

2026年4月6日 全12頁

アセットオーナー改革の現状と課題

アセットオーナー・プリンシプルはフォローアップが必要

調査本部 フェロー兼
エグゼクティブ・サステナビリティ・アドバイザー 塩村 賢史

[要約]

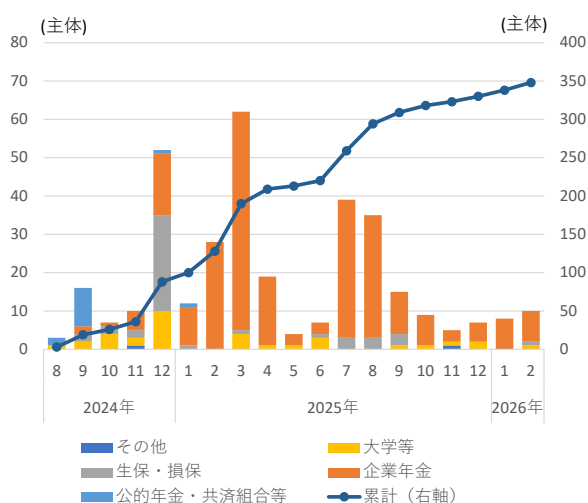
- アセットオーナー・プリンシプル（AOP）が策定されて1年半近くが経過し、受け入れ数は順調に拡大しているものの、各アセットオーナーの取組方針などを丹念に見ていくと、課題も明らかになってきた。アセットオーナー改革の実効性を高めるためには、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードのようにフォローアップが必要だと考えている。
- 企業年金については、企業年金連合会が主催する「企業年金スチュワードシップ推進協議会」により、AOPを受け入れるハードルが大きく引き下げられたことは、一つの成果だが、その手軽さが形式的なコンプライやフリーライダーを生んでいる可能性がある。資本市場の持続的な成長を促すためには、インベストメントチェーンの各主体が共に汗をかくことが大事である。
- 資本市場の持続的な成長のために、企業と直接対話をしないアセットオーナーの大事な役割は、パートナーである運用会社自らがスチュワードシップ活動を積極的に行うようなインセンティブ（評価体系）を設計することである。また、サステナビリティの考慮に関しては、受託者責任の範囲で行うべきことであるが、コンプライでもエクスペインでもなく、意思表示すらしていない企業年金がほとんどという現状は問題である。
- 大学等に関しては、企業年金とは異なり、AOPの取組方針の内容は非常にバラエティに富んでいる。自らの立場、運用資金の性格などを踏まえて、各主体が主体的に考えていることが感じられる取組方針が多い。企業年金とは異なり、サステナビリティ投資については積極姿勢を示す主体が多いが、運用目的や運用目標の達成に必要な取組みなど、スチュワードシップ責任の果たし方については、各主体が検討を続けていくことが必要である。

1. はじめに

2014年の日本版スチュワードシップ・コード、翌2015年のコーポレートガバナンス・コードの策定から10年近くの時を経て、岸田政権における資産運用立国実現プランの一環として、「家計の資金が成長投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費につながる、という資金の好循環を生み出していくためには、家計、金融商品の販売会社（銀行や証券会社等）、企業、資産運用業、アセットオーナーなど、インベストメントチェーンを構成する各主体が、資金の流れの創出に向けて機能を発揮することが重要である」という認識の下、2024年8月にアセットオーナー・プリンシプル（以下、AOP）が策定された。

AOPの策定から1年半近くが経過し、AOPの受け入れを表明したアセットオーナーの数は、内閣官房のウェブサイトに掲載されているリストによれば、2026年2月末時点で348まで拡大している（図表1）。AOP受け入れ状況を主体別にみると、企業年金の割合が圧倒的であり、全体の73%を占めている（図表2）。ただし、日本全体で優に10,000を超える企業年金が存在することを考えれば、この受け入れの数だけで、AOPの浸透状況やアセットオーナー改革の政策的な評価をすることはできない。

