

# 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

2017年3月30日 久保俊一<sup>1</sup>

### <目次>

1. はじめに——統合報告書で企業を知る
  2. 投資家向けステュワードシップ・コードと  
企業向けコーポレートガバナンス・コード——両コードを繋ぐのは「対話」
    - 2-1. 責任ある機関投資家の諸原則であるステュワードシップ・コードの内容
    - 2-2. 上場企業向けコーポレートガバナンス・コードの内容
    - 2-3. 両コードは企業成長に向けた車の両輪  
——中長期の企業価値拡大を目指す
  3. 両コードへの対応
    - 3-1. ステュワードシップ・コードへの企業年金の対応  
——受け入れは7基金にとどまる
    - 3-2. コーポレートガバナンス・コードへの上場企業の対応  
——約99%がコードに同意
  4. ガバナンス報告書を補完する統合報告書——企業の対話への姿勢を確認
    - 4-1. 企業トップの思いなどを伝える統合報告書
    - 4-2. 急速に広がる統合報告書との中身——ガバナンスの記述が増える
  5. 統合報告書を独自に調査——株主との対話に前向きな企業を探る
    - 5-1. 株主との対話に前向きな統合報告書は14社、全体の20%強
    - 5-2. 上位企業の個別の特徴（掲載は五十音順）
    - 5-3. 高い評価企業の傘下基金は相対的に受け入れハードルが低いと推測
    - 5-4. GPIFが実施したガバナンス報告書と統合報告書の調査（参考1）
    - 5-5. ステュワードシップ検討会が実施したアンケート（参考2）  
——15%にあたる13企業年金が受け入れ検討と回答
  6. コード受け入れへの課題と展望
    - 6-1. 受け入れに至る主な意思決定ルート
    - 6-2. 総合型の確定給付企業年金の受け入れが実現する可能性も
  7. おわりに——ステュワードシップ・コードを巡る環境の大きな変化
- 別表 ①日本版ステュワードシップ・コードの7原則 ②コーポレートガバナンス・コードの基本原則 ③統合報告書の調査対象企業68社のリスト（掲載は五十音順）

<sup>1</sup> 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。

## 1. はじめに——統合報告書で企業を知る

上場企業の間で統合報告書（Integrated Report）の発行が急増、300社を超えている。従来のアニュアルレポートにESG（環境・社会・コーポレートガバナンス）など非財務情報を盛り込んだのが特徴だ。機関投資家の行動規範を定めた日本版スチュワードシップ・コードが重視する「株主との建設的な対話（エンゲージメント）」に対する企業の姿勢を知る手掛かりも提供する。

現状、企業年金のスチュワードシップ・コード受け入れは、議決権行使などに伴う母体企業との利益相反などを理由にほとんど進んでいない。母体企業は企業年金のコード受け入れの壁になっているのか。統合報告書などで得られる情報を通して、傘下にある企業年金のコード受け入れの可能性を探る。

## 2. 投資家向けスチュワードシップ・コードと企業向けコーポレートガバナンス・コード——両コードを繋ぐのは「対話」

最初に2014年2月に公表されたスチュワードシップ・コードと2015年6月に公表されたコーポレートガバナンス・コードの内容とその関係を確認する。

### 2-1. 責任ある機関投資家の諸原則であるスチュワードシップ・コードの内容

金融庁が公表したスチュワードシップ・コード<sup>2</sup>によると、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リターンの拡大を図る責任』と明記されている。7原則（別表15ページ）を示し、受け入れる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。

### 2-2. 上場企業向けコーポレートガバナンス・コードの内容

一方、「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～」は東京証券取引所が2015年6月公表した。同コードは合計73原則（別表15ページ）に及んでいる。株式を東証に上場する企業にROE（自己資本利益率）を引き上げるために、同コードについて同意（Comply）するか、あるいは説明（Explain）するかを求めた。

---

<sup>2</sup> 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。金融庁に「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。

