



飯尾 昌弘

受託者責任ガイドラインの改正

コンサルティング部 シニア コンサルタント
飯尾 昌弘

昨年11月8日付で「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（通知）（以下、受託者責任ガイドライン）」が改正された。本稿では、年金基金にとって、受託者責任ガイドラインのそもそもの役割や位置付けを確認しながら、今回の改正のポイントについて解説する。また、企業年金がどのような対応をとるべきかについても合わせてご紹介していきたい。

受託者責任ガイドラインの位置付け

まず初めに、受託者責任ガイドラインの歴史的な経緯について振り返りながら、同ガイドラインの年金基金にとっての位置付けについて述べていく。

年金基金の受託者責任ガイドラインが制定されたのは1997年4月まで遡る。1990年代初頭のバブル崩壊以降、資産運用環境が悪化していたが、資産クラスの投資上限比率を定めた5:3:3:2規制の撤廃や投資顧問会社への運用委託解禁等、運用規制は緩和されていった。また、財政面でも、従来、一律5.5%であった予定利率は弾力化され、引き下げることができるようになった。基金の裁量範囲が拡大されていった一方で、運用環境の低迷等から解散に至る基金も出てきた。その中には加入事業所が基金の理事を相手取り、損害賠償を求める訴訟を起こす事例もあった。

このように基金を取り巻く環境が大きく変化していった中で、基金の受託者責任が注目されるようになってきたのである。しかし、年金運用に関連する当時の法令（厚生年金法、厚生年金基金令、民法等）では、基金関係者の受託者責任がどのような内容であるかわかりにくかったことから、法令を補い、基金関係者の役割や行動指針を明確化し、具体化するために受託者責任ガイドライン（「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（通知）」）が制定された。

先行していた欧米法における受託者責任の解釈も踏まえながら、年金運用管理において特に重要な「注意義務」と「忠実義務」を一般的な義務として規定している。ちなみに、「注意義務」は年金運用プロセスにおける手段の選択における義務で、受託者の職業・地位等において要求される知識（投資理論等）に基づき、十分な注意を払って業務を行うことが求められている。一方、「忠実義務」は年金資産管理業務の目的に関する義務で、もっぱら加入員等の利益を優先すべきで、これを犠牲にして加入員等以外の者の利益を図ってはならない、とされている。そして、運用基本方針や基本資産配分の策定から運用機関の選定・評価と

1 1994年11月に解散した日本紡績業厚年金基金の元設立事務所が、解散時に多額の負担金を余儀なくされたのは同基金の理事長および常務理事が損害の軽微なうちに代議員会などに解散を促す義務を怠ったためだと、元理事長らに損害賠償を求める訴訟を提起した。

いった年金資産運用のプロセス毎のルールが網羅的、体系的に整理された。この結果、年金基金の理事が順守すべき基本的な役割、義務と責任が明確化されることとなった。なお、受託者責任ガイドラインが関係するのは運用のみであり、制度変更等には及ばない。

ここで、受託者責任ガイドラインの年金基金にとっての意味合いだが、ガイドラインは法令そのものではないものの、年金運用管理における「注意義務」と「忠実義務」を正しく具現化することを目的としたもので、理事の行動規範を示している。このため、例えば、給付削減によって加入員等が不利益を被り、かつその原因が不適切な資産運用にあると疑われた場合に、加入員等が理事を相手取り訴訟を提起する、あるいは後任の理事が受託者責任を果たすために、前任の理事に対して訴訟を提起することもあり得るだろう。そのような事態に陥った場合、裁判所は、受託者責任ガイドラインに記載されている内容を参考にしながら、適切なプロセスを経たかどうか、義務違反がなかったかについて判断することが想定できる。したがって、当然ながら基金関係者は法令ではなくても受託者責任ガイドラインを意識すること（例えば特定のガイドラインを理由があって順守しない場合には根拠を残すとか）が求められる。また、加入員等からの訴訟を想定しないまでも、基金関係者は加入員等から預かっている巨額な年金資産の運用管理を行うという重責を担う立場を十分認識する必要があることは言うまでもないが、受託者責任ガイドラインは基金関係者の責任意識や自主性の向上にも役立っている。

ガイドライン変更のポイント

上述の背景で制定された受託者責任ガイ

ドラインだが、当時は厚生年金基金主体であったため、2002年3月に確定給付企業年金法の施行に合わせて、確定給付企業年金向けの受託者責任ガイドラインが制定された。その内容は厚生年金基金向けのガイドラインを踏襲するものであった。そして、世間を震撼させたAIJ事件による年金資産消滅²をきっかけに、2012年9月に厚生年金基金向けの受託者責任ガイドラインにおいて、大幅な改正が行われた。一方、DB企業年金向けの受託者責任ガイドラインはこのタイミングでの変更は見送られたが、2017年9月から10月にかけてのパブリックコメントの募集を経て、同年11月によりやく改正されることとなった。

