

## 「スチュワードシップ・コード」

### 受入れに再び動き出した企業年金、その意義と今後の展望

久保俊一<sup>1</sup>

2018年3月20日

#### <目次>

- 1 はじめに——スチュワードシップ・コード受入れに再び動き出した企業年金
- 2 金融庁は2017年5月にS-コードを改訂
  - (2-1) 「自らスチュワードシップ活動に取り組むべき」と受入れを促す
  - (2-2) 受託者責任を強調する改訂S-コード
  - (2-3) 2年ぶりに企業年金が受入れ表明、製造業では初
- 3 2018年2月に受入れ表明した2基金
  - (3-1) パナソニック企業年金基金  
——委託先運用機関の判断尊重で利益相反管理と明記
  - (3-2) エーザイ企業年金基金——S-コード7原則への対応は簡潔に表現
- 4 母体企業の良いコーポレートガバナンスが受入れの前提に
  - (4-1) 注目集まる日本を代表する企業年金の動向
  - (4-2) 受入れ表明した基金は全体の0.1%未満、基金型の1.2%
  - (4-3) インベストメント・チェーンの好循環実現に企業年金は不可欠
- 5 S-コード受入れ議論の主役は今後、母体企業にシフト
  - (5-1) 企業年金に対する「母体企業による支援」を政府の経済政策に明記
  - (5-2) G-コードとS-コードのコラボで受入れを促進

---

<sup>1</sup> 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。本稿は私見に基づくものであり、所属機関を代表するものではない。

## 6 おわりに——できることからする姿勢

### ◆巻末資料（12ページ以降）

<資料1>パナソニック企業年金基金（2018年2月7日制定、全文）

スチュワードシップ責任を果たすための方針

<資料2>エーザイ企業年金基金（2018年2月、全文）

「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》の受  
入れ

<資料3>金融庁コーポレートガバナンス・コード改定案ほか（2018年3  
月13日公表、抜粋）

## 1 はじめに——スチュワードシップ・コード受入れに再び動き出した企業年金

「日本版スチュワードシップ・コード」を受入れる動きが企業年金の間で再び出てきた。パナソニック企業年金基金、エーザイ企業年金基金の2基金が2018年2月に受入れを表明し、受入れ企業年金は9基金、うち、事業会社の企業年金は3基金になった。遅々として進まなかった企業年金が受入れに向かう意義と、今後の展望を考える。

## 2 金融庁は2017年5月にSーコードを改訂

### (2-1)「自らスチュワードシップ活動に取り組むべき」と受入れを促す

金融庁は2014年2月に、「責任ある機関投資家」の諸原則である日本版スチュワードシップ・コード（以後「Sーコード」と表記）を策定した。その翌年に上場企業向けコーポレートガバナンス・コード（以後「Gーコード」と表記）を策定した。両コードは企業の長期的な稼ぐ力を底上げする「車の両輪」と位置付けられている。Sーコードは策定から3年を経過した2017年5月に改訂された。2018年5月にはGーコードも改訂される見通しである。

改訂されたSーコードは機関投資家の責任を更に高め、運用機関などに議決権行使結果の個別開示、利益相反の管理の充実などを強く求めた。アセットオーナーについては「最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである」などの表現を改訂Sーコード原則1 指針1-3に新たに記載、企業年金にSーコード受入れを促した。年金資産の運用を委託する先である運用機関との関係については運用機関に対するモニタリングの質的な充実を同指針1-5で求めた。

### (2-2) 受託者責任を強調する改訂Sーコード

確定給付企業年金（DB）法は基金型の企業年金について、理事は基金の利益を最優先する旨を規定しており、加入者、受給者などに対して受託者責任があるとしている。企業年金基金の常務理事や運用執行理事は通常、母体企業から辞令を受けて基金規約の定める手続きを経て就任する。法令とは別に、当然のように、母体企業からも期待に沿う活動が求められる。母体企業やグループ企業の議決権を行使する場合などには、加入者などの利益と母体企業の利益が対立する利益相反が起きる可能性がある。改訂Sーコードは受託者責任の順守をさらに強く求めており、企業年金の運営者がSーコード受入れに慎重になる要因のひとつに