## 2-3. 両コードは企業成長に向けた車の両輪

### ——中長期の企業価値拡大を目指す

機関投資家向けの日本版スチュワードシップ・コード、上場企業向けのコーポレートガバナンス・コードは、日本企業の収益力を改善するための車の両輪と位置付けられている。企業はコーポレートガバナンス・コードに沿って自社のガバナンスを磨き、長期的な企業価値の拡大を目指す。一方、スチュワードシップ・コードは資産運用会社やアセット・オーナーが同コード活動を通じて企業にガバナンスの改善を促す、という関係である。両コードに共通する目的は中長期的な企業価値の拡大であり、それを実現させるのが企業と投資家の間で行われる建設的な目的を持った対話である。この対話はエンゲージメントとされ、両者の会話にとどまらず、議決権行使、保有株の購入・売却なども含まれる。

対話についてコーポレートガバナンス・コードは「第5章 株主との対話」で規定している。一方、スチュワードシップ・コードでは「原則4 目的を持った対話」「原則5 議決権行使」「原則7 企業との対話などを行うための実力を備える」でエンゲージメントを求めている。さらに「原則2 管理すべき利益相反」なども対話に関連した項目といえ、スチュワードシップ・コードはその大半が対話に割かれ、対話を規定したコードともいえる。

#### <コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの関係>

ガバナンスコード		スチュワードシップ・コード
上場企業	建設的な対話 	資産運用会社
目標: 株主との対話でガバナンスを改善。稼ぐ力のアップ		アセット・オーナー
		目標: 運用利回りの向上

## 3. 両コードへの対応

### 3-1. スチュワードシップ・コードへの企業年金の対応

#### ——受け入れは7基金にとどまる

機関投資家の中には信託銀行、投資信託、投資顧問などの資産運用者に加え、アセット・オーナーである生命保険・損害保険会社、年金基金などが含まれる。2016年12月27日現在、214の内外機関投資家が受け入れを表明しているが、このうち、企業年金は金融機関を母体企業とする企業年金6基金と一般事業会社を母体企業とする企業年金1基金の合計7基金にとどまっている。

### 受け入れ表明した企業年金（2016年12月現在）

（出所：金融庁ホームページ、基金・母体企業のホームページ）

企業年金基金名	受入表明の時期
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

### 企業年金基金の受け入れが進まない理由<sup>3</sup>

企業年金のステュワードシップ・コード受け入れが進まないのは①企業年金基金事務局における人員不足<sup>4</sup>（ほとんどの企業年金基金で資産運用の担当者は1人か2人程度）②受け入れによる追加的作業の発生③議決権行使などで発生する母体企業との利益相反④日本株の保有比率が低下し、関心が低下傾向にある——などが主な理由になっている。

特に、企業年金が母体企業、あるいはそのグループ企業の株式を保有している場合、母体企業から選出された選定理事（確定給付企業年金法上、企業の経営者が選ぶ）である常務理事や運用執行理事がステュワードシップ責任に則り自由に議決権を行使できるか（企業年金は原則、資産運用会社に運用委託しており、資産運用会社に自由に議決権行使をさせるかどうかの問題）は大きな課題になっている。

資産を外部に委託運用をしている年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）などの公的年金はその多くがすでにステュワードシップ・コードを受け入れている。公的年金は母体企業が存在しないので、議決権行使における利益相反の問題は生じない。企業年金と公的年金でステュワードシップ・コードへの対応が違っている大きな理由である。

<sup>3</sup> 詳細は年金シニアプラン総合研究機構のHPに掲載している、2016年7月21日付「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」を参照。

<sup>4</sup> 企業年金連合会の「資産運用実態調査（2015年度決算）」によると、確定給付企業年金の「日常の資産運用に係る業務を担当する役職員の人数（兼務を含む）」は1名が41.9%、2名が40.1%、3名が13.2%、4名が2.7%、5名以上が2.0%だった。基金型だけでも2名以下の割合は84.4%に上った。

