

導入3年目のスチュワードシップ・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

久保俊一¹

平成28年7月21日

目次

- 1 はじめに 日本版スチュワードシップ・コードの導入経緯と内容
- 2 資産運用者、公的年金など受け入れ進む——企業年金は慎重
- 3 コードを受け入れた企業年金は7基金、その具体的な内容
- 4 総論賛成でも、企業年金には高いハードル
- 5 コード受け入れで基金が直面する課題
- 6 基金の形態別の特徴と受け入れの可能性
- 7 規模の小さい企業年金がコードを受け入れる意義
——インベストメントチェーンの底辺拡大
- 8 総括——母体企業の理解と協力が不可欠
- 9 提言——企業年金向けの簡易バージョンも一案

1 はじめに 日本版スチュワードシップ・コードの導入経緯と内容

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」は2014年2月に公表されてから2年5か月が経過した。すでに、210の内外の機関投資家が受け入れを表明し、国内の資産運用の世界で順調に広がっている。しかし、企業年金の受け入れは現状、極めて限定的である。企業年金にとって何が壁になっているのかを検証し、今後の方策を考える。

日本経済は1990年のバブル崩壊後、長期の低迷に陥り、90年代後半からはデフレを経験、日経平均株価は現在でも1989年12月のピークに比べ4割の水準にとどまっている。これだけの長期にわたる株価低迷は先進国では極めて珍しい。安倍政権はデフレ脱却を掲げているが、道半ばである。

背景には日本企業の低い収益力があり、その底上げが不可欠との判断から、政府は2013年6月、「日本再興戦略」において「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」について検討することを決めた。同年8月には金融庁に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有

¹ 年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。本稿は私見にもとづくものであり、所属機関を代表するものではない。

略歴：1974年に日本経済新聞社に入社、記者、デスク等を経て2002年に日本経済新聞企業年金基金（当時日本経済新聞厚生年金基金）事務局長に。2007年に常務理事兼運用執行理事、2015年に理事長に就任後、今年3月に退任。同年4月21日より現職。

識者検討会」を設置し、翌年2月に『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～」を公表した。

同コードはその目的の中でスチュワードシップ責任とは、『機関投資家が、投資先の日本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・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任』と明記している。具体的には7つの原則(表1)を示し、受け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。

日本版スチュワードシップ・コードの7原則 (表1)

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。

一方、金融庁と東京証券取引所は2015年6月、「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～」を公表した。株式を上場する企業に対し、取締役会等の責務、株主との対話などを柱とするコーポレートガバナンス・コードの基本原則(表2)について同意(Comply)するか、あるいは説明(Explain)するかを求めた。機関投資家向けのスチュワードシップ・コード、企業向けのコーポレートガバナンス・コードは、低迷してきた日本企業のROE(自己資本利益率)改善に向けた車の両輪と位置付けられている²。

² 2014年8月に公表された「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(伊藤レポート)ではグローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均は年7%超とし、グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきであるとした。

コーポレートガバナンス・コードの基本原則（表2）

<p>【株主の権利・平等性の確保】</p> <p>1. 上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。</p> <p>また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。</p> <p>少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。</p>
<p>【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】</p> <p>2. 上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。</p> <p>取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。</p>
<p>【適切な情報開示と透明性の確保】</p> <p>3. 上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。</p> <p>その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。</p>
<p>【取締役会等の責務】</p> <p>4. 上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、</p> <p>(1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと</p> <p>(2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと</p> <p>(3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うことをはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。</p> <p>こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。</p>
<p>【株主との対話】</p> <p>5. 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。</p> <p>経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。</p>

2 資産運用者、公的年金など受け入れ進む——企業年金は慎重

スチュワードシップ・コードが対象とする機関投資家には信託銀行、投資信託、投資顧問などの資産運用者に加え、生命保険、損害保険、年金基金などの資産保有者（アセットオーナー）が含まれており、2016年7月8日現在、210の内外機関投資家（表3）が受け入れを表明している。資産運用者は業務との関係もあって積極的に受け入れを表明している。一方、資産保有者は生保、損保、公的年金が先行し、企業年金は慎重だ。