なっている。2016年2月に三井住友信託銀行企業年金基金が受入れ表明をしたあと、新規の受入れは途絶えていた。

＜以下は第13回社会保障審議会企業年金部会の資料より抜粋＞

《関連法令・通達》 【基金型DBに係る規定】

○ 理事の行為準則に係る規定（DB法第70条、資産運用ガイドライン(通知)）

・理事は、法令、厚生労働大臣の処分、規約、代議員会決議を遵守し、基金のため忠実に業務を遂行しなければならない。

・理事は、基金に対し、善良なる管理者の注意をもって職務を遂行する義務を負う。

・理事は、自己又は基金以外の第三者の利益を図る目的をもって資産運用契約等をしてはならない。

・理事は、積立金の管理運用業務についてその任務を怠ったときは、基金に対して連帯して損害賠償の責めに任ずる。

・基金は、規約の定めにより、代議員会の議決を経て、法の行為準則に違反した理事を交代させることができる

### （2－3）2年ぶりに企業年金が受入れ表明、製造業では初

金融庁が初めてSーコードを公表してから4年、改訂Sーコードを策定してから8カ月余り経過した2018年2月、2つの企業年金基金がコード受入れを表明した。2月7日付でパナソニック企業年金基金が、同19日付でエーザイ企業年金基金が金融庁の「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリスト」に掲載された。企業年金の受入れは2年ぶり、受入れ企業年金は合計9基金（2018年3月20日現在）に増え、事業会社系の基金はセコム企業年金基金を含め3基金（残り6基金は金融機関系の企業年金基金）になった。今回の2基金は製造業として初めての受入れでもある。

「スチュワードシップ・コード及びコーポレート・ガバナンス・コードのフォローアップ会議」（以後「フォローアップ会議」と表記）のメンバーとして企業年金の活動に最も厳しい目を向けてきた富山和彦委員（(株)経営共創基盤CEO、経済同友会副代表幹事）はパナソニック企業年金基金の受入れ直後の2月15日に開かれたフォローアップ会議で「おかげさまで私が社外取締役をやっている会社（パナソニック）の企業年金基金がスチュワードシップ・コードを受け入れました。やればできるということです。どっちかというと極めて伝統のある、どちらかというと保守的な会社と思われる会社ですから」などと述べ、利益相反などいくつかの課題を克服して受入れた企業年金基金と母体企業の決断を称えた。そして近く改訂されるGーコードについて「(企業と企業年金に) スチュワードシップ・コードの受け入れを促すような文言を入れるべきだ」と強調した。

### 3 2018年2月に受入れ表明した2基金

#### (3-1) パナソニック企業年金基金

##### ——委託先運用機関の判断尊重で利益相反管理と明記<sup>2</sup>

パナソニック企業年金基金は「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を、エーザイ企業年金基金は『「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》の受入れ』を自基金のHPに掲載した。両基金ともS-コードの7つの原則についてそれぞれ基金の方針を開示している。特に、パナソニック企業年金基金の「スチュワードシップ責任を果たすための方針」は丁寧かつ具体的に書き込まれており、今後のスチュワードシップ活動に対する本気度が伝わってくる。A4で5ページにわたっており、字数は4,626字に及ぶ。金融機関系5つの企業年金基金(約1,500字から約2,100字)の2-3倍、セコム企業年金基金(約1,500字、国連責任投資原則(PRI)の部分を除く)の3倍強、エーザイ企業年金基金(約2,900字)の1.6倍のボリュームである。

パナソニック企業年金基金の「スチュワードシップ責任を果たすための方針」は冒頭で『「企業は社会の公器」の理念のもと、その社会的責任を自覚し職務の遂行を行なっています。また「お客様第一」に徹し、受給者等からの信任に応えるよう、責任ある機関投資家としてスチュワードシップ責任を果たしてまいります』と表明し、母体企業の創業の精神を謳いながら受給者等への受託者責任を果たす姿勢を示した。

利益相反の課題に対しては「委託先運用機関がパナソニックグループへの議決権を行使する場合などにおいて、委託先運用機関の判断を尊重することにより、当基金において想定される利益相反の発生を回避します」と宣言した。議決権行使において母体企業などの介入を受けないとの意思表示である。金融庁のフォローアップ会議で繰り返し行われてきた利益相反を巡る議論を踏まえた判断でもある。

