

企業年金とスチュワードシップ・コード

『日本版スチュワードシップ・コード』は2014年2月に策定されました。企業年金のコード受入れ表明をより促進する観点での検討が、厚労省と企業年金連合会を中心に2016年9月から行われ、今般、企業年金によるスチュワードシップ活動の意義や具体的な行動の例が分かりやすく解説された「スチュワードシップ検討会報告書」がまとめられました。今回は、この報告書の内容を踏まえて、企業年金がスチュワードシップ・コードの受入れ表明を検討する意義や留意点について考えてみたいと思います（報告書は、<http://www.mhlw.go.jp/stf/houdou/0000155594.html>参照）。

■「日本版スチュワードシップ・コード」

「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》」は、機関投資家（年金基金や運用機関等）が顧客や受益者に対する受託者責任を適切に果たすために、投資先企業の持続的な成長を促す観点で、当該企業との建設的な対話を行う上で有用と考えられる原則をまとめたもので、2014年2月に策定されました（図表1）。

（図表1）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》

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

※「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、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、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。）の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を意味する。

（出所）金融庁HPに基づきみずほ総研作成

アベノミクス第三の矢である『成長戦略』に「スチュワードシップ・コードの策定検討」が含まれていたことからわかるように、「機関投資家と投資先企業との建設的な対話を促進すること」により、「個別企業の中長期的な成長」ひいては「日本経済全体の成長」に結び付けていこうという意図が認識されます。

このコードの趣旨に賛同した機関投資家は、自らが投資先企業との建設的な対話をどのように実施するかについて文書化し公表します（コードの受入れ表明）。実際の受入れ表明にあたっては、その機関投資家が図表1の7原則それぞれについて、「実施する」または「実施しない場合、その理由を説明する」の、いずれかを明らかにする必要があります。

（図表2）「受入れ表明」をした機関投資家（2016/12/27時点）

運用機関（信託、生損保、投顧等）	181
年金基金等	26
国内公的年金等	14
国内企業年金	8
海外年金等	4
その他	7
合計	214

（出所）金融庁HPに基づきみずほ総研作成

昨年12月27日時点で214の機関投資家が受入れ表明を行っていますが（図表2）、そのうち8割以上（181社）が運用機関となっており、年金基金等は26団体、その多くは資産額が大きくスタッフも充実している内外公的年金で、国内の企業年金は8団体にとどまっています。企業年金は、運用機関に株式運用を委託しており、通常、投資先企業と企業年金が直接対話を行うことはないため、企業年金によるコード受入れ表明が限定的になっているものと考えられます。

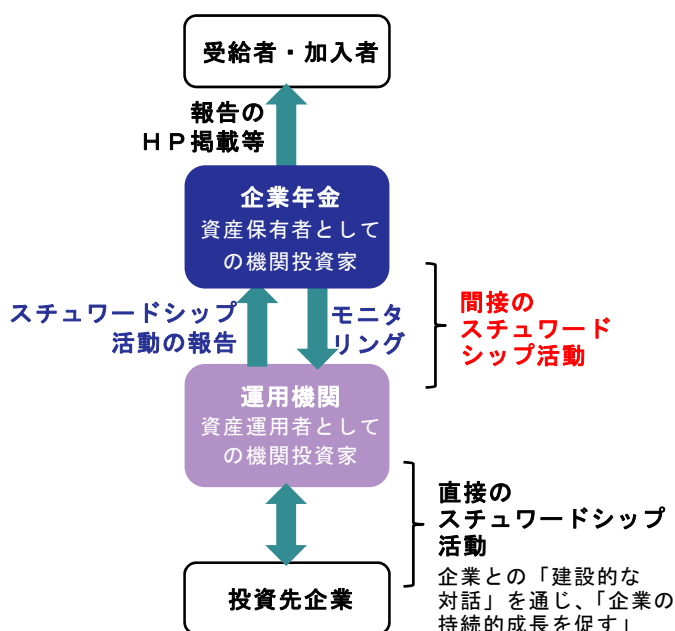
■企業年金が「コード受入れ表明」を検討する意義

企業年金は合同運用による運用委託を行っているケースが多く、委託者ごとの運用方針が反映される

ものではありません。しかしながら、より多くの企業年金が、運用委託中の運用機関が行うスチュワードシップ活動をしっかりモニタすることで、運用機関それぞれの行動が、一層緊張感を持つものになると期待できます。そうした活動が積み重なることで、投資先企業の持続的成長を通じた中長期的な投資収益を拡大させ、高齢期の所得確保に寄与すると考えられます。この意味において、幅広い企業年金が「コード受入れ表明」をする意義が認められるといえるでしょう。

母体企業において財務情報を開示するだけでなく、環境（Environment）・社会的課題（Society）・企業統治（Governance）に対する取り組みについても開示しているケースが増えています。「企業は、地球環境や社会の安定性等に配慮した事業運営を行うなかで、持続的な利益獲得を目指すべき」との考えが世界的に広がっていることが背景にあります。企業年金においても母体企業と同じ取り組みスタンスで投資先の選定・評価を行うことが自然な流れだと思われれます。企業年金が「コード受入れ表明」を行うことによって、『ESG要素に配慮する活動を行うことで、中長期的な企業の成長を求めていく』という理念を、企業年金が母体企業と共有していくことが求められているのではないのでしょうか。

（図表3）企業年金におけるスチュワードシップ活動の概念図（委託運用の場合）



（出所）スチュワードシップ検討会報告書に基づきみずほ総研作成

■スチュワードシップ活動のモニタリング

企業年金が運用機関のモニタリングを行う際には、運用機関に対して「投資先企業との建設的な対話を効果的に実施すること」や「実施した対話の具体的な内容の定期的な説明」を求めるとともに、「その結果を運用機関の評価に反映していくこと」を、予め伝えることとなります（図表3）。

『スチュワードシップ・コードの受入れ表明』によって、このような企業年金の姿勢を、明示的に運用機関に伝達できるだけでなく、加入者等への説明責任・プロセス責任の明確化にもつながっていくものと考えられます。

■「コード受入れ表明」を検討する際の留意点

スチュワードシップ活動が活発化して間もないこともあり、運用機関が策定したコードに関する説明やスチュワードシップ活動の実施状況の報告の内容は、運用機関ごとに差異があります。「スチュワードシップ検討会報告書」には、企業年金が運用機関に提出を依頼する資料や、運用機関への質問項目に関して例示されていますので、これらを参考にしながら、運用機関から効果的で効率的な報告が受けられるような体制を、各企業年金で構築することが必要でしょう。

また、コード受入れ表明を行うのにあたり、予め母体企業や加入者等の理解を得るために、コード受入れの意義や策定したコードの内容などについて、丁寧に説明することも重要であると考えられます。

運用の基本方針にも、「運用機関は投資先企業との建設的な対話を行い、企業価値向上を促すように努めること」や「運用機関の定性評価の要素として、スチュワードシップ活動の取り組み状況を含めること」を記載するとともに、加入者等に対して、企業年金としての実施状況を定期的の開示していくことも必要になります。

本件に関してご不明点、個別ご相談等ございましたら、ご遠慮なく下記電話番号までお問い合わせください。みずほ総合研究所株式会社 投資運用コンサルティング部 TEL. 03-3591-8950

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。