『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～の受け入れ表明した機関投資家（表3）

（出所：金融庁ホームページ、2016年7月8日現在）

組織形態	表明した組織数
信託銀行等	7
投信・投資顧問会社等	148
年金基金等	26
（うち、企業年金基金）	（7）
生命保険・損害保険会社	22
その他（議決権行使助言会社他）	7
合計	210

受け入れ表明した企業年金（表4）

（出所：金融庁ホームページ、基金・母体企業のホームページなど）

企業年金基金名	受け入れ表明の時期
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
りそな銀行企業年金基金	2015年 5月
三井住友信託銀行企業年金基金	2016年 2月

3 コードを受け入れた企業年金は7基金、その具体的な内容

企業年金の受け入れ表明は7基金（すべて確定給付企業年金の基金型、表4）で、国内の企業年金（2016年4月1日現在、確定給付企業年金は基金型・規約型の合計で1万3723）の0.05%に過ぎない。基金型だけでみても1%強と少ない。このうち、6基金は金融系企業年金で、いずれもコード7原則への対応は似た内容になっている。年金資産の運

用委託先である資産運用会社に対し、コードが求める投資行動の実行を求める、といった表現が目立つ。各基金とも原則として資産運用をすべて外部委託し、自前で資産運用（自家運用）していないので、似た表現になった。

セコム企業年金基金は金融機関係の企業年金より一步踏み込んだ方針を開示している。すでに「国連責任投資原則（PRI）」に署名し、「ESG（環境・社会・ガバナンス）投資」に積極的に取り組んでおり、スチュワードシップ・コードの原則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、運用方針等を勧告するとともに、スチュワードシップ責任を遵守することを求めます」などと記載した。

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」としている。

さらに、原則2の中で「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」などと記載している。「運用受託機関が専ら当基金のために行う運用」は直投³、「その他の運用」は合同運用を指すとみられる。議決権行使は母体企業との利益相反が起りかねないテーマであるため、同基金では直投と合同運用について議決権行使の取り扱い方法を分けたようだ。

4 総論賛成でも、企業年金には高いハードル

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、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的なリターンの拡大を図ることを目的とするスチュワードシップ・コードについて全面的に反対する企業年金関係者はほとんどいないと思われる。「リソースが限られていても、受託者責任を負う企業年金が与えられた環境の中でパフォーマンス向上に最善を尽くすのは当然のこと」（岩間陽一郎日本投資顧問業協会会長）にもかかわらず、現時点で受け入れ表明が7基金に限られているのはなぜなのか。

2014年のスチュワードシップ・コード公表に先立って、金融庁は2013年8月に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」を立ち上げた。国内の金融関係者中心にメンバー14人と、行政側中心に幹事4人で構成され、翌年2月まで6回の会議を開

³ 企業年金連合会の用語集：「年金信託契約は、当該事業主等のみの資産によって直接に有価証券等の購入・売却が行われる直接（「直投」ともいう）投資と、複数の事業主等の資産を合同で運用する合同運用の2通りがある」

なお、今回の取材の中で、直投の議決権行使について個別に指図をうけることに慎重な意見を述べる運用受託機関もあった。

いた。企業年金に関しては2013年10月の第3回会合で濱口大輔メンバー（企業年金連合会運用執行理事兼アドバイザー）から資料を交えての説明がなされた。以下はその発言の抜粋である。

「企業年金は、小規模なものも含めて、約1万5,000基金（当時）ございます。大半の企業年金の運用担当者は、実は1名しかおりません。そうした環境の中で、費用対効果ははっきりせず、いわゆるフリーライダー問題もある本件にアセットオーナーとして直接取り組むことは、直接的な効果が期待できるほかの運用業務と比べて、やはり受託者責任の観点からも優先度は低いと考えております」