2018年5月にも見直されるG-コードについては後段(9ページ以降)で詳述するが、アセットオーナーに関する項目が新規に盛り込まれる見通しだ。この項目は上場企業と企業年金の間の利益相反の管理を強く求める。パナソニック企業年金基金が公表した「スチュワードシップ責任を果たすための方針」の詳細について母体企業であるパナソニックは承知しているため、今後、改訂G-コードが求めてくる利益相反管理「上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである」にパナソニックは同意(comply)し、利益相反への対応で母体企業と基金は足並みを揃えると推測される。

---

<sup>2</sup> パナソニック企業年金基金「スチュワードシップ責任を果たすための方針」の全文は資料1に。

パナソニック企業年金基金の「スチュワードシップ責任を果たすための方針」は運用機関に利益相反を適切に管理するために、明確な方針の策定・公表を求め、利益相反が生じる局面を具体的に特定、実効的に排除するための具体的な措置を定めることを求めている。個別の投資先企業及び議案ごとに議決権行使結果の個別開示も求めた。

「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」とのSーコード原則7に対しては「運用機関との双方向の議論を通じて、運用機関のスチュワードシップ活動に対する評価・モニタリングを実施できる運営体制を整備する」として具体的に4点を挙げて説明、基金の実力向上を目指す考えを表明している。

### (3-2) エーザイ企業年金基金——Sーコード7原則への対応は簡潔に表現<sup>3</sup>

エーザイ企業年金基金は母体企業が中心になって1年前にSーコード受入の方向性を固めたという。その後、企業内の意見調整を進めながら企業年金基金事務局との意見調整も進めた。Sーコード受入れはインベストメント・チェーンを通して社会全般の発展に寄与するとの考えに沿って経営陣の合意を形成していった。もともと、ESG投資<sup>4</sup>に対する理解が深いなどコーポレートガバナンス重視の企業であることも合意形成に役立ったようだ。

エーザイ企業年金基金の『「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》の受入れ』はパナソニック企業年金基金に比べるとかなり簡潔に作られている。Sーコード7原則については、運用受託機関を通しながら原則の趣旨に沿って行動すると表明しているが、個別具体的な説明はやや抑え気味になっている。この点についてエーザイの常務執行役CFOの柳良平氏は「事務局の人員などが限られるエーザイ企業年金基金としては入り口のハードルを高くしなかった」という。今後、スチュワードシップ責任を果たしていく過程で徐々にレベルを引き上げていけばいいと考えている。スチュワードシップ責任を果たす上で、エーザイは財務部門が中心になって基金事務局を引き続きバックアップしていくという。

パナソニック企業年金基金<sup>5</sup>のように1兆円を大きく超える年金資産を運用する大規模な企業年金基金は国内では一握りの少数派である。国内に1万3,000余りある企業年金(基

<sup>3</sup> エーザイ企業年金基金『「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》の受入れ』の全文は資料2に。

<sup>4</sup> ESG投資とは、財務情報といった従来からの投資尺度だけでなく、**E**nvironment(環境)、**S**ocial(社会)、**G**overnance(ガバナンス)などの非財務情報も考慮しつつ、収益を追求する投資手法のことを指す(三菱UFJ信託銀行の年金用語集より)

<sup>5</sup> パナソニック企業年金基金「年金通信」によると、2015年度末の年金資産は1兆5,990億円。

金型と規約型の合計<sup>6)</sup>の大多数はエーザイ企業年金基金も含め年金資産1,000億円未満であり、そうした基金の多くは通常、常務理事や運用執行理事を含め3-4人前後と少数で掛金の徴収、資産運用、年金給付などを信託銀行など総幹事のサポートを受けながらこなしている。エーザイ企業年金基金のSコードへの対応は基金の体制を踏まえた現実的な選択であり、今後、他の中規模の企業年金基金が受入れを検討するときの参考になると考える。

