

野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部  
堀江 貞之

## 企業年金と日本版スチュワードシップ・コードスチュワードシップ検討会報告書より

企業年金連合会と厚生労働省が連携して開催していたスチュワードシップ検討会が3月17日に報告書を発表しました。企業年金ファンドがスチュワードシップ活動を行うことの役割と意義、企業年金として行うべき具体的な対応策、日本版スチュワードシップ・コードへの受け入れ表明を検討するに当たっての具体的な手順などをとりまとめたものです。おりしも改訂版日本版スチュワードシップ・コードが3月28日に公表され、パブリックコメントを募集している最中であり、この報告書の内容を参考にして、今後、企業年金のコードへの受け入れ表明数が増加することが期待されます。

### 進まない企業年金のスチュワードシップ・コード受け入れ表明

2014年2月に日本版スチュワードシップ・コード(以下、コードと略)が公表されて3年が経過しました。2017年3月には改訂版スチュワードシップ・コード(案)が公表され5月に正式に改訂版が決定される予定です。この間、年金ファンド等のアセットオーナーでコードへの受け入れ表明を行ったのは26団体です。その内、企業年金は7、ただし金融機関関係の企業年金が6基金で、事業会社を母体企業とするのはわずか1基金に留まっています。

企業年金でスチュワードシップ・コードへの受け入れ表明が進まない理由として、①人員不足、②追加作業の発生、③議決権行使等に関する利益相反の問題の課題解消の困難さ等が挙げ

られています<sup>1</sup>。公務員年金や公的年金とは異なる独自の課題であり、受け入れ表明をするためには、具体的に発生する業務を明確にするといった支援活動が必要になるものと考えられます。2016年に開催された厚生労働省の企業年金部会でも、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した場合に具体的な発生業務が不明確であり、厚生労働省と企業年金連合会が連携して具体的な対応策の検討も考えるべきとの報告が行われました。

### スチュワードシップ検討会報告書の概要

このような状況に鑑み、2016年10月、企業年金連合会に「スチュワードシップ検討会」(座長: 青山学院大学 北川哲雄教授)が設置されまし

<sup>1</sup> 例えば、久保俊一、「統合報告書に見る企業年金のスチュワードシップ・コード受け入れ可能性」、年金シニアプラン総合研究機構、2017年3月30日を参照。

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び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致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

た。企業年金がスチュワードシップ責任を果たす意義やその方法論について活発な議論が行われ、3月17日にこれまでの議論をとりまとめた報告書が公表されました<sup>2</sup>。

この報告書は、スチュワードシップ活動における企業年金の役割と意義、企業年金として行うべき具体的な対応、企業年金が受入れ表明を検討するに当たっての具体的な手順などについて取りまとめたものです。以下で簡単にその内容を説明します。

報告書は4章から構成されていますが、第3章、第4章は企業年金及び運用会社のコード受け入れ事例であり、具体的な提言内容は第1章と第2章にまとめられています(全208頁中、31頁分に相当)。第1章「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」、第2章「実務的な負担軽減のための工夫」と題され、第1章は企業年金の役割やコード受け入れの意義、委託運用を前提とした具体的な行動の事例等を述べています。第2章はコードを受け入れることを前提に、具体的なチェック項目や質問項目の例、加入者への情報開示の方法例、「実施しない理由」の説明例など、極めて実務的な事例紹介が行われているのが特徴です。

第1章(報告書4～21頁)をかいつまんで述べると、まず企業年金のスチュワードシップ活動<sup>3</sup>における企業年金の基本的な役割と意義を以下の3点にまとめています。

<sup>2</sup> <https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/houko/ku/index.html>からダウンロード可能。

<sup>3</sup> コードではスチュワードシップ責任を「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の拡大を図る責任」と定義しています。

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び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致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

- ① 運用受託機関に対するモニタリングを通じて、投資先企業の企業価値向上や持続的成長の実現を通じ中長期的な投資リターンを拡大して高齢期の所得の確保に寄与することができるようになる
- ② 積立方式の企業年金にとっても重要な社会的インフラの一つである「金融市場」の健全かつ持続的な発展に寄与できる
- ③ インベストメントチェーンの中で機関投資家としての責任を果たし、我が国経済全体の発展に寄与することで社会的な評価も高まる

その後で、企業年金が委託運用中心であることに鑑み、以下の2つの基本的な対応が想定されるとしています。

- ① 運用機関に対し、日本版スチュワードシップ・コードの各原則についてスチュワードシップ活動を行うよう求めること
- ② 運用機関に対し適切なモニタリングを行い、その結果などを踏まえ、運用機関や運用ファンドの入替えを実施すること