### 3-2. コーポレートガバナンス・コードへの上場企業の対応

#### ——約99%がコードに同意

東証は上場企業にコーポレートガバナンス・コードへの対応策を作成・開示することを求め、2016年末までに3,512社がガバナンス報告書を作成し、開示した。東証の集計によると、スチュワードシップ・コードと関連の深いコーポレートガバナンス・コード第5章「株主との対話」については同意状況が極めて高い。

・「基本原則5」（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）→実施との回答は99.8%

・「原則5-1 株主との建設的な対話に関する方針」（株主からの対話申込みには合理的な範囲で前向きに対応すべき）→実施との回答は98.5%（いずれも東証1,2部上場企業2,530社ベース）

以上の結果から判断する限り、上場企業はコーポレートガバナンス・コードで求められる対話に対し前向きである。母体企業が機関投資家との対話に前向きならば、企業年金側にいくつかの課題があるとしても「株主との建設的な対話」を柱とするスチュワードシップ・コードの受け入れがもっと進んでもおかしくない。従って、ガバナンス報告書の内容がどの程度、企業の本音に基づいているかを確認する必要がある、その際に役立つのが企業が自主的に発行している統合報告書の中身である。

### 4. ガバナンス報告書を補完する統合報告書——企業の対話への姿勢を確認

#### 4-1. 企業トップの思いなどを伝える統合報告書

上場企業のガバナンス報告書にはコーポレートガバナンス・コードが求める項目別に企業の対応方針が書き込まれている。例えば、株主との対話については「建設的な対話を実現するように目配りを行う経営陣、または取締役の指定」、「対話を補助する社内の有機的な連携のための方策」、「適切かつ効果的なフィードバックのための方策」——等々の項目が並び、大半の企業は全てに同意し、コーポレートガバナンス・コードに対する前向きな姿勢を示しているが、施策の内容、その表現が各社ともかなり似通っており、ガバナンスへの思いや、本気度はガバナンス報告書だけでは十分に読み取れない面がある。

これを補完する情報を提供してくれるとして注目を集めているのが統合報告書だ。一般に社長をはじめとした経営幹部のコメントなどが盛り込まれており、その発言内容などから企業の本音を知る手掛かりが得られる。

スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、国連責任投資原則（PRI）に署名しているGPIFは「コーポレート・ガバナンス報告書と統合報告書は、企業価値向上のための建設的な対話のための重要なツールであり、運用受託機関と投資先企業の双方向でのエンゲージメントに有益と考えている」と重視している。

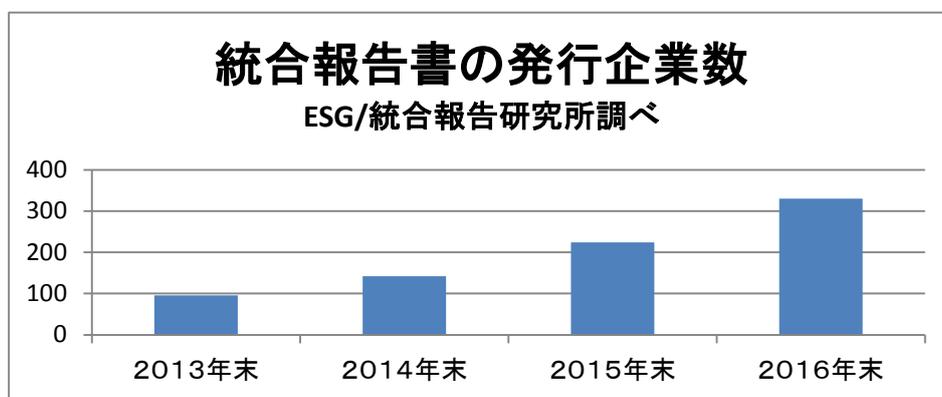
## 4-2. 急速に広がる統合報告書とその中身——ガバナンスの記述が増える

統合報告書の定義<sup>5</sup>は定まっていないが、一般に、会社案内、有価証券報告書、アニュアルレポート、CSR（企業の社会的責任）報告、ESG報告などのすべて、あるいはその一部を統合したものが統合報告書と考えられる。従来の有価証券報告書やアニュアルレポートは決算データなど財務情報を中心に展開されてきた。しかし、企業の長期的価値には財務的なデータでは表せない部分が次第に大きくなってきている。企業のブランド価値は最も重要な企業価値のひとつだが、有価証券報告書では十分にわからない。