## 4 母体企業の良いコーポレートガバナンスが受入れの前提に

筆者は1年前の2017年3月30日に「統合報告書に見る企業年金のステュワードシップ・コード受け入れ可能性」と題した研究レポートを発信した。財務情報だけでなく非財務情報も盛り込んだ上場企業の統合報告書の内容や、東京証券取引所に提出された「ガバナンス報告書」などを分析、どの企業の企業年金がSコードを受入れる可能性があるかを探った<sup>7)</sup>。企業のトップの意思も含めコーポレートガバナンスを定性的に評価した。その結果、候補として浮かびあがったのはオムロン、大日本印刷、大和ハウス工業、パナソニック、三井物産、ヤマトホールディングス、味の素、TOTO、エーザイ、キリンホールディング、セブン&アイ・ホールディングス、博報堂DYホールディングス、フジクラ、富士通の14社（順位不同）だった。このうち、2社の企業年金基金が今回、新たにSコード受入れを表明した。

金融庁は利益相反などについてハードルを上げてきており、コーポレートガバナンスに対する意識の低い企業の傘下にある企業年金ではSコード受入れが一段と難しくなってきたとの印象を持つ。

### (4-1) 注目集まる日本を代表する企業年金の動向

これまでのフォローアップ会議の議論のなかで「企業年金の規模によって体制や能力に大きな差があり、相対的に規模の小さい企業年金にはコード受入れに関して一定の配慮を加える必要がある」との趣旨の発言が何回かあった。筆者としては正しく、検討に値する意見<sup>8)</sup>と思うが、議論は十分に深まらなかった。金融庁はまずは体制が整っている大規模な企業年

<sup>6)</sup> 厚生労働省によると、2018年2月1日現在の確定給付企業年金(DB)は1万3,353件、うち基金型は738件、規約型は1万2,615件。

<sup>7)</sup> 同研究レポートは2016年に公表された統合報告書を使ってコーポレートガバナンス、特に、株主との対話に関連したトップのコメントの有無、その内容、割かれたページ数などを多面的に独自に調べて評価した。ガバナンス報告書なども参考にした。調査対象は統合報告書を発行し、さらに、基金型の確定給付企業年金(DB)を持つ上場会社68社とした。企業年金を運営していない、運営していても規約型の企業年金の場合は除外した。

<sup>8)</sup> 筆者は2016年7月21日付で発信した研究レポート「導入3年目のステュワードシップ・コードの現状と課題 受け入れ表明進まぬ企業年金の視点」のなかで受入れのハードルを下げるために「企業年金向けの簡易バージョンも一案」と提言した。

金の受入れを目指すという判断だと推察する。

その意味では日本を代表する企業であるトヨタ自動車や日立製作所の企業年金がSコード受入れに動くのかどうか、関係者の注目は集まる。とりわけ日立製作所は中西宏明会長が5月に経団連次期会長に就く予定で、企業年金基金の資産運用についてもこれまでの「部分最適」とどまらず、日本市場全体の底上げを意識した「全体最適」にも目を配るのではないかと観測がある。さらに、ライバルであるパナソニックの企業年金基金がSコードを受入れたことも、日立企業年金基金に対する関係者の関心を高めている。

利益相反の回避が課題となる政策保有株式について日立製作所は「当社は、取引や事業上必要がある場合を除き、他社の株式を取得・保有しないことを基本方針とする」（東京証券取引所に提出しているガバナンス報告書より）と明記している。この基本方針に照らして、日立企業年金基金のSコード受入れ環境は相対的に整備されている、と一部の関係者はみている。電機関連の他の企業年金の多くは日立企業年金基金の動向を窺がっている。

#### **（4-2）受入れ表明した基金は全体の0.1%未満、基金型の1.2%**

今回を含めても受入れ表明をした企業年金は9基金に過ぎず、規約型を含め全国の企業年金の0.1%に届かない。基金型だけでみても1.2%程度である<sup>9</sup>。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）など合計で200兆円を上回る巨額の年金資産を保有する公的年金はすでにSコードの受入れを表明している。これに対し、企業年金は確定給付企業年金だけだと60兆円程度の資産規模。GPIFは資産の25%を日本株に投資しているのに比べ、日本の企業年金は1割強しか日本株に投資していない。日本株の保有額でいうと公的年金の十数%と小さい。

#### **（4-3）インベストメント・チェーンの好循環実現に企業年金は不可欠**

それにもかかわらず、金融庁が企業年金の受入れにこだわるのはインベストメント・チェーンの輪を太く、強くしたいからだ。インベストメント・チェーンは「アセットオーナーの運用機関に対するモニタリング→運用機関の上場企業に対するエンゲージメント（対話）→上場会社の長期的な収益力の拡大→日本株の長期的な上昇→アセットオーナーの長期的な利益→アセットオーナーの運用機関に対するモニタリング……」と循環する輪である。