また委託運用の際の対応例として図表1のようなケースを示しています。これはあくまで参考例ですが、どのような活動を行うのかよく分からなかった企業年金には参考になるのではないのでしょうか。

さらにコードを受け入れた際の基本的な業務も以下のようにまとめて記述しており、受け入れ後に何をすれば良いか理解が進むものと思われる。

- ① 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、ホームページ上に掲載する(その企業年金にホームページがない場合は、金融庁のホームページに掲載することも可能である)。

図表1. スチュワードシップ活動の事例

| スチュワードシップ・コードの原則  | 考えられる対応例   |
|---|--|
| (原則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。  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・委託した運用機関が、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れ、当該コードの諸原則に則り、投資先企業の企業価値の向上に寄与し、中長期的な投資リターンの拡大を図ることを求める。</li> <li>・委託した運用機関が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公表することを求める。</li> <li>・委託した運用機関の日本版スチュワードシップ・コードの各原則への取り組み状況を定性評価の一要素とする。</li> <li>・委託した運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を検討し、委託した運用機関に示す。</li> <li>・運用の基本方針や運用ガイドラインにスチュワードシップ責任に関する事項を規定する。</li> <li>・上記の各取組みについて公表する。</li> </ul> |
| (原則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。  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・株式の運用を委託している運用機関に対し利益相反について明確な方針を策定し公表することを求める。</li> </ul>   |
| (原則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。  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・委託した運用機関が、投資先企業の持続的成長に向けて当該企業の状況を的確に把握することを求める。</li> <li>・委託した運用機関の投資先企業の内容の把握の状況について報告を求める。</li> </ul>  |
| (原則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。                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・委託した運用機関が、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ことを求める。</li> </ul>   |
| (原則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。 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・委託した運用機関が、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を示すとともに、議決権行使の結果を公表するよう求める(さらに、企業年金自らも公表を行う)。</li> <li>・委託した運用機関に対して議決権行使に関して求める事項や原則を検討し、委託した運用機関に示す。</li> <li>・運用の基本方針や運用ガイドラインに議決権行使に関する事項を規定する。</li> </ul>  |
| (原則6)機関投資家は、議決権行使も含め、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。                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>・委託した運用機関に対し、定期的(例えば年1回、四半期報告時など)、「目的を持った対話(エンゲージメント)」の状況、議決権行使の状況等について報告を求める(モニタリングを行う)。</li> <li>・委託した運用機関のスチュワードシップ活動の状況(議決権行使の結果を含む)について、代議員会等への報告、加入者等に周知する業務概況への記載、ホームページ掲載を行う。</li> </ul>  |
| (原則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。        | <ul style="list-style-type: none"> <li>・委託した運用機関に、投資先企業との対話やスチュワードシップ活動を実行するための実力と体制を備えるよう求める。</li> <li>・研修の受講等を通じ、委託先を管理・評価する実力の向上に努めるとともに、継続的にスチュワードシップ活動に関する情報収集に努める。</li> </ul>  |

(出所)スチュワードシップ検討会、「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」、2017年3月17日

- ② 日本の上場株式運用を委託する運用機関に対し、スチュワードシップ・コードの受入れ表明をした旨を伝えるとともに、当該運用機関に対し、コードの各原則について年金基金の求める内容の履行を要請する。
- ③ ②で要請した事項の履行状況をはじめとするスチュワードシップ活動の状況について、当該運用機関から、例えば運用報告時や年1回、報告を求めるとともに、加入者・受給者等に対して当該状況をホームページ等で報告する。

企業年金は、その規模、運営形態(基金型と規約型等)など多様な運営が行われているため、

これらの事例を参考にしながら、各々の運営事情に応じて、できること(コンプライする)とできないこと(エクスプレインする)を区分し対応していけば良いと考えられます。

第2章(報告書22～31頁)ではさらに、運用会社とのミーティング時のチェック項目や質問項目の事例、加入者等に対する情報開示の方法や開示項目の事例、「実施しない理由」のエクスプレインの例など、個別具体事例が豊富に示されており、コードを受け入れ表明した際に大いに参考になる内容となっています。

