

企業年金連合会スチュワードシップ検討会 御中

# スチュワードシップ・コード 企業年金が受入れ表明する場合の課題

2016年12月6日

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構  
特任研究員 久保俊一

(以下は私見に基づくもので、所属機関を代表するものではありません)

# 企業年金の歴史

●適格退職年金、厚生年金基金は1960年代にスタート。いずれも税制優遇を受けた。その理由は：

①国民の老後の生活の支援

②企業への長期資金の安定供給→日本経済の成長促進（全体最適、インベストメントチェーンの発想）

●1990年のバブル経済崩壊後に大きな転機

- ・運用環境の悪化、時価会計の導入→年金財政の悪化
- ・退職給付会計の導入、金利低下→母体企業の収益圧迫
- ・代行返上（公的年金→私的年金に）

●年金の資産運用の意識

- ・短期志向化。個別・部分最適に傾斜

●アベノミクス以降、母体企業の業績改善、企業年金の財政改善→S - コード議論の余地

# Sーコード導入の経緯

- 導入の背景：20年を超える株価の低迷
- 2013年6月「日本再興戦略」を受けて金融庁は同年8月「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」を設置
- 2014年2月「『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〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」を公表
- スチュワードシップ責任とは  
『機関投資家が「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・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任』  
(運用結果は所与のものではなく、事業会社と投資家が共同して作るもの、との発想)

# S - コードの7原則

受入れの用意がある機関投資家はその旨を公表することを求めている

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。

# Sーコードの受入状況

## ● Sーコード対象の機関投資家

- ・ 信託銀行、投資信託、投資顧問など「資産運用者」
- ・ 生命保険、損害保険、年金基金など「資産保有者」  
(アセットオーナー)

## ● 2016年9月2日現在の状況

- ・ 213の内外機関投資家が受入れ表明
- ・ 資産保有者は生保、損保、公的年金が先行し、企業年金は慎重

## Sーコード受入の企業年金

企業年金基金名	受入れ表明の時期
セコム企業年金基金	2014年 2月
三菱UFJ信託銀行企業年金基金	2014年 7月
三菱東京UFJ銀行企業年金基金	2014年11月
みずほ企業年金基金	2015年 2月
三井住友銀行企業年金基金	2015年 2月
りそな企業年金基金	2015年 5月
三井住友信託銀行企業年金基金	2016年 2月

# 受入表明した基金

## ＜セコム企業年金基金のケース＞

● S一コード原則1に関して「運用受託機関の選定にあたっては、当基金は当該受託機関に対して国連責任投資原則（PRI）への署名の他、投資哲学、運用方針等を勘案するとともに、スチュワードシップ責任を遵守することを求めます」などと記載

● 原則2では「当基金は、運用受託機関に対して、ESG投資の成果を高めるよう議決権の行使を行うことを求めます」「運用受託機関が専ら当基金のために行う運用においては、当基金の設立事業所を避けて運用することを求めます。その他の運用においては、当基金の設立事業所分の議決権行使の判断を運用受託機関に委ねます」などと記載

議決権行使は母体企業との利益相反が起こりかねないテーマであるため議決権行使の取り扱い方法に工夫

## S一コード受入で基金が直面する課題 〈基金事務局における人員不足〉

●主要業務をアウトソースするビジネスモデルの企業年金は極めて限られた人員で日常業務をこなすが、S一コードを受入れると、追加的な作業が発生。一方、長期的な取り組みであるため、基金への効果の測定は難しい

●大半の基金は四半期ごとに運用報告会を開き、資産運用会社から運用結果、投資行動などを確認している。S一コードの追加的負担はある程度、限られる  
→方針の策定・公表などの初期的作業は発生するが、S一コードが求める日常的な管理業務については、多くの主要基金は既に実行？

# S-コード受入で基金が直面する課題

## ＜議決権行使などで発生する利益相反：対基金＞

●企業年金の役員は忠実義務、善管注意義務の受託者責任を加入者や受給者に負い、この責任に基づいて年金資産の運用を委託し、資産や資産運用会社の投資行動を管理する。加入者などの利益を優先した議決権行使を資産運用会社に求めなければならぬ。確定給付企業年金法は以下のように規定

(基金の理事の行為準則) 第70条：基金の理事は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分、規約及び代議員会の議決を遵守し、基金のため忠実にその業務を遂行しなければならぬ

第70条第2項：基金の理事の禁止行為として「自己又は当該基金以外の第三者の利益を図る目的をもって、積立金の運用に関し特定の方法を指図することその他積立金の管理及び運用の適正を害するものとして厚生労働省令で定める行為」などと規定 (下線は筆者)

## S-コード受入で基金が直面する課題 〈議決権行使などで発生する利益相反:対母体企業〉

- 母体企業が推薦する常務理事。運用執行理事  
母体企業の推薦で理事（選定理事）に就く。母体の議案に反対票は出しにくい
- 議決権の割合は大きくない  
運用資産1,000億円、内120億円を日本株に投資する中規模企業年金（配分割合12%、すべて東証1部のパッシブ運用と仮定）の場合、1銘柄当たりの平均投資額は610万円（120億円÷1967銘柄）、議決権割合は0.0025%

# Sーコード受入で基金が直面する課題

## ＜ファンド選択の自由を拘束する恐れ＞

- 長期投資と企業との対話を目指すSーコードを受入れると、短期志向や対話を重視しないファンドなどへの投資がやりにくくなる
- Sーコードは強制的な法規ではない（ソフトロー）。従ってすべてのコードに同意する必要はない。コードの趣旨と選択したファンドの運用手法などに何らかの矛盾が生じる場合でも、加入者や受給者の利益につながることなどを説明すれば、ファンド選択を制限されない
- Sーコードの『「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクस्पライン」』の中で『「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定』と明記
- 三井住友銀行企業年金基金：『運用受託機関の選定・評価に際しては「日本版スチュワードシップ・コード」への取組状況を定性評価の一部として考慮します。なお、個別の運用手法等に照らし、実施することが適さない原則があれば、「実施しない理由」を説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定』と記載