年金資産の大半を持つ公的年金がすでにSコードを受入れていることから、年金資産の規模だけでみれば、年金のインベストメント・チェーンへの参加はほぼ完了したともいえる。ただ、公的年金の数は限られ、モニタリングを通して運用機関にプレッシャーをかける機会

<sup>9</sup> 日本版スチュワードシップ・コードのモデルになった英国でも企業年金のコード受入れの動きは鈍い。この点を捉えてスチュワードシップは企業年金に馴染まないとの声もある。ただ、株価上昇が続いてきた欧米と、日経平均株価が1989年末に比べ5割強の水準にとどまっている日本では責任ある機関投資家の諸原則の持つ重要度が違うのも事実である。



は限られる。数の多い企業年金の間で受入れが広がれば、運用機関に届く声は一気に多くなり、インベストメント・チェーンの輪はより強固になる。

## 5 Sコード受入れ議論の主役は今後、母体企業にシフト

### (5-1) 企業年金に対する「母体企業による支援」を政府の経済政策に明記

厚生労働省に設立認可を受けた企業年金基金は形式上、母体企業とは独立した別法人だが、掛金の拠出、人材の派遣などで母体企業の影響下にある。企業年金基金側にSコード受入れの意思があっても母体企業との調整が進まなければ、受入れは実現しない。この意味で最終的に企業年金基金がSコードを受入れるかどうかのカギを握るのは母体企業ということになる。

2017年12月、政府は新しい経済政策パッケージを閣議決定したが、金融庁はこのパッケージの「第3章 生産性革命」に「企業年金のアセットオーナーとして期待される機能の発揮及び母体企業による支援」という文言を盛り込んだ。Gコードの改訂を審議していたフォローアップ会議はこの方向性を踏まえながら議論を進め、2018年3月13日に公表されたGコードの改訂案<sup>10</sup>には上場企業に対し、企業年金のSコード受入れを促す文言が加わった。

Gコードの改訂案は「コーポレートガバナンス・コード」の改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」の新設で構成されるが、コーポレートガバナンス・コードの部分で【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】を新たに設け、上場会社に対し企業年金への人材の確保と利益相反の管理を求めた。具体的には「運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである」とした。ガイドラインにもほぼ同様の表現が入った。企業年金の保有する日本株に対する利益相反の管理は企業側はGコードで、企業年金側はSコードで求められることになる。

金融庁は従来、Sコードの受入れ主体である企業年金基金に向けて受入れを要請してきた側面が強かったが、最近では最終決定権は母体企業にあるとの認識が徐々に強まっている。上場企業を対象にしたGコードに企業年金との関係を書き加えることで、年金スポンサーという立場にある企業に、企業年金のSコード受入れをしやすい環境整備を迫る考えだ。

---

<sup>10</sup> アセットオーナーに関するGコード改定案の詳細は資料3に。

## (5-2) GコードとSコードのコラボで受入れを促進

金融庁は2018年4月に改訂Gコード(案)のパブリックコメントを求め、5月にも決定する計画だ。過去の例などからすると、上場企業は半年程度の期間内に改訂Gコードへの対応を求められるとみられる。

Gコードも強制法規ではないので同意しないことは可能だ。ただ、その場合、上場企業はその理由を説明する必要がある。同意するか、しないかにかかわらず企業は運用機関やアセットオーナーと対話(エンゲージメント)をする際に、企業年金のSコードへの対応などを聞かれることが増えると予想される。

フォローアップ会議では政策保有株式の資金効率や利益相反なども大きなテーマになっている。傘下の企業年金が保有する分も含め保有株のあり方、その利益相反の管理に経営者の注目が向かうことになるだろう。これまで自社の企業年金のステュワードシップ活動に強い関心を示さなかった企業は少なくないが、今後はステュワードシップ責任が経営者の視野に徐々に入ってくることは間違いない。