「企業年金は母体企業と一体となって、年金財政健全化に取り組んでいく必要がございますので、その点では本件への取り組みに際しては、どうしても利益相反の発生が出てきます。結果として、その活動は効率が悪くなるということです。欧米でも私的企業年金の本件への取り組みは概して消極的で、一方で公的年金が積極的であるというふうに理解しています」

濱口メンバーの発言を要約すると、①企業年金は人材が人数的に十分ではない②費用対効果ははっきりしないスチュワードシップ・コード受け入れの優先度は低い③母体企業との利益相反の問題がある④欧米でも企業年金は取り組みに消極的——など。様々な制約があるため、企業年金にとってスチュワードシップ・コード受け入れはハードルが高いテーマである、という趣旨であり、今日の進まない受け入れ状況を的確に予想していたといえる。

5 コード受け入れで基金が直面する課題

5-1 基金事務局における人員不足

濱口メンバーが「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」で指摘したように、資産運用、数理計算など主要業務をアウトソースするビジネスモデルを基本とする企業年金は極めて限られた人員で日常の作業をこなしている。通常、運用執行理事が資産や資産運用会社を管理しているが、中堅、あるいは小規模の企業年金では常務理事が運用執行理事を兼務するのが一般的だ。兼務の常務理事は年金資産の運用管理のほか、規約の変更、年金の裁定、給付、掛金、予算・決算など広範囲なエリアをカバーしている。スチュワードシップ・コードを受け入れて、企業と資産運用会社の対話の中身、その効果、議決権行使の詳細とその判断理由などを毎期的確に把握することは大きな追加的作業になる。真面目な常務理事、あるいは運用執行理事ほど負担感は大きい。さらに、長期的な取り組みであるため、その努力にもかかわらず、運用成績への効果の測定は難しい。

<コード賛成派の意見>企業年金は一般に、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。その中には投資先企業との対話、議決権

行使の状況なども含まれている。スチュワードシップ・コードが資産保有者に求める作業の多くはすでに四半期報告会などで実施しており、追加的な負担は限られるとの見方もできる。

5-2 議決権行使などで発生する利益相反

最大の課題は母体企業との利益相反といえる。企業年金の役員は公的年金と同様に、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。株主総会では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ない。確定給付企業年金法では以下のように規定している。

(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ない⁴。

しかしながら、母体企業の株式を保有している場合、企業年金はその役員人事議案などに反対票を株主総会で投じることを資産運用会社に許容できるかどうか。法令上とは別に、年金プランのスポンサーであり、運用環境の悪化で財政上の不足金が発生したときに、その穴を埋めてくれる母体企業に対しても、基金は大きな責任を負う立場にある。常務理事や運用執行理事は通常、母体企業から推薦されて理事(選定理事)⁵に就く。そういう制度の中では、母体企業が提案する案件に、資産運用会社を通じた間接的な議決権行使とはいえ、反対票は出しにくい。この問題は現状でも存在しているが、スチュワードシップ・コードを受け入れることによってクローズアップされるのは間違いない。この点は公的年金と大きく違う。

<コード賛成派の意見>運用資産1,000億円、うち120億円を日本株に投資する中規模企業年金の例(配分割合12%、すべて東証1部のパッシブ運用と仮定)。1銘柄当たりの単純平均投資額は610万円(120億円÷1967銘柄)であり、議決権の割合は0.0025%である。現実には議決権行使の影響は極めて小さいとも言える。

5-3 母体企業の伸び悩む収益率も暗雲

政府はスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードを企業統治改革の柱としており、「スチュワードシップ・コード受け入れ→コーポレートガバナンス・コード

⁴ 第70条第2項では、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。

⁵ 基金型の確定給付企業年金では代議員の半数は母体企業が指名し(選定代議員)、他の半数は加入者が選挙する(互選代議員)。選定・互選代議員から選定・互選理事が選ばれる。