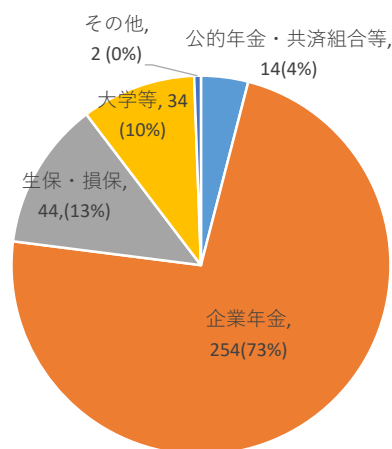
図表1 AOPの受け入れ主体数の推移



（注）データは2026年2月28日時点

（出所）内閣官房「アセットオーナー・プリンシプルの受け入れを表明したアセットオーナーのリスト」より大和総研作成

図表2 AOPの受け入れ主体別構成



（注1）数値の左側は主体数、（）内は構成比

（注2）データは2026年2月28日時点

（出所）内閣官房「アセットオーナー・プリンシプルの受け入れを表明したアセットオーナーのリスト」より大和総研作成

AOPは5つの原則と各原則に関連する補充原則で構成されている。原則には、「原則1：運用目的に合った運用目標及び運用方針の設定」、「原則2：人材確保などの体制整備、外部知見や外部委託の活用」、「原則3：適切なリスク管理、利益相反管理」、「原則4：情報の見える化、ステークホルダーへの説明責任と対話」、「原則5：スチュワードシップ責任、投資先企業の成長への貢献」が挙げられている。

アセットオーナーは、インベストメントチェーンの最上流に位置付けられ、直接又は間接に、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重要な役割を担っている。つまり、アセットオーナーの行動如何により、投資先企業の中長期的な成長・企業価値向上や委託先金融機関の健全な競争による運用力向上にも貢献し得ると考えられており、それらに関連する原則 5 の対応については、特に期待が大きい。

本稿では、資本市場や経済の持続的な成長を促す観点で重要な原則 5 の内容を改めて確認した上で、AOP の受け入れを表明した主体がどのような取組方針を掲げているのかについて、分析を行うことで、アセットオーナー改革の現状と課題について考察する。

なお、運用規模が大きく運用体制も比較的充実している公的年金や生命保険・損害保険会社については、AOP が策定される以前から日本版スチュワードシップ・コードを受け入れるなど、AOP の趣旨に沿った対応を進めている主体が多いこともあり、本稿では分析対象外とし、企業年金と大学等¹⁾にフォーカスしている。

2. 原則 5 「スチュワードシップ責任とサステナビリティ投資」

AOP の原則 5 とそれに関連する補充原則は、以下の通りである。AOP については、日本版スチュワードシップ・コードと同様に、いわゆる「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か）の手法が採用されている。

なお、AOP における原則と補充原則の関係については、AOP 策定時に行われたパブリックコメント（意見募集）の回答によると、必ずしも補充原則ごとにコンプライ・オア・エクスプレインが求められているわけではないが、補充原則は原則の一部であり、各原則のコンプライ・オア・エクスプレインに当たっては、補充原則の趣旨を十分に踏まえつつ対応することが求められている。

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。

補充原則

5-1. アセットオーナーは、長期的に運用目標を実現させるため、自ら又は運用委託先による、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すべきである（スチュワードシップ責任）。

スチ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、且

¹⁾ 内閣官房の「アセットオーナー・プリンシプルの受け入れを表明したアセットオーナーのリスト」で、「大学ファンド・国立大学法人・学校法人」に分類されている 34 法人を本稿では「大学等」と表記する。

本版スチュワードシップ・コードの受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。その際、複数のアセットオーナーが協働して運用委託先のスチ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考えられる。

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や自らの運用目的に照らして必要な場合には、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）に署名することも考えられる。