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び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致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表2. スチュワードシップ・コードの改定ポイント

| スチュワードシップ・コードの原則  | 各原則の指針に関わる改定ポイント  |
|---|---|
| (原則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。  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・アセットオーナーは最終受益者の利益確保のため、自らスチュワードシップ活動に取り組むべき</li> <li>・アセットオーナーは実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や契約締結時に、議決権行使を含め、活動に関して求める事項や原則を明示すべき</li> <li>・アセットオーナーは運用会社の活動が自らの方針と整合的なものかどうかのモニタリングを「質」に重点を置いて行うべき</li> </ul> |
| (原則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。  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・運用会社は利益相反が生じる局面を具体的に特定し、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し公表すべき</li> <li>・運用会社は、独立した取締役会や議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会等のガバナンス体制を整備すべき</li> <li>・運用会社の経営陣はガバナンス強化・利益相反管理に重要な役割を担っていることを認識し課題に対する取り組みを推進すべき</li> </ul>   |
| (原則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。  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資先企業の事業に関わるリスクだけでなく収益機会も含めた判断を行うべき(ESG要素を含む)。</li> </ul>   |
| (原則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。                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・パッシブ運用は、売却という選択肢が限られているため、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべき</li> <li>・投資先企業との対話において、単独で行うほか、必要に応じ、他の投資家と協同して対話を行うことが有益な場合もあり得る</li> </ul>   |
| (原則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。 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・機関投資家は、少なくとも議案の主な種類毎に整理・集計して公表すべきである</li> <li>・さら行使の可視性を高める観点から、議決権行使結果を、個別の投資先企業及び議案毎に公表すべき</li> <li>・機関投資家の置かれた状況により、個別開示が適切でないと考えられる場合、理由を説明すべき</li> <li>・議決権行使助言会社は、十分な経営資源を投入し、適切にサービスを提供すべき</li> </ul>    |
| (原則6)機関投資家は、議決権行使も含め、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。                            |   |
| (原則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。        | <ul style="list-style-type: none"> <li>・機関投資家の経営陣は、適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきでない</li> <li>・運用会社は、コードの各原則(指針を含む)の実施状況を定期的に自己評価し結果を公表すべき</li> </ul>   |

(出所)金融庁の改定案を基に野村総合研究所が作成

## 今後の対応について

スチュワードシップ・コード自身は3月28日に改定案が公表され、現在、パブリックコメントを受け付けているところです。まず7つの原則そのものに変更はありませんでした(図表2の左側を参照)。ただし7つの原則ごとにその原則に関連する指針があり、その指針の中に、図表2の右側の内容が追加されています。年金基金に関連するものは原則1の指針の中にまとめて追加が行われています。具体的には、原則1の指針の中に、「アセットオーナーは最終受益者の利益確保のため、自らスチュワードシップ活動に取り組むべき」、「アセットオーナーは実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や契約締

結時に、議決権行使を含め、活動に関して求める事項や原則を明示すべき」、「アセットオーナーは運用会社の活動が自らの方針と整合的なものかどうかのモニタリングを「質」に重点を置いて行うべき」という内容が追加されています。

追加された内容は年金基金のスチュワードシップ活動の重要性を再確認したものであり、また委託運用の場合は運用会社の実質的な活動を年金基金が評価することを促すものですが、コード改訂前に発表された今回の報告書で提示された提言内容を大きく変更する必要はないと考えられます。

今後、この報告書の内容に沿って企業年金においてもコードの受け入れ表明が増加することが

## 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び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致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

期待されますが、そのためには母体企業の理解が不可欠になると考えます。企業年金の理事長の多くは、母体企業の人事・総務・財務等の部門役員が務めており、これまで受け入れ表明がほとんどなかったのは、企業年金側の人的資源が足りないといったことが原因というよりも、母体企業でスチュワードシップ・コードへの理解が十分ではなかったことが主な理由ではないでしょうか。確かに小規模な企業年金では人的資源不足などが主なネックとなって受け入れ表明が難しいという側面があることは事実でしょう。しかし、かなり大規模な企業年金でも現在までほとんど受け入れ表明がないのは、企業年金側にその意思があったとしても母体企業の理解が進んでいないことが理由だと考えられます。従って今後、ある程度規模の大きな企業年金でコードへの受け入れ表明が増加し、それに沿ってスチュワードシップ活動が盛んに行われるようになるかどうかは、母体企業の意思にかかっているといっても過言ではありません。

母体企業は傘下の企業年金のコードへの受け入れ表明が、自身のコーポレートガバナンス強化につながるということを明確に意識することが重要だと思われます。企業年金がスチュワードシップ活動を行うことの役割と意義に示されたように、その活動は中長期的な企業価値向上といった社会的責任を果たすことにつながるわけで、ガバナンス改善の一つと位置づけることが可能だと考えられます。母体企業が自らの責任を意識し、企業年金のコードの受け入れ表明を支援するようになることを期待したいと思います。

— 次号のお知らせ —

次号は

**4月24日(月)**

発行予定です。

#### 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

#### 野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

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。

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

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び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致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。