支持→伊藤レポート（ROE 8%以上を求める）支持」というイメージが強い。

日本企業のROEはアベノミクス効果で上昇してきたが、最近ではむしろ低下傾向にある。2015年度の東証上場企業のROEは7.8%と2年連続で下がった。伊藤レポートの求める8%を下回った。今年度は、英国の国民投票で欧州離脱派が勝利、その後の円高もあって景気の先行きに不安心理が広がっており、ROE 8%達成は目先、厳しさを増している。

米国の議決権行使助言大手のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ（ISS）は今年6月、日本の3月期決算企業の定時株主総会前に約400社の取締役選任議案に反対を推奨した。取締役選任の議案の反対・賛成の基準の一つに「5年平均のROEが5%未満で、改善傾向がない企業」という項目がISSにはある。取締役選任議案が提出されている1880社のうち、約400社がこの基準を満たさず、反対を推奨した、と日本経済新聞は伝えている⁶。母体企業を取り巻く経済環境が見通しにくい中、企業年金がスチュワードシップ・コードの受け入れを表明するにはタイミングが悪いとの指摘も聞かれる。

本来なら、企業のROEに下方の圧力がかかっている時こそ、資産保有者と資産運用者が一体となった取り組みが求められるが、現実には前に進みにくい経済環境と言えらるだろう。

＜コード賛成派の意見＞スチュワードシップ・コードで目指しているものは長い目で見た企業価値の拡大であり、短期的なROEの向上ではない。景気循環的な収益の変動に囚われる必要はない。

5-4 ファンド選択の自由を拘束する恐れ

スチュワードシップ・コードは中長期の企業価値の拡大を目指し、企業との建設的な対話を重視するとしている。運用期間の長い資金を預かっている企業年金としては本来、受け入れやすい投資哲学だが、その一方で、企業年金の多くは毎年の短期的な運用成績の振れを抑制するため、短期パフォーマンスを重視するヘッジファンドなどを幅広く採用している。長期投資と企業との対話を目指すスチュワードシップ・コードを受け入れると、短期志向のファンド、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との懸念もある。

＜コード賛成派の意見＞スチュワードシップ・コードは強制的な法規ではない。いわゆるソフトローである。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を説明すれば、ファンド選択を制限されない⁷。

三井住友銀行企業年金基金は受け入れ表明の「基本的な立場」の中で『当基金は「資産保

⁶ 2016年6月2日付日本経済新聞朝刊。

⁷ スチュワードシップ・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・エクスプレイン」』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している』と明記。

有者としての機関投資家」の立場として、主に「資産運用者としての機関投資家」の行動を通じて、スチュワードシップ責任を果たすこととなるため、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しています』と記載している。（アンダーラインは筆者）

5-5 日本の企業文化に馴染まない

日本のスチュワードシップ・コードは英国のスチュワードシップ・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スチュワードシップ・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。

<コード賛成派の意見>『今から50年近く前に経営の神様と言われた松下幸之助さんが言っていたことです。PHPの本に書かれています。「少数株しか持っていない株主であっても、会社の主人公たる株主としての権威、見識を持って、会社の番頭である経営者を叱咤激励する、こういうことが大いに望ましい」。言ってみればスチュワードシップ・コードに関連するようなことを50年前に松下さんはおっしゃっている』（日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会のメンバー、東京海上アセットマネジメントの大場昭義社長（当時）の発言）

6 基金の形態別の特徴と受け入れの可能性

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。この中で、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、スチュワードシップ・コードを受け入れやすいと考えられる。しかし、現在は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。

確定給付企業年金は現在、約1万3,700あるが、そのうち1万3,000強が規約型に属する。規約型は年金制度の事業主が直接、企業年金を運営する形態であり、企業と企業年金は一体である（資料1）。年金実務を担当するのは人事部の社員、年金資産の運用を担当するのは財務部の社員があたるケースが多いが、その両方の責任者は社長である。母体企業の経営陣が決め、株主総会に提案した役員人事案などに、同じ社長を責任者とする規約型の企業年金が反対票を投じることは考えにくい。