（注）太字、下線は大和総研（資料中の原注は省略）
（出所）内閣官房「アセットオーナー・プリンシプル」

補充原則では、原則に則った対応を行う際に参考となる具体的な対応例も示されている。一定規模のアセットオーナーにとって、特に日本版スチュワードシップ・コードの受け入れが基本的には前提であり、その上で協働モニタリングなどが選択肢になることが示されている。また、原則5の本文には明示されていないが、補充原則5-2では、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、具体的には、金融機関等への委託の際に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、サステナビリティ投資方針を策定すること、PRIに署名することが例示されている。

インに当たっては、補充原則の趣旨を十分に踏まえつつ対応することが求められていることを考えれば、決して AOP により目指されているものではないだろう。もし、サステナビリティ投資やサステナビリティを考慮すべきではないと考えるのであれば、エクस्पラインすべきであり、コンプライ・オア・エクस्पラインには、「スルー（無視）」という選択肢は用意されていない。

また、サステナビリティ投資やサステナビリティの考慮に関して、ほとんどの企業年金が意思表示を行っていないことについては、企業年金の運用にステークホルダーの声が届いていないのではないかと思わざるを得ない。母体企業は自社の持続的成長のためにはサステナビリティを考慮した経営が必要だと考えて、積極的に取り組みを進めている一方で、その企業年金が長期的な投資収益の拡大のためにサステナビリティを考慮することを意思表示しないのは、ダブルスタンダードであり、違和感がある。例えば、サステナビリティを重視したスチュワードシップ活動を売りにしているアセットマネジメント会社や運用部門を抱える金融機関の企業年金でも、AOP の原則 5-2 に関しては、完全に「スルー」している事例もある。

3-2. 「企業年金スチュワードシップ推進協議会」の現状と課題

AOP が対象とする主体のうち、企業年金が一大勢力である。その企業年金の取り組みの中心が「企業年金スチュワードシップ推進協議会」の協働モニタリング活動であることを考えれば、この活動が AOP の実効性を大きく左右することになる。「企業年金スチュワードシップ推進協議会」のウェブサイトでは「企業年金スチュワードシップ推進協議会は、企業年金の皆様が協働して、運用機関のスチュワードシップ活動のモニタリング（協働モニタリング）を行うために設立された組織」と記載されている。

「企業年金スチュワードシップ推進協議会」の活動内容としては、①共通項目の定点調査（運用機関のスチュワードシップ活動に関するアンケート形式の調査）、②合同説明会と協働対話（運用機関ごとに説明会を開催し協働で運用機関との対話を実施）、③サマリー・レポート（運用機関が作成した自社の活動内容と自己評価に関するレポート）の提供、が掲げられている。

また、同協議会への参加メリットとして、①事務局は企業年金連合会で会費は無料、②協働モニタリングによる効率的かつ有効なモニタリング、③同協議会への参加により AOP の原則 5 にコンプライできること、が挙げられている。加えて、協議会として日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明を行っており、同協議会の正会員のリストが受け入れ表明に併せて掲載されている²。2026 年 2 月 28 日現在、315 の企業年金が会員（正会員は 277）、モニタリングを受ける側の運用会社の参加は 50 社となっている。図表 1 や図表 2 でも明らかな通り、企業年金の AOP 受け入れ拡大に同協議会は大きな貢献をしている。

ただし、AOP の実効性向上という観点では課題もある。まず、活動内容がモニタリングに偏っており、運用会社の取り組み強化のインセンティブになっていないということである。スチュワードシップ・コードが導入されて以降、GPIF などの公的年金は運用受託機関のスチュワードシップ活動を厳しくモニタリングし、その結果を運用評価や運用会社の選定に反映してきた。ちなみに協働モニタリングの対象となる運用会社 50 社の多くが公的年金でも採用されている運用会社である。10 年近く先行して取り組んでいる公的年金は人的リソースの面でも企業年金より充実しており、同協議会が追加的な付加価値を生むことは簡単なことではない。単に協働対話やアンケートの結果を受益者に報告するためだけのモニタリングであれば、運用会社側の負担が増加するだけで、インベストメントチェーンの改善にはつながらないだろう。