今回の変更の主要なポイントは以下の3つに分類できる。

1. 2012年厚生年金基金向けの受託者責任ガイドライン改正事項の踏襲
2. 昨今の資産運用業界の流れを受けたもの
3. 加入員等への情報開示

1～3について以下で概要を述べる（1と2、1と3の重複する事項は2と3で述べる）。

1では、AIJ事件ではオルタナティブ投資におけるリスク管理が問題となったことから、オルタナティブ投資の目的や位置付けと配分、および固有のリスクに関する留意事項を運用基本方針上に明記することの他、運用機関や商品の選定において、例えば、リスク源泉や時価算出の根拠等確認すべき項目が具体的に列挙された。また、同様に事件の教訓を生かして、特定の運用機関に委託が集中しないようにする、また、運用コンサルタントが金融商品取引法上の投資助

² AIJ 投資顧問が企業年金等から預かった資金の運用に失敗し、資産のほとんどが消失していたにもかかわらず、運用が成功しているかのような虚偽の報告書を顧客および当局に提出していたことが明らかになった。

言・代理業登録を受けていることと合わせて、運用受託機関との間で利益相反がないことを確認することが盛り込まれている。それ以外の主な追加のポイントは、基本資産配分の策定が義務化され、資産規模100億円以上のDBについては、資産運用委員会の設置が求められている。なお、資産運用委員会の機能を果たしている会議体があれば、委員会の名称は異なっても構わない。

2は昨今、注目が高まりつつあるステュワードシップ活動やESG投資に関連する事項が含まれている。ステュワードシップ活動は日本の成長戦略の一環として政府が後押ししており、投資家サイドから建設的な企業との対話を行うことによって、長期的な企業価値を高める、ひいては日本経済を底上げしていく狙いがある。年金基金は基本的には運用機関に資金を委託するため、運用機関のステュワードシップ活動を後押しする役割が求められている。こうした情勢下で、運用機関の選定や評価にあたって、ステュワードシップの取り組みやESGに対する考え方を定性評価の項目として織り込むことが推奨されている。また、運用機関の選定、評価にあたって考慮すべき他の点として、運用機関のコンプライアンス態勢等が挙げられている。内部統制報告書の取得や投資パフォーマンス基準（GIPS）への準拠を定性・定量評価に織り込むことが望ましいとされている。

3については、事業主や加入員へのわかりやすい情報開示を求めている。背景に、DB制度における財政や資産運用について事業主や加入者の理解が不可欠で、その前提として制度への関心を持つことが重要との認識がある。まず、資産運用委員会の議事の概要について、加入員に周知しなければならないことが新たに盛り込まれた。また、加

入員等への業務概況の周知の中に、積立状況や資産構成割合はDB企業年金全体と比較する、企業の退職給付制度の全体像とその中でのDB企業年金の位置付けが分かる資料を開示する等、加入者等の理解、関心が深まるように開示の仕方を工夫することを促している。また、代議員会への報告事項として運用機関の選任、評価や資産運用委員会の議事の状況等も例示されている。

以上が改正の主要なポイントだが、企業年金の対応が義務化されているものと努力義務となっているものに分けられ、7頁の図表1でそれらを示した。今回の改定の特徴として、義務か努力義務かにかかわらず、企業年金が行うべきことが数多く具体的に示されていることがある。

企業年金のガイドライン変更への対応

改正された受託者責任ガイドラインの施行日は2018年4月1日である。企業年金は今回の変更を受けて、基本的には運用基本方針や内部規定等の改訂で対応することとなる。施行日を勘案し、2017年度下期の理事会、代議員会等で変更の意思決定を行っているところだ。義務化されている項目については、極力全て運用基本方針等に織り込むことが原則となる。しかし、努力義務についてはどこまで織り込むか、対応が分かっている。受託者責任を果たす観点からは全て反映させることが望ましいかもしれないが、義務化されていないこともあり、各基金がどのくらい重要性が高いと考えるかということや、実務上の取り扱いおよび実務的な負担等も踏まえて、総合的に判断することが必要となる。

例えば、ステュワードシップ活動やESG投資の考え方を運用機関の選定や評価に取り入れることに対しては、パフォーマンスへの貢献が必ずしも明確ではないことや人員が

限定的な中で追加の事務負担への懸念等もあり、抵抗を感じている企業年金は少なくない³。しかし、スチュワードシップ活動について、その精神に賛同する立場をとるのであれば、運用基本方針に盛り込むと同時に、コードの受け入れ表明も同時に行うこともあり得る。コードの受け入れ表明には、スチュワードシップ活動を果たすための方針の作成や受益者への報告等が求められている。ただし、議決権行使等潜在的な利益相反の可能性があるため、母体企業の理解を得ながら準備を進めていくことが必須となってくるだろう。