三菱UFJ信託銀行の作成した「日本版スチュワードシップ・コードについて」と題した説明書では「規約型企業年金基金では、責任者が財務と年金とで同一のため、課題が多い」と指摘している。もちろん、規約型の企業年金のスチュワードシップ・コード受け入れを排除するわけではないが、母体企業が上場している限り、規約型のコード受け入れの可能性は低いと考えられる。この点については関係者の間でほぼコンセンサスになっている。

なお、2016年6月現在の上場企業は3971社（延べ社数、東洋経済新報社「会社四季報」調べ）。1万3000を超える企業年金のうち、母体企業が上場しているのは約3割、残りの7割は母体企業が未上場と考えられる。基金型は母体に上場企業が多く、規約型は母体に未上場企業が多い。母体企業が未上場の場合、株式投資の対象銘柄にならないので議決権行使などの利益相反は起こりにくく、スチュワードシップ・コードを受け入れやすい面があるものの、規約型は資産規模が比較的小さく、その組織体制などから考えると、同コードへの関心は高くないと推測される。

一方、基金型の場合、母体企業とは別法人であり、基金の独立性が高い（資料2）。その独立性が故に、スチュワードシップ・コードの受け入れ余地はある。企業年金連合会の実態調査（表5）によると、回答のあった基金型の企業年金511基金のうち、28.4%が「関心がある」と回答した。残りの71.6%は「特に関心はない」だった。