## 6 おわりに——できることからする姿勢

企業の長期的な収益力引き上げを目指す、責任ある機関投資家の諸原則であるSコードの趣旨に運用機関の関係者の多くは賛同し、受入れを表明している。長期資金を運用する企業年金の関係者も趣旨に賛同する人は少なくない。しかしながら、受入れが進まない理由としては①母体を含めたグループ企業に対する議決権行使などで利益相反の問題が存在する②資産運用を含め業務を外部委託するビジネスモデルを採用する企業年金は極めて人手が限られる——などが壁になっている。

もし、改訂Gコードが求める「上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである」に母体企業が同意するのなら、①の課題はかなり改善し、残る大きな課題は人手不足となる。この点についても「人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行う」ことを求めており、母体企業の意思次第で解消される可能性が少し高まったと考える。ただ、本業でも人手不足が表面化しつつある母体企業が企業年金に増員で応援するとは限らない。基金自体が事務の合理化などを一段と進める覚悟も必要である。

多くの企業年金では、特に基金型の企業年金では四半期の運用報告会を3か月ごとに時間をかけて実施している。年金資産の運用結果をスピーディに入手できない時代は四半期の報告会は重要な作業であった。現在は日本トラスティ・サービス信託銀行など年金資産管理会社の情報提供が充実しており、例えば3月末の運用結果の速報値は遅くとも4月10日ごろ

までには把握できる<sup>11</sup>。

長期的な企業価値の創造が求められているなか、四半期の運用報告会で短期的な市場環境や短期的な運用の巧拙を時間をかけて聞く意味は従来ほど高くはない。運用報告会を開く頻度なども含めてそのあり方を精査すればある程度、時間を生み出すことはできる。この時間を運用機関へのモニタリングの充実に振り向けることは可能だろう。運用機関ごとに違う、資産運用資料の開示形式の統一などでも報告会の効率化は進む。現状でもできることはいくつかあり、その実行も受託者責任のひとつと考える。

以上

\*本稿に関するお問い合わせやご意見は以下のEメールアドレスにお願い致します。

[s-kubo@nensoken.or.jp](mailto:s-kubo@nensoken.or.jp)

---

<sup>11</sup> ヘッジファンドなど一部の資産では運用結果の把握に時間がかかることはある。

## ◆巻末資料

### <資料1>パナソニック企業年金基金（2018年2月7日制定、全文）

#### スチュワードシップ責任を果たすための方針

1. 基本方針：当基金は、責任ある機関投資家として適切にスチュワードシップ責任を果たすため、「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>>（以下「本コード」という。）を受け入れることを表明いたします。

当基金はパナソニックグループの一員として、「企業は社会の公器」の理念のもと、その社会的責任を自覚し職務の遂行を行なっています。また「お客様第一」に徹し、受給者等からの信任に応えるよう、責任ある機関投資家としてスチュワードシップ責任を果たしてまいります。

当基金は、自ら直接には日本株式の運用を行なわず運用機関を通じて株式の保有を行なっていることから、アセットオーナーとして、当該日本株式を運用する運用機関に対しスチュワードシップ活動を求めるとともに、委託先運用機関が実施するスチュワードシップ活動に対する評価やモニタリングを行うことにより、スチュワードシップ活動が実効的なものになるように取り組んでまいります。

#### 2. 本コードの各原則への対応

|     |   |
|-----|---|
| 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。 |
|-----|---|

当基金は、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、中長期的な視点から当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことが、受給者等の利益拡大につながると考え、本方針を策定し、これを公表します。

当基金は、受給者等の利益確保のためには当基金自らのスチュワードシップ活動の質的向上が重要であるとの認識のもと、運用機関等との定期的な情報交換等を通じ、自らのスチュワードシップ責任を果たすための知見や実力を向上させていきます。

当基金は、「スチュワードシップ責任を果たすための委託先運用機関に求める取組方針」を策定し、委託先運用機関に本コードに則したスチュワードシップ活動を求めていきます。

当基金は、委託先運用機関との双方向での議論や運用機関の自己評価を活用しながら、委託先運用機関のスチュワードシップ活動のモニタリングを行い、委託先運用機関の評価に反映してまいります。なお運用機関に対するモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との間の対話の「質」に重点を置いて実施いたします。

|     |  |
|-----|--|
| 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。 |
|-----|--|

当基金は、委託先運用機関がパナソニックグループへの議決権を行使する場合などにおいて、委託先運用機関の判断を尊重することにより、当基金において想定される利益相反の発生を回避します。