今現在において、運用会社を「監視すること」よりも大事なことは、運用会社のインセンティブ付けであろう。運用会社のスチュワードシップ活動の評価が、運用会社の選定や運用委託額の増減につながるようになれば、運用会社のスチュワードシップ活動がより自発的で競争的になり、運用会社と企業との対話はより深化していくことになるだろう。同協議会の『協働モニタリング実施に係る基本的考え方』では、協働モニタリングの目的の一つに「フリーライダーの

² 同協議会のウェブサイトでは、同協議会の日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明により、入会した個別の企業年金が、日本版スチュワードシップ・コードを受入れたことにはならず、日本版スチュワードシップ・コードを受入れる必要が無くなるわけでもないとしている。

防止」を掲げている。その活動が、結果的に企業年金にとってタダで AOP 受け入れを可能にする救命ボートになってしまえば、AOP の実効性は高まらない。参加した企業年金が全くオブリゲーション（義務）を負わないということではなく、各企業年金の規模に応じて汗をかくことが重要であり、会員が少額ずつでもコストを負担すれば、スチュワードシップ評価の経験や能力を持つ専門人材を雇用することも可能である。その評価をベースに、各企業年金が運用会社の選定や評価を行うことになれば、運用会社がスチュワードシップ活動を強化するインセンティブになるだろう。

3-3. 原則 5 に関する企業年金の注目開示事例

多くの企業年金が画一的な取組方針の開示に留まるなかでも、注目に値する取組方針の開示もある。前述の通り、多くの企業年金の原則 5 に関する取組み方針には、サステナビリティに関する取組みや運用会社のインセンティブ付けに課題があると考えており、それらに関して積極的な姿勢を示している開示事例を紹介したい（図表 5）。

サステナビリティ投資に関しては、肥後銀行企業年金基金が、PRI やインパクト志向金融宣言へ署名するなど、非常に積極的な取組みをしている。また、人・社会・地球の Well-being への貢献を掲げる味の素企業年金基金やユニバーサル・オーナーシップの考え方を取り込むイーザイ企業年金基金など、母体企業の経営方針や経営哲学とも一体となった運営がなされていることがわかる。他にも三菱 UFJ 信託銀行企業年金基金、資生堂企業年金基金、阿波銀行企業年金基金などもサステナビリティに関するスタンスを取組方針のなかで示している。

また、運用会社のインセンティブ付けに関しては、公庫企業年金基金、山梨中央銀行企業年金基金、東京薬業企業年金基金などが運用会社の評価に反映していることが示されている。

図表 5 AOP の原則 5 に関する企業年金の取組方針の開示例

企業年金	原則 5 に関する取組方針
肥後銀行 企業年金基金	当基金は、2019 年 12 月に日本版スチュワードシップ・コードを受入れ、各原則への対応方針について表明しています。また、2021 年 9 月の国連「責任投資原則」（PRI）への署名、2023 年 8 月の「インパクト志向金融宣言」への署名等、加入者等の利益のためのスチュワードシップ活動やサステナブルファイナンスに継続的に取り組んでいます。
味の素 企業年金基金	当基金は 2024 年 4 月 1 日にスチュワードシップコードの受け入れ表明を行った。当基金は、機関投資家として、運用委託先に対し、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な目的を持った対話（エンゲージメント）等の実施を促し、投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長を促す責任（スチュワードシップ責任）を果たすことで、人・社会・地球の Well-being に貢献しかつ広範にポジティブな影響をもたらすことを期待し、スチュワードシップ活動を実施する。