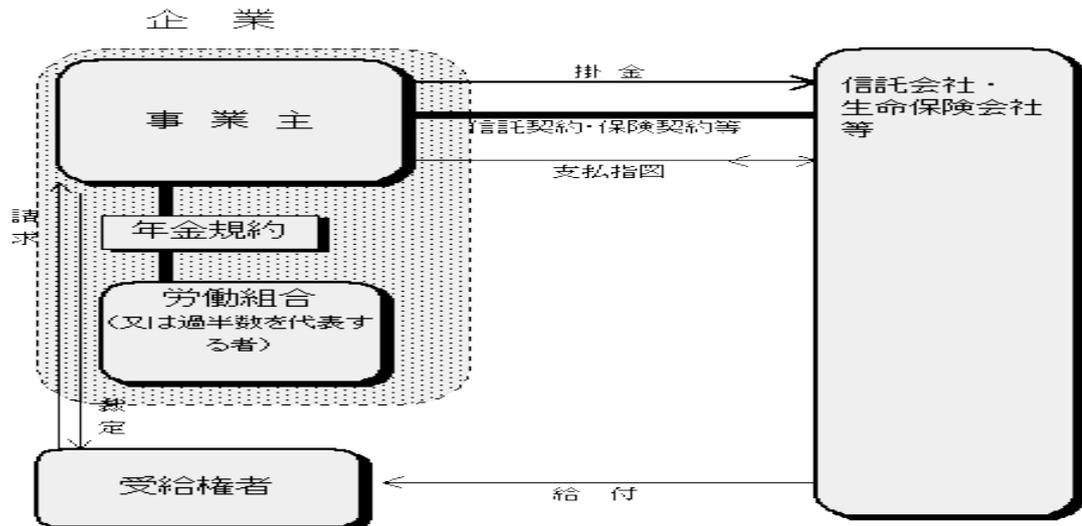
スチュワードシップ活動について（表5）

（企業年金連合会2014年度資産運用実態調査から。

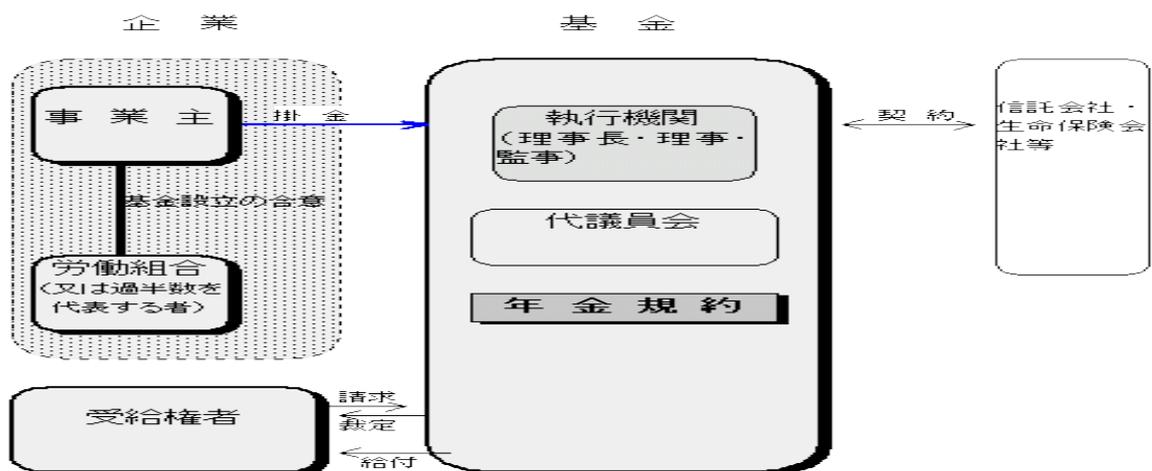
調査対象は基金型の企業年金560基金、回答511基金）

質問内容	回答 基金数	割合
関心がある	145	28.4%
特に関心はない	366	71.6%

(資料1)「規約型企业年金」: 事業主と従業員が合意した年金規約に基づき、事業主が主体となり実施する企業年金制度。企業は必ず、信託会社や生命保険会社等と資産管理運用契約を締結し、母体企業の外で年金資産を管理・運用し、年金給付を行う。2011年度で制度が廃止になった税制適格退職年金から移行した企業が多い。適年の約2割が移行した。



(資料2)「基金型企业年金」: 母体企業とは別の法人格をもった基金を設立し、厚生労働省から認可を受ける。年金資産を管理・運用し、給付を行う。規約型と比較すると、母体企業からの独立性が強い。多くは厚生年金基金から代行返上後に移行した。母体企業は比較的、大企業が多い。



<スキーム図はいずれも厚生労働省ホームページから>

7 規模の小さい企業年金がコードを受け入れる意義

——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、厚生年金基金は除く）は5兆7千900億2億円だった。信託銀行、生保、JA共済連の受託したものであり、一年前の残高に比べ1%減少した。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）であり、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、スチュワードシップ・コード受け入れ余地が大きいとされる基金型だけだと、その保有額は数兆円にとどまる。

企業年金は2000年ごろ、保有資産の30%程度を日本株に振り向けていた。その後、比率は下がったが、それでも2007年3月末で日本株比率は24.7%と高く、保有額は1兆2千億円程度（確定給付企業年金と適格退職年金⁸の合計、保有額は一部推計）だった。

リーマンショック後、日本株の減少が加速した。最近では株式については内外株一体で運用するとして、ベンチマークにMSCIワールドのみを採用、株式の9割以上を外国株で運用するケースも珍しくなくなっている。日本の企業年金がスチュワードシップ・コードに興味を感じない理由の一つに国内株の保有比率低下を挙げる関係者は多い。日本株の不振が今後も続くなら外国株で運用すればいい、と割り切った考え方もある。

これに対し2014年秋に株式比率を大幅に引き上げた年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の日本株保有額は2015年末で約3兆2千億円。2007年3月末に比べ1.7倍近くに拡大し、株式市場ではその巨大さから“池の中の鯨”とも呼ばれている。共済年金も含めた公的年金全体の保有額はさらに大きく、公的年金の国内株式市場での存在感は高まり、逆に企業年金の存在感は低下している。