また、運用機関の選定においては、定量評価ではリスクやインフォメーションレシオ⁴を考慮することや、3年以上等の期間で評価することが推奨されている。そして、定性評価では考慮する項目例として投資方針、組織・人材、運用プロセスだけでなく、事務処理体制、リスク管理体制、コンプライアンスが挙げられている。将来も超過収益の獲得が期待できるか、資産を委託するにあたって信頼に値する組織体制を有しているか等、運用機関の評価をより実効的なものにするために、全て運用基本方針に盛り込んだ方が良いだろう。一方、同様の定量評価ではGIPS準拠のパフォーマンスを利用することが推奨されているが、入手できるパフォーマンスが代表口座や旗艦戦略のものである場合も多くあるため、実務に合わせてそれらも参照する形にしておくことが必要と考えられる。

情報開示では、資産運用委員会の議事概要についての加入員への周知が義務化されているが、弊社コンサルティングのお客様で

は、どのような方法で行うべきかといった声がいくつか上がっていた。検討した結果、多数の加入員等への周知は、会員向けの基金ウェブサイトで閲覧できるようにするという方法をとっている基金があった。また、加入員等への情報提供や周知を行うに当たってはできる限り平易な表現を用いなければならないとされているが、具体的に説明をどうしていったら良いのか、という声も聞かれた。各基金が試行錯誤しながら改善を試みていく努力が望まれる。

以上、昨年の受託者責任ガイドラインの改正と対応についてご紹介した。今後の年金運営の参考となれば幸いである。

³ 2018年2月19日時点で日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した国内企業年金は9件。

⁴ 超過収益を得るためにどのくらいのリスクが取られたかを計測する指標。

図表1 受託者責任ガイドラインの変更概要

条項	内容	
3. 事業主及び基金の理事 (2) 基本的な留意事項 (分散投資義務) (4) 運用の基本方針 (内容) (オルタナティブ投資を行う場合の留意事項) (5) 運用の委託 ① 運用受託機関の選任・契約締結 (選任の基準) (定量評価の基準) (定性評価の基準) ② 運用受託機関の管理 (運用ガイドラインの例示) (報告の請求) (8) 運用コンサルタント等の利用 (運用コンサルタント等の要件)	義務 義務 義務 義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 努力義務 義務 義務	分散投資を行わない場合の合理的理由を基本方針へ定め、加入者・事業主へ周知。 政策的資産構成割合を定める。 特定の運用機関の過度に集中しないように基本方針に定める。 オルタナティブ投資を行う場合、目的/位置付け等を基本方針に定める。留意、確認事項あり。 運用機関のスチュワードシップ活動、ESGに対する考え方の定性評価項目とする。 運用機関の内部統制保証報告書等の保証業務の提供を受けることを定性評価項目とする。 定性評価の基準の例で掲げる事項について運用機関にヒアリングを行う。 ファンドマネージャー、コンサルタントや資産運用委員会等に対するヒアリングを含める。 リスクの考慮。 収益率およびリスクはグローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)等を利用。 アクティブ運用ではインフォメーションレシオ等に留意。 短期の収益率で著しく問題がある場合を除き、一定の期間(例えば3年以上)の実績を評価。 定性評価項目例(投資方針、組織・人材、リスク管理体制、コンプライアンス等)を考慮する。 スチュワードシップ・コードを受け入れている運用機関に対して取り組みを要請。 運用機関に対して四半期での報告を要請。 スチュワードシップ・コードを受け入れている運用機関に対して活動報告を受ける。 運用コンサルタント等は金融商品取引上の投資助言・代理業登録を受けている。 運用コンサルタント等の運用機関との契約関係の有無を確認。
4. 資産運用委員会 (設置) (位置付け等)	義務 義務	資産額100億円以上の場合、資産運用委員会を設置。 資産運用委員会の議事概要の加入者への周知、議事の状況等を代議員会に報告。
6. その他 (2) 基金における代議員会への報告 (報告の内容) (3) 加入者等への業務概況の周知 (加入者への周知) (5) 管理運用業務に関する情報開示に当たっての留意点	努力義務 義務 努力義務 努力義務 努力義務 義務	運用機関の選任状況、評価結果等を報告内容例として追加。 資産運用委員会の議事概要等の周知。 運用機関のスチュワードシップ活動の周知。 必要に応じて図表を用いる等わかりやすく開示。 退職給付制度の全体像およびその中での確定給付企業年金の位置付けを解説。 できるだけ平易な表現を用いる。

出所：ラッセル・インベストメント