<p>エーザイ 企業年金基金</p>	<p>当基金は、2018年2月に日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明し、2019年12月からはPRI（国連責任投資原則）に署名するとともに、運用に関する基本方針に投資先・経済全体の持続的な成長が受給者および加入者等の利益に繋がる旨を規定し、スチュワードシップ活動やサステナブル投資に取り組んでいます。</p>
<p>公庫 企業年金基金</p>	<p>当基金は、運用受託機関に対し、スチュワードシップ活動とその報告を要請しており、スチュワードシップ活動状況を運用受託機関の定性的評価項目としています。また、企業年金連合会が実施する「企業年金スチュワードシップ推進協議会」に加入し、協働モニタリング活動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与し、中長期的なリターンの拡大を図ります。</p>
<p>東京薬業 企業年金基金</p>	<p>当基金は、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、運用委託先に対し投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）等の実施を促すことを目的に、運用受託機関評価項目に「日本版スチュワードシップ・コードに対する活動実績状況（受入表明を行っている運用受託機関が対象）」を設定のうえ、毎年活動結果に関する報告を受けるとしています。さらに、運用受託機関に投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長を促す行動を求めめるために、企業年金連合会が設置する「企業年金スチュワードシップ推進協議会」に参加し、他の年金基金との協働モニタリングを通じてスチュワードシップ活動の実質化を図ります。</p>
<p>山梨中央銀行 企業年金基金</p>	<p>当基金は、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、投資先企業の持続的成長に資するよう、運用受託機関に対してスチュワードシップ活動の取組状況（議決権行使状況等）を求め、運用受託機関の行動を通じてスチュワードシップ活動を実施しております。その際、さらなる運用受託機関のスチュワードシップ活動を促し、その活動を効率的かつ実効的にモニタリングするため、企業年金スチュワードシップ推進協議会に加入し、協働モニタリングを行います。また、運用受託機関の定性的評価において、「日本版スチュワードシップ・コードの受入表明を行っている運用受託機関についてはその取組方針」や、「ESG（環境、社会、ガバナンス）に対する考え方」を確認しており、その結果を基金ホームページに掲載する等のスチュワードシップ活動に取り組んでいます。</p>

（出所）各企業年金の開示資料より大和総研作成

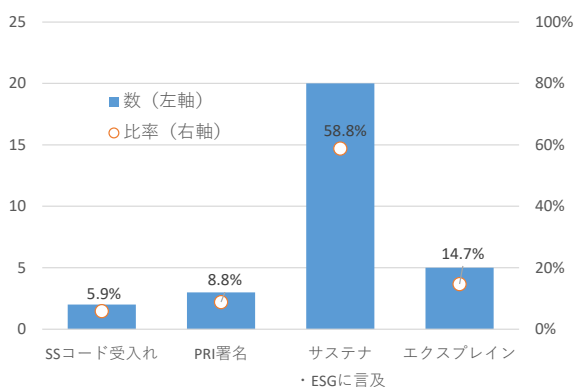
4. 原則5に関する大学等の対応

4-1. 全体の傾向

大学等の原則5の対応方針は、企業年金とは対照的に各主体の個性が反映されたものとなっている（図表6、7）。ESGやSDGs、インパクト投資など、企業年金では「スルー」されていたサステナビリティ関連の記述が比較的多い。なかには、運用委託先のワーク・ライフ・バランス等を採用時の評価基準に反映しているところなどもある。その一方で、運用収益の拡大のためにスチュワードシップ活動を推進するというスタンスを示すところは、企業年金と比べると少ない。スチュワードシップ責任の果たし方に関しては、議論を深める必要があるところは少なくない。

また、投資対象が債券投資のみであるからという理由で、原則5については取り組まないと「エクस्पライン」するところも見られた。

図表 6 大学等の原則 5 への主な対応



(注) 「SS コード受入れ」は日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明、「協議会」は企業年金スチュワードシップ推進協議会の略