スチュワードシップ・コードに詳しい松原稔・りそな銀行信託財産運用部グループリーダーは「日本株の保有額でみると公的年金が圧倒的に大きい。しかし、公的年金は基金数が少なく、契約する資産運用会社数も限られる。企業年金は保有する日本株は相対的に少なく、さらにその額が減少傾向であっても、基金数が多い分、契約する資産運用会社数は多い。より多くの企業年金が資産運用会社に対する業績評価⁹にスチュワードシップ・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み、チェーンの底辺が広がる。その意味で、企業年金の役割は小さくない」と話す。

⁸ 適格退職年金は2012年3月末で制度が終了。その一部は確定給付企業年金の規約型に移行した。

⁹ スチュワードシップ・コードの「本コードの目的」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。

8 総括——母体企業の理解と協力が不可欠

8-1 年金資産は母体企業のものとの考えが強まる

代行部分を抱える厚生年金基金の時代は「企業年金は母体企業から独立した組織」との認識が年金関係者の間で一般的だった。年金資産の一部、または大半が代行部分であったし、常務理事など役員の地位は「みなし公務員」であり、公的年金の色合いが濃い組織だったからだ。ところが、2002年度に代行返上が可能となると、大企業を母体とする単独・連合型中心に厚生年金基金は相次いで代行返上に踏み切り、公的年金部分を持たない企業年金に衣替えした。

それに先立つ2000年4月には企業に退職給付会計が導入された。この会計制度では、退職給付債務や退職給付費用を計算する際に、年金資産を企業の資産とみなす。それ以前は、年金資産は当然、加入者、受給者のものであるとの考えが主流だったが、代行返上、退職給付会計の導入を機に、「企業のものである」との見方が台頭し始めた。ITバブルの崩壊などで相場が激しく変動する中、年金資産の企業業績への影響は退職給付会計を通して格段に高まり、経営者の企業年金に対する意識も大きく変わった。1990年代後半に予定利率などの規制が緩和されたことも重なり、企業主導の年金制度の見直しなどが広がった。

こうした一連の動きを受けて、企業年金は母体企業の金融子会社との認識が強まっていった。双方の関係がより密接になるとともに、利益相反などの新たな課題も生まれている。議決権行使を巡る利益相反はその一例だ。

8-2 全体最適か、部分最適かの選択

スチュワードシップ・コードは、マクロ経済や株式市場全体の好循環を促し、インベストメントチェーンの「全体最適」を実現したいとの考えが底流にある。公的年金の資産運用でも「全体最適」か、あるいは「部分最適」「個別最適」か、といった議論は昔からあるが、少なくとも企業年金を含めた私的年金では従来から、とりわけ代行返上後は自己の利益を追求する「部分最適」「個別最適」を優先してきた。その企業年金に対し、スチュワードシップ・コードは全体最適への配慮を求めているといえる。

資産運用を外部に委託し、投資先企業の選択、その企業との対話などもすべて任せている企業年金は現状、四半期報告会などの機会を利用して資産運用会社と対話し、資産運用に関する疑問や要望をぶつけることで、資産運用会社の更なる行動を促し、間接的ながら株式市場の効率化や上場企業の価値増大に貢献している。スチュワードシップ・コードに込められた狙いはすでに多くの企業年金で実行に移しているといえる。従って、コードを受け入れた場合、事務的な関連作業は増えるだろうが、企業年金の投資活動に目に見えた形での変化は出てこないと思われる。当然ながら、企業年金にとってコード受け入れの短期的な効果もな

い。

ただ、株式市場のアセットオーナーの一角としてスチュワードシップ・コード受け入れを表明することは、資産運用会社に対し、さらに上場企業に対し企業年金の資産運用に対する姿勢を改めて示すことになり、結果としてインベストメントチェーンの拡大・充実に貢献する効果はあると思われる。インベストメントチェーンの広がりには長期的には企業年金に恩恵をもたらすだろう。