企業の総合的な戦略、抱えるリスクなど財務情報では十分に見えない情報を積極的に開示することで、投資家の不安を抑え（投資家の要求するリスクプレミアムを下げ）、株価の水準を引き上げるという効果も期待できる。

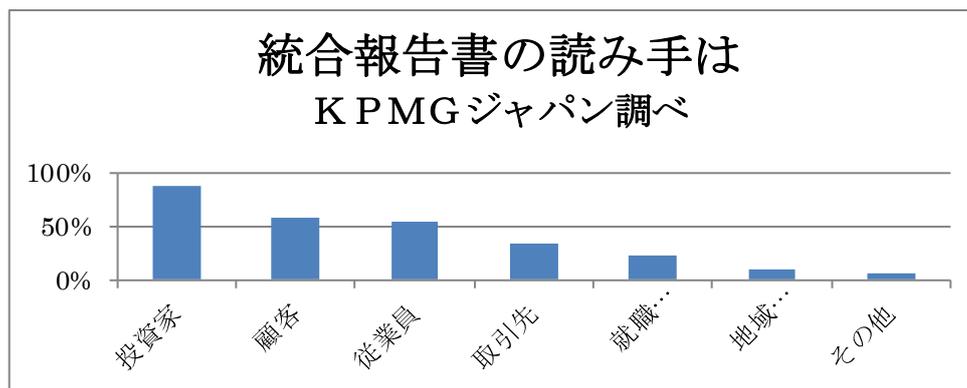
ESG／統合報告研究所の調べによると、国内の発行会社は2016年末で大企業中心に330社、前年比106社増えた。ESG投資への関心の高まりやコーポレートガバナンス・コード導入が追い風になっており、業種では電機、医薬品などが多い。統合報告書の作成者は想定する読者として大半が投資家をあげている。

最近の統合報告書の顕著な傾向はガバナンスについての記述が増えていること。KPMGジャパンの分析によると、2016年の統合報告書はガバナンスに関して平均6.0ページを割いており、前年の4.8ページ、前々年の4.0ページに比べ増えた。ガバナンスのセクションで「株主との対話」に言及する企業も増えており、経営トップの対話に対する姿勢を伺うことが出来る。



<sup>5</sup> 国際統合報告評議会（IIRC）の「国際統合報告フレームワーク」は統合報告書を「組織が短、中、長期にわたり価値創造を実現する戦略、ガバナンス、実績及び見通しを表わす簡潔なコミュニケーションである」と定義。

統合報告書の普及に取り組んでいるKPMGジャパンでは統合報告書を以下のように定義。「経営者が、組織の持つ強みを軸に、戦略や業績目標、方向性等を価値創造ストーリーとして伝え、ビジネスモデルを土台に、ステークホルダーとのよりよい関係構築やコミュニケーションの改善により、具体的な企業価値の実現と持続可能な社会への貢献を果たす取り組みの一つ」



## 5. 統合報告書を独自に調査——株主との対話に前向きな企業を探る

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調べ、さらに開示済みのガバナンス報告書なども参考にしながら、株主との対話への上場企業の取り組み状況や意欲を定性的に評価した。

本稿の調査の対象<sup>6</sup>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社である。統合報告書を発行し、株主との対話に積極的な内容であっても、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。