(出所) 各大学等の開示資料に基づき大和総研作成

図表 7 大学等の原則 5 の記載内容の特徴



(注) 上掲のワードクラウドは図表 4 と同じ基準で作成。出現頻度が高い単語ほど大きく表示

(出所) 各大学等の開示資料に基づき大和総研作成

4-2. 原則 5 に関する大学等の注目開示事例

個性的な開示が目立つ大学等の AOP の取組方針のなかでも、特に注目すべき取り組みを以下に紹介する (図表 8)。

まず、上智学院は、10 年以上前に PRI に署名するなど、以前から責任投資に取り組んできたが、近年では PRI の協働エンゲージメントの各プラットフォームにサポーターとして参加するなど活動を積極化している。また、議決権行使原則を定め、運用委託先に遵守を求めている点も他の大学等にはない取り組みである。

次に、立命館は、教育研究事業を推進するための財源確保や資産価値保全のために、経済的なリターンを重視する投資と並行して、アカデミアの研究活動・成果、人材養成とを結合しながら、社会的インパクトの創出を目指す投資等を積極的に行っている。

東京大学は、運用委託会社の選定の際に、ESG インテグレーションやアクティブ・オーナーシップへの取り組み状況を考慮した評価を行っていることを明示している点が特徴的である。他の大学等では、債券投資に関してはスチュワードシップ活動の対象外とするところがあるなかで、九州大学は、債券の発行体と直接対話を行うなど、スチュワードシップ責任を積極的に果たす姿勢を示している。

図表 8 AOP の原則 5 に関する大学等の取組方針の開示例

大学等	原則 5 に関する取組方針
<p>学校法人 上智学院</p>	<p>学院は 2021 年 9 月に日本版スチュワードシップ・コードを受け入れており、外部委託先 運用機関が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて投資先企業の企業価値の向上やその持続的な成長につなげること（スチュワードシップ責任の履行）を求めます。</p> <p>学院は投資先企業への議決権行使を直接行わない一方で「学校法人上智学院における議決権行使原則」を 2016 年 4 月に制定・公表し、外部委託先運用機関に対して、当該原則で掲げる事項の遵守を求めます。外部委託先運用機関とのエンゲージメントを重視し、当該受託機関の投資先企業とのエンゲージメント活動状況の確認・モニタリングを行います。学院は 2015 年 11 月より国連 PRI（責任投資原則）の署名機関になっており、本学の建学の理念と教育精神に合致したサステナブル投資を推進しています。学院は国連 PRI の協働エンゲージメントの取組みに賛同し、脱炭素・気候変動問題、人権問題、生物多様性問題に関する各協働エンゲージメント・プラットフォームにサポーターとして参加しています。</p>
<p>学校法人 立命館</p>	<p>本学園の資金運用は、教育研究事業を推進するための財源確保や資産価値保全のために、経済的なリターンを重視するものと、これとは別に、本学園のアカデミアの研究活動・成果、人材養成とを結合しながら、社会的インパクトを創出するスキームの構築に重点を置いたものがあります。前者においては、運用戦略としてエンゲージメント等を通じたスチュワードシップを実行・重視するものを含んでおり、運用委託機関等を通じてその機能を発揮しています。後者における事例として、本学園では、2020 年度に、「立命館ソーシャルインパクトファンド（RSIF）」を創設し、社会起業家（学生・教職員・校友等）への投融資を行っています。RSIF を通じて、スタートアップの促進（人材・マインドの養成）とともに、投資先企業等と共同した研究や授業、キャンパスでの実証実験を展開しており、学園の教育研究活動と資金運用活動の相乗によって、投資先企業等の価値向上、さらにその先にある社会インパクトの協創といった側面でも効果が現れ始めています。</p> <p>本学園は、「立命館ソーシャルインパクトファンド（RSIF）」を通して、2021 年度に、他の金融機関と共同で、環境・社会課題解決を目指す「インパクト志向金融宣言」への署名を行いました。本学園は、学園ビジョン R2030 のもと、「社会共生価値の創出」「創発人材の育成」に取り組んでいます。その一環として、株式会社かんぼ生命保険との間で、インパクト志向の投資を通じた資金循環の促進や金融教育の推進にむけた連携・協力を行うための覚書を締結しています。2024 年 5 月には、この覚書に基づいて、共同してインパクト投資を行いました。今後、このファンドを通じた投資実践と、本学園のアカデミアの研究活動・成果、人材養成とを結合させながら、社会的インパクトの創出、測定・マネジメントのいっそうの推進・発展を目指していきます。</p>
<p>国立大学法 人東京大学</p>	<p>東京大学は、ESG 投資方針を定め、長期的リターン向上と持続可能な社会の実現の両立を目指すため、PRI(国連責任投資原則)に署名し、ESG 投資の実践に取り組んでいます。運用委託会社の選定の際には、ESG インテグレーションやアクティブ・オーナーシップへの取り組み状況を考慮した評価を行っています。今後もアセットオーナーとして、大学における運用にふさわしいエンゲージメント活動に取り組んでまいります。</p>
<p>国立大学法 人九州大学</p>	<p>運用目的の下で、中長期的な観点から適切にリスク管理を行いつつ運用目標を達成するため、スチュワードシップ責任を果たすための活動（利益相反の管理、建設的対話、議決権行使等）を推進しています。なお、この取組は、運用受託機関等を通じた対応を基本としつつ、債券の自家運用に際して、債券の発行体との面会を通じて、建設的な対話を行う等の取り組みをしています。</p>