今後、企業年金が全体最適に傾斜するなら、受託者責任の関係で加入者などへの説明責任が求められる。それと同時に、利益相反の問題もあるだけに、母体企業の理解と協力を得ることも欠かせない。すでにコード受け入れを表明している7企業年金と母体企業の間をみると、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードに関する問題意識が共有されている。

9 提言——企業年金向けの簡易バージョンも一案

9-1 3年毎の見直し作業始まる

「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が2014年2月にコードを公表した際に、「おおむね3年毎を目途として、本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する。こうした見直しが定期的に行われることにより、機関投資家やその顧客・受益者において、スチュワードシップ責任に対する認識が一層深まり、本コードが我が国において更に広く定着していく効果が期待できるものと考え」とした。これを受けて金融庁は2015年9月、「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」を立ち上げた。両コードの普及・定着をフォローアップするとともに、必要な施策を議論、提言するのが狙いであり、資産運用会社のガバナンスや議決権行使、その内容の開示、企業年金のコード受け入れ促進策などの議論が始まっている。¹⁰

9-2 委託運用のみの資産保有者への配慮も必要

機関投資家については現状、資産運用者と資産保有者に大別し、資産保有者は生保、損保、

¹⁰ 上田亮子メンバー（日本投資環境研究所主任研究員）の今年2月の会議での発言。「今後は公的年金よりも私的年金による受入れが期待されるのかなと思います。（中略）年金が受入れしやすくなるような環境づくりとか、あるいは啓蒙活動が必要になるのかなと思います。また、スチュワードシップ・コードの有識者会議のときにはあまり企業年金を想定した議論というのは少なかったような記憶がございますので、例えば企業年金にはあまり関係ない内容などがあればそういったところのご示唆や、そのあたりのサポート体制というものがあれば、今後、受入れる年金基金も増えていくのかなと思います」

年金などで構成されているが、企業年金の実態を踏まえると、資産保有者をさらに①自家運用する、あるいは自家運用できる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、に分類する必要があると思われる（表6）。担当者の優れた資質と努力で高い管理能力を発揮できる企業年金もある。しかし、全体としては、リソースに恵まれたGPIFや企業年金連合会と、リソースが極めて限られる企業年金では“巨鯨”と“小魚”であり、分けて議論すべきだろう。

機関投資家の分類の細分化（表6）

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

筆者（当時、企業年金基金の常務理事兼運用執行理事）が2014年にスチュワードシップ・コードの7原則を初めて目にしたとき、その書きぶりなどから「コードは企業年金を想定していないのでは」との印象を持った。コードの原則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」、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（後略）」などは投資顧問などの資産運用者や自家運用する資産保有者には当然の項目だが、運用を外部委託し、株式を発行する企業に直接出向くことはほとんどない企業年金にとっては素直に受け入れにくい原則である。また、受け入れ方針などは当初、「自らのウェブサイトで公表すること」とされていたが、今も独自のホームページ所有していない企業年金が少なくない（現在はコード受け入れ表明は金融庁のホームページでも可能になっている）。

「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」では、参加する機関投資家層の拡大がテーマの一つになっている。躊躇する企業年金に受け入れを促すには、7原則とは別に、資産運用をすべて外部委託する資産保有者＝企業年金の特徴を念頭に、コードの趣旨への賛同を表明するだけの簡易バージョンを設定するのも一案ではないか。コードへの抵抗感はかなり薄れるだろう。それでもなお、母体企業との利益相反や受託者責任の課題を抱える企業年金は受け入れ表明をためらう可能性が大きいが、

ハードルの引き下げは少なくとも企業年金連合会の調査で「関心がある」と回答した基金型の企業年金（145基金）の背中を押す効果は期待できるのではないだろうか。

以上

*本稿に関する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