当基金は、委託先運用機関に対し、スチュワードシップ活動を行なうに当たって発生が避けられない場合がある利益相反を適切に管理するために、明確な方針を策定し、これを公表することを求めます。なお、方針には、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼすなどの利益相反が生じる局面を具体的に特定し、また特定したそれぞれの局面に対し、利益相反を回避しその影響を実効的に排除するための具体的な措置を定めることを求めます。

当基金は、委託先運用機関に対し、受給者等の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、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などのガバナンス体制を整備することを求めます。また、委託先運用機関の経営陣に対し、自らが運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進することを求めます。

|     |   |
|-----|---|
| 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。 |
|-----|---|

当基金は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、そ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ることが重要であると考えています。

当基金は、委託先運用機関に対し、スチュワードシップ責任を果たすために投資先企業の状況を継続的に的確に把握することを求めるとともに、その内容等について定期的に報告することを求めます。

当基金は、投資先企業の状況の的確な把握に関連し、投資先企業の財務面の事項のみならず、ガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応などの非財務面の事項の把握も重要と考えており、運用機関に対しては、これらの事項の把握を求めます。また、当基金は、委託先運用機関に対し、自らのスチュワードシップ責任に照らし投資先企業の把握すべき内容を自ら定め、スチュワードシップ活動に係る活動を自ら判断して行なうことを求めます。

|      |   |
|------|---|
| 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。 |
|------|---|

当基金は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図ることが重要であると考えています。また、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めることが重要であると考えています。

当基金は、パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、パッシブ運用においては、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ことが重要であると考えています。

当基金は、委託先運用機関に対し、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについてあらかじめ明確な方針を策定することを求め、その内容や取組事項について定期的に報告することを求めます。

当基金は、委託先機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たり、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得ると考えています。

当基金は、委託先運用機関が投資先企業と対話を行うにおいて、未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に対処すべきと考えています。

|      |  |
|------|--|
| 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。 |
|------|--|

当基金は、すべての保有株式について議決権を行使することが重要であると考えており、また議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断することが重要であると考えています。

当基金は、委託先運用機関に対し、上記の考え方を踏まえ、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表することを求めます。なお当該方針は、できる限り明確なものとするべきであるが、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ることを求めます。

当基金は、委託先運用機関に対し、議決権行使結果を整理・集計して公表することを求めます。また、委託先運用機関に対し、議決権行使結果の公表にあたっては、議決権行使結果の可視性をさらに高める観点から、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権行使結果を公表することを求めます。なお、委託先運用機関が個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果の公表を行わない場合には、その理由の説明を求めます。

当基金は、運用機関が議決権行使助言会社のサービスを活用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、運用機関が自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきであると考えています。また、運用機関が議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合

わせ、議決権行使助言会社のサービスの利用の旨、およびどのように活用したのかについての公表ならびに当基金への報告を求めます。

|      |   |
|------|---|
| 原則 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。 |
|------|---|

当基金は、アセットオーナーとして、スチュワードシップ責任を果たすための方針および当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも年に1度、基金ホームページなどを通じて受給者等に報告を行います。また、報告の具体的様式や内容については、受給者等の利便性やコストなどを考慮し、効果的かつ効率的な報告になるよう工夫いたします。

当基金は、スチュワードシップ責任を果たす上で重要なスチュワードシップ活動に関する書類等を必要な範囲において記録に残します。

|      |   |
|------|---|
| 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。 |
|------|---|

投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、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ていることが重要であるとの考えのもと、当基金は、以下の取り組みを行います。

- ・スチュワードシップ活動の実行においては組織構築・人材育成が重要であることを認識しており、これらに関する課題の取り組みを推進すること。
- ・運用機関との定期的な情報交換・議論や必要に応じて他のアセットオーナーとの意見交換を行うことにより、自らのスチュワードシップ責任を果たすための知見や実力の向上に取り組むこと。
- ・自らのスチュワードシップ責任を実効的に果たすため、スチュワードシップに責任を果たすための明確な方針を策定し、運用機関との双方向の議論を通じて、運用機関のスチュワードシップ活動に対する評価・モニタリングを実施できる運営体制を整備すること。
- ・当基金のスチュワードシップ活動全般について、「代議員会」並びに「資産運用委員会」で審議・報告を行うことなどを通し、自らのスチュワードシップ活動の取り組み改善に努めること。また、上記の考え方のもと、当基金は委託先運用機関に対し、以下の取り組みを求めます。
- ・投資先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に必要な体制を整備し、その実力を向上させる施策等の実施を行うこと。
- ・自らのガバナンス体制・利益相反管理・スチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表するとともに当基金への報告を実施すること。