(出所) 各大学等の開示資料より大和総研作成

5. まとめ

AOP が策定されて 1 年半近くが経過し、受け入れ数は順調に伸びてきているものの、企業年金と大学等の各アセットオーナーの取組方針などを見ていくと、課題も明らかになってきた。アセットオーナー改革を更に推し進めるためには、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードのようなフォローアップが必要だと考えている。

企業年金については、企業年金連合会が主催する「企業年金スチュワードシップ推進協議会」により、リソースが限られる企業年金が無償で協働モニタリングが行えるようになったことで、AOP を受け入れるハードルが大きく引き下げられたことは、一つの成果ではあるが、その手軽さ故に形式的なコンプライヤフリーライダーを生んでいないかについては、検証が必要であろう。資本市場の持続的な成長を促すためには、インベストメントチェーンの各主体が置かれた立場で共に汗をかくことが大事であり、形式的なコンプライが増えることでは、そもそもの目的は達成できない。これは、現在議論されているコーポレートガバナンス・コードの見直しの議論と共通するテーマである。

アセットオーナーにとって、運用を委託する運用会社は「監視する」対象であることには違いないが、運用会社が自発的にスチュワードシップ活動に取り組む環境を整えることも同時に進めるべきである。資本市場の持続的な成長のために、企業と直接対話をしないアセットオーナーの大事な役割は、パートナーである運用会社自らがスチュワードシップ活動を積極的に行うようなインセンティブ（評価体系）を設計することである。また、サステナビリティの考慮に関しては、受託者責任の範囲で行うべきことであるが、コンプライでもエクスペインでもなく、意思表示すらしていない企業年金がほとんどという現状は問題である。

大学等に関しては、企業年金における「企業年金スチュワードシップ推進協議会」のような組織がない分だけ、AOP の取組方針の内容は非常にバラエティに富んでいる。自らの立場、運用資金の性格などを踏まえて、各主体が主体的に考えていることが感じられる取組方針が多い。企業年金とは異なり、サステナビリティ投資については積極姿勢を示す主体が多いが、サステナビリティ投資を社会貢献活動のように捉えているのではないかと感じられる主体もある。社会貢献活動自体は全く否定するものではないが、運用の目的や目標達成に必要な取組みとなっているのかなど、スチュワードシップ責任の果たし方については、各主体が検討を続けていくことが必要である。