直した」点にある。

AOP は、運用目的の明確化、ガバナンス、人材・外部知見の活用、説明責任といった要素を体系的に示す枠組みである。上智学院は、この枠組みを用いる事で、自らの資産運用を「なぜそのようにしてきたのか」「何を重視しているのか」という観点から再整理し、対外的に説明可能な形で言語化した。

上智学院の資産運用は「建学の理念」「教育の精神」と繋がり、理事会と学院執行部が理解・共有することで、短期的な運用成果の変動で一喜一憂することのない強固な「資産運用の軸」となっている²⁸。上智学院は、AOP を自校な

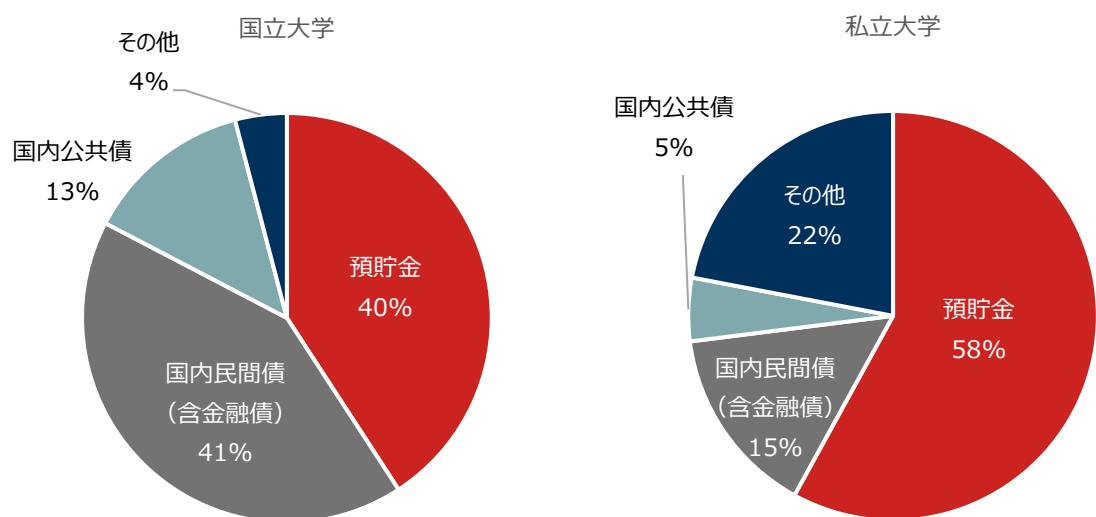
りの資産運用像を言語化するための枠組みとして活用した。この姿勢は、「資産運用の高度化に課題意識を持つつも、どこから手をつければ良いか分らない」といった悩みをもつ多くの基金、学校法人等にとっても、実践的な示唆を与えると考えられる。

(6) リスク管理と元本保証の呪縛

座談会においては、アセットオーナーにおける「元本保証されているものを買えばよい」「リスク資産は回避すればよい」といった保守的な考え方についても議論した。学校法人等の運用資産に占める各金融商品の構成比率を見てみると、預貯金、国内民間債、国内公共債が大半を占める状況となっている²⁹（図表 9）。

引間氏は、学校法人等では債券中心の保守運用が一般的だった一方、低金利下で仕組債投資が広がり、リーマンショックで損失が顕在化し

図表 9：学校法人等の運用資産に占める各金融商品の構成比率（2023 年度決算ベース）



(出所) 特定非営利活動法人「大学経営協会」財務委員会「第 10 回 大学法人における資産運用状況調査」（2024 年 7 月調査）に基づき
野村アセットマネジメント資産運用研究所作成
なお、グラフ上、表示を省略した「その他」の金融商品は以下の通り。
その他に含まれる金融商品：金銭信託・貸付信託、仕組債（元本リスクなし）、仕組債（元本リスクあり）、円貨建て債（米国債、サムライ債等）、外貨建て債（ユーロ円債（仕組債除く）、公社債投資信託、株式投資信託、不動産投資信託（REIT）、株式、投資一任運用など

²⁸ 引間雅史「上智大学の資産運用～PRI・ESG 投資に基づく新たな資産運用がパンス～」大学マネジメント APR 2019 VOL.15, No.1

²⁹ 前掲 注 24 参照

た経緯があると述べた。そのうえで、前述の文部科学省通知が元本保証のないものは避けるべきという現場の解釈を強め、限られた学校法人等を除いて資産運用についての保守的なスタンスは最近まで継続してきたと指摘する³⁰。

関氏は国際比較の観点から、日本の予定利率や行政通達等を重視する姿勢が、結果として過度な保守性につながった可能性があると述べた。また、シンガポールやノルウェーでは政策側が過度な制約を緩和しつつ、専門的ガバナンス整備と高パフォーマンス追求へのインセンティブ設計がみられる点にも言及した³¹。

神作氏からは法的観点から、英米法のプレーデント・インベスター・ルール³²に触れ、受益者の最善の利益のために必要なリターンに見合うリスクを取らないことが義務違反になり得ると整理し、AOPは「許容すべきリスクを適切に取り、その前提としてリスク管理を高度化する」方向へのメッセージだと述べている。