# Sーコード受入で基金が直面する課題

## ＜日本の企業文化に馴染まない＞

●日本のSーコードは、英国のSーコードを参考に作られている。企業収益、株価、株主の利益などを強く意識したSーコードとコーポレートガバナンス・コードを両輪とする今回の国の政策自体、日本の企業文化に合わないのではとの心配もある

# 基金の形態別の特徴と受入の可能性

## ＜厚生年金基金＞

- 企業年金は形態別には基金型の確定給付企業年金、規約型の確定給付企業年金、厚生年金基金の3つに分けられる
- 厚生年金基金（2016年6月現在、223基金）は厚生年金の代行部分を持ち、公的年金に近い性格があるので、比較的、S-コードを受け入れやすいと考えられるが、厚生年金基金制度そのものの見直しが進んでおり、コード受け入れを検討する余地は小さい

# 基金の形態別の特徴と受入の可能性

## <規約型>

- 確定給付企業年金は約1万3,700、うち1万3,000強が規約型
- 規約型は事業主が直接、企業年金を運営する形態であり、企業と企業年金は一体
- 年金制度の最終責任者は社長。母体企業は株主総会に提案した役員人事案などに、同じ社長を最終責任者とする規約型年金が反対票を投じることは考えにくい
- 規約型の大半は未上場会社。議決権行使などでは利益相反が起こりにくいが、相対的に規模が小さく、Sコードへの関心は薄い

# 基金の形態別の特徴と受入の可能性

## <基金型>

- スチュワードシップ活動について  
 企業年金連合会2015年度資産運用実態調査  
 調査対象は基金型のD B 582基金、回答539基金  
 カッコ内は前年実績

質問内容	回答基金数	割合
関心がある	129(145)基金	23.9(28.4)%
特に関心はない	410(366)基金	76.1(71.6)%

# 規模の小さい企業年金が受入れる意義

## <インベストメントチェーンの底辺拡大>

- 企業年金の2016年3月末の資産残高（基金型と規約型の確定給付企業年金の合計）は57兆9,002億円
- 基金型の日本株への投資割合は資産全体の12%（2015年3月末の実績）、その数値から推計すると企業年金の保有する日本株は7兆円前後
- 企業年金は基金数が多い分、契約する資産運用会社数は多い。企業年金が資産運用会社に対する業績評価にS—コードの基本原則を反映していけば、小規模な資産運用会社もインベストメントチェーンに組み込める
- S—コードの目的の中で『「資産保有者としての機関投資家」は「資産運用者としての機関投資家」の評価に当たり、短期的な視点のみに偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきである』と記載

## 企業年金の課題の整理

- S-コードの趣旨に賛同するか（目的を持った対話などで企業価値の向上や持続的成長を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図る）
- 基金事務局における人員不足と、追加作業（コスト）の発生→実質的な追加負担は大きくない
- 議決権行使などで発生する利益相反  
→現状でも発生している問題。基金の議決権比率は低い  
→母体企業との意思疎通
- ファンド選択の自由→ソフトローなので全てにCOMPLY（受入れ）する必要はない
- 日本の企業文化に馴染まない→母体企業のガバナンスコードへの対応。ESG投資への対応

## 主要な企業年金の現状

●主要な企業年金では、S-コードが求める「目的を持った対話」などは運用受託機関を介して既に実施

(以下はイメージ)

組織	S-コードの実施状況 現状→今後の課題
主要な企業年金基金	既に実質的には実行(受入表明は限定的) →受入是非の検討
運用受託機関	多くが受入表明・実行→実行内容の充実へ

# 企業年金の今後の対応

## 受入れるかどうかに係わらず

- 運用受託機関との対話の充実と追加的な負担の抑制（四半期報告会の活用、その他の場の設定）
- パッシブファンドとアクティブファンドの整理
- 議決権行使の個別開示（Sコード受入に係わらず、ファンドの行使状況が明らかになる）
- 資産運用委員会、理事会、代議員会等への説明、基金だよりなどによる加入者への説明

## 日本の株式市場の課題

- 株式相場の底堅さ = 日銀のETF買い、企業の自社株買い、公的年金の下値での買い期待
- 中期的な重い課題 = 日銀のETFの出口戦略  
(満期償還のない株式)
  - ・ ETFの追加購入の停止、ETF売却
- 円滑な出口、持続的な株価上昇には企業収益力の底上げが不可欠
- 機関投資家のスチュワードシップ責任

# フォローアップ会議に注目

## < S-コードの形式 >

● 7原則は運用受託機関、自家運用の能力を備えるアセット・オーナーを意識。委託運用のみの企業年金にはそぐわない面も（特に原則3,4,5）

→ 3年目のコードレビューで委託運用者（企業年金）向け「簡易バージョン」の検討も

現状	提案
○資産運用者 ＝信託銀行、投信・投資顧問など	○資産運用者＝信託銀行、投信・投資顧問など
○資産保有者 ＝生保・損保、公的年金、企業年金など	① 自家運用する(またはその能力等のある)資産保有者(大規模なアセットオーナー)＝生保・損保、公的年金など ② <u>外部への委託運用のみの資産保有者(中小規模なアセットオーナー)＝企業年金など</u>

ご清聴、ありがとうございました。