以上

## ＜資料 2＞エーザイ企業年金基金（2018年2月、全文）

### 「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》の受入れ

当基金は、「資産保有者としての機関投資家」（以下「アセットオーナー」という）として、「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明します。

当基金は、資金の運用を委託する運用機関（以下「運用受託機関」という）に対して、投資先企業との「目的を持った対話（エンゲージメント）」を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的な成長を促すことによって、当基金の中長期的な投資リターンを拡大を図ることを求めます。

#### 原則への対応

（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。

当基金は、運用受託機関に対して「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを求めます。また運用受託機関のスチュワードシップ活動に関して、実効的な活動を通して投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促すことを求めるとともに、当基金が求める事項や原則に整合的であるかモニタリングを行います。

（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。

当基金は、運用受託機関に対して、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の明確な方針の策定と公表を求めます。

(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。

当基金は、運用受託機関に対して、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ることを求めます。

(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。

当基金は、運用受託機関に対して、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ます。

(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。

当基金は、「アセットオーナー」として、運用受託機関の保有株式について、議決権の行使と行使結果の公表に関する明確な方針の策定を求めます。また、その方針は、投資先企業の持続的成長に資するものとなるように工夫することを求めます。

(原則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。

当基金は、運用受託機関を通じてスチュワードシップ責任を果たす立場にあることから、その実施状況に関する定期的な報告を各運用受託機関に求めます。また、その結果を、少なくとも年に一度、最終受益者となる当基金の加入者および受給権者へ報告いたします。

(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。

当基金は、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、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対話とスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行える実力や体制を備えることを求めます。

また、当基金は運用受託機関のスチュワードシップ活動を評価する実力を備えるよう努めます。  
以上

### ＜資料3＞金融庁のコーポレートガバナンス・コードの改定案ほか (2018年3月13日公表、(抜粋))

(1) コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について(案)【2018年3月13日「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(第15回)資料】

#### 5. アセットオーナー

コーポレートガバナンス改革を深化させ、インベストメント・チェーンの機能発揮を促していくためには、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行っているアセットオーナーの役割が極めて重要である。

アセットオーナーのうち、公的年金においては、昨年5月のスチュワードシップ・コード改訂を受け、運用機関に対して実効的なスチュワードシップ活動を求めるなどの動きが見られているが、企業年金については、必ずしも十分に取組みが進んでいない状況にある。企業年金におけるスチュワードシップ活動への関心は総じて低く、実際にこうした活動を行っている企業年金も少ないとの指摘があり、スチュワードシップ・コードを受け入れている企業年金は9基金にとどまっている。また、企業年金においては、スチュワードシップ活動を含めた運用に携わる人材が質的・量的に不足しているのではないかと指摘もなされている。

こうした課題については、一義的には企業年金自体において対処されるべきものであるが、母体

企業においても、企業年金の運用が従業員の資産形成や自らの財政状態に影響を与えることを十分認識し、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を実効的に発揮できるよう、自ら主体的に人事面や運営面における取組みを行うことが求められる。こうした取組みが進むことにより、企業年金における運用の専門性が高まるとともに、スチュワードシップ・コードの受入れが広がり、実効的なスチュワードシップ活動が進められていくことを期待したい。

**(2) コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～ (改訂案)【①の別紙1】**

**【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】**

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

**(3) 投資家と企業の対話ガイドライン (案)【①の別紙2】**

**5. アセットオーナー**

5-1. 自社の企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業として、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置（外部の専門家の採用も含む）などの人事面や運営面における取組みを行っているか(4)。また、そうした取組みの内容が分かりやすく開示・説明されているか。

(4) 対話に当たっては、こうした取組みにより母体企業と企業年金の受益者との間に生じ得る利益相反が適切に管理されているかについても、留意が必要である。