アセットオーナーが資産運用を行う背景は様々であり、運用目標や運用方針も一様ではない。他方で、個別金融商品の「元本保証」の有無のみに着目するのではなく、運用目標に照らしてポートフォリオ全体のリスク・リターンを把握し、許容リスクの範囲でリスクテイクとリスク管理の高度化を両立させることが重要である。

(7) 情報開示（見える化）の意義と戦略

座談会において神作氏は原則4の「情報開示」は策定に当たり最も苦労した論点の一つであったと振り返っている。アセットオーナーの多様性をふまえると、「誰にどのような情報を開示するか」は、アセットオーナーの広い裁量に委ねられていると指摘している。

この点について、座談会では関氏および引間氏から、情報開示を「戦略」として捉える観点が示された。

関氏は一般国民に対する説明責任を負うアセットオーナーと、大学基金等のプライベートな主体とでは、適切な開示水準に差が生じ得る点を指摘した。例えば米国の大学基金では、戦略上の理由から開示水準を抑制する例がある一方、ノルウェーGPF³³のような巨大公的基金は圧倒的な透明性を確保することで、ベストなマネージャーを引き付けるという戦略的意図を持ち得るという。

また、引間氏は「上智学院としての運用の基本的な考え方・方針」を理解してもらうことが、寄付のインセンティブの向上や外部との協働・情報共有につながり得るとの期待を述べた。

情報開示に広い裁量が認められているからこそ、アセットオーナーは自らの受益者等・ステークホルダーの特性や運用目的を踏まえ、どの情報を、どの範囲・粒度で開示することが望ましいかを戦略的に検討する余地がある。

³⁰ 文部科学省・前掲注18においては、学校法人運営調査委員会の「意見」として、各法人が寄附行為や規程に基づき自らの責任で行うものであり、効率性とともに安全性の確保が重視されるべきと、「元本が保証されない金融商品による資産運用については、その必要性やリスクを十分に考慮し、特に慎重に取り扱うべき」とされた。

³¹ 詳細については、関雄太・野村亜紀子「資産運用立国構想とアセットオーナーの共通原則」企業法制の将来展望（2025年度版）資本市場制度の改革への提言（2024年12月17日）を参照のこと。ノルウェーGPF³³（The Government Pension Fund Global）における「アクティブ・サーチ」という独自の外部委託先发掘プロセスや、シンガポールGICにおける政府から求められるリスク水準を保ちながらサテライト的な資金枠でアクティブ運用を行う独自の投資管理手法が紹介されている。

³² 神田・前掲注8においては、次のように説明されている。「「注意義務」というのは、資産運用の場合を例にしていえば、資産の運用にあたっては相当の注意を払うことが要求される、という意味である。何が「相当の注意」であるかは難問であるが、一般に「プレーデント・マン・ルール（prudent man rule）」とか「プレーデント・パーソン・ルール（prudent person rule）」などと言われている基準がある。抽象的にいえば「思慮分別ある人だつたらするであろう判断をせよ、そういう注意を払って行動をせよ」というのが注意義務の内容である。資産運用の場合には、とくに「プレーデント・インベスター・ルール」と呼ぶことも多い。」

³³ ノルウェーGPF³³は化石燃料資源収入を原資に資産運用を行うアセットオーナーで、日本のGPIFに次ぐ世界第2位の規模を誇る年金基金である。詳細については、関田智也「ノルウェー政府年金基金グローバルによるアクティブ運用と開示をめぐる取り組み」野村資本市場クオータリー2024冬号参照のこと。

III 今後の展望

座談会の最後に示された今後の展望として、AOP の実効性を高めるためには、コーポレートガバナンス・コードのように実施状況を把握し、継続的にアップデートしていくことが必要であること、国内外のベストプラクティスの研究・創出・横展開を通じて業界全体のレベルを引き上げる取組みが重要であること、ならびに財源不足対策等の「内向きのベクトル」だけでなく、ステークホルダーとのコミュニケーションという「外向きのベクトル」へ視野を広げる必要があることが挙げられた。あわせて、インベストメント・チェーンを担う各主体は、「叩く／取り締まる」発想ではなく、学習・支援・協働を通じて全体の底上げを図るべきとの認識が共有された。

AOP に関して重要なのは、表面的な受入表明の有無ではなく、アセットオーナーが自らの運用目的・方針・ガバナンスを整理し、説明可能な形で言語化するためのツールとして活用することである。運用会社をはじめとする金融機関等には、アセットオーナー側で不足しがちな人材・知見を補完し、意思決定を支援する「伴走型」の役割が求められる。アセットオーナーに寄せられる期待は大きく、その期待に応えるためには、インベストメント・チェーンを構成する各主体が連携し、継続的に取り組んでいくことが不可欠である。

(注) 座談会の詳細は当社機関投資家向けサイトにて限定公開（要ログイン）としている。閲覧を希望する場合はフィードバック機能より連絡されたい。

野村アセットマネジメントからのお知らせ

■ ご注意

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2026年1月現在

ご購入時手数料 《上限 3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 《上限 2.222%（税込み）》	投資家がその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限 0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

商 号：野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第373号

加入協会：一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／

一般社団法人第二種金融商品取引業協会