### 5-1. 株主との対話に前向きな統合報告書は14社、全体の20%強

「対話に大変前向き」と評価された統合報告書は6社、「対話に前向き」は8社だった<sup>7</sup>。合計14社は調査対象68社の20.6%にあたる。オムロンはコーポレートガバナンスに関して先進的企業といわれ、統合報告書発行の歴史も古く、ガバナンス責任に対する経営陣の強い信念が伝わってくる。大日本印刷は「成長を持続的に実現していくうえで重要なことは、コーポレートガバナンスの強化であり、ステークホルダーとの“対話”の充実であると認識」と指摘する。パナソニックはトップが「コーポレートガバナンスは企業価値

<sup>6</sup> 厚生労働省の調べによると、確定給付企業年金(DB)は、2016年12月現在、全国で13,620ある。今回の調査は、スチュワードシップ・コード受け入れの可能性が相対的に高いとみられる基金型のDBを持つ母体企業の統合報告書68社に絞った。具体的な調査対象企業は16ページに掲載。

<sup>7</sup> 統合報告書は発行企業の編集方針によって強調するポイントが違う。CSRを中心に展開する統合報告書の場合、ステークホルダーは投資家だけでなく、地域社会、顧客、取引先、従業員などと幅広い。最近では環境問題に加え、日本政府の打ち出した「働き方改革」を受けて従業員に関する記述も多くなっている。こうした編集方針によって統合報告書において株主との対話に言及する部分が目立たないケースも散見される。株主との対話についての言及が少ない、あるいはない場合は「対話に普通・その他」に分類したが、そうした企業がコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを軽視したり、株主との対話に後ろ向きとは必ずしも断言できないので、その点には留意する必要がある。

を高めていくための重要な基盤」、三井物産もトップが対話の重要性を語っている。

#### 株主との対話に前向きな企業

株主との対話への企業の姿勢	社数	比率
対話に大変前向き	6社	8.8%
対話に前向き	8社	11.8%
対話に普通・その他	54社	79.4%
合計	68社	100%

#### 5-2. 上位企業の個別の特徴（掲載は五十音順）

○オムロン コーポレートガバナンスに関するページは8ページ。うち、ステークホルダーとの対話は3ページ。対話に関する言及は3か所、うち1回はCEOの言葉。統合報告書は2012年以来5回発行、コーポレートガバナンス責任を果たすという経営陣の強い信念が読み取れる。

○大日本印刷 社長コメント「2015年版：成長を持続的に実現していくうえで重要なことは、コーポレートガバナンスの強化であり、ステークホルダーとの”対話”の充実であると認識していきます」「2016年版：ESGということが言われる以前から、環境と社会に積極的に関わり、ステークホルダーとの対話を進めることが重要だと考えて、事業活動を展開してきました」

「2015年版：日本版スチュワードシップ・コードについても理解を深め、株主・投資家の皆様との対話の充実に努めていきます」

DNPグループビジョン2015：行動指針・対話と協働「DNPグループの一人ひとり、それぞれの分野でプロフェッショナルとなり、社内外で積極的に対話を繰り返し、協働していくことで、今までにない斬新な製品・サービスを生み出します」

○大和ハウス工業 社長コメント「コーポレートガバナンスを経営の重要課題と位置づけています。これからも株主のみなさまとの対話を重視し、経営の信頼性・透明性を高め、企業価値の持続的向上と株主価値創造に取り組んでまいります」

CFOコメント「財務資本の提供者である株主・投資家のみなさまに中長期的な経営戦略をご理解いただけるようなコミュニケーションの強化に努めるとともに、資本生産性の高い経営の実現に向けた体制整備にも注力していく所存です」

○パナソニック 社長コメント「日本版コーポレートガバナンス・コード適用に象徴されるように、ステークホルダーからの要請・期待が高度化・多様化していることも踏まえ、ESG側面においても着実に体制を強化し、企業価値向上を図ります」「コーポレートガバナンスは企業価値を高めていくための重要な基盤」

○三井物産 社長コメント「投資家を含めたさまざまなステークホルダーの皆さまとの対話の機会を増やすことにより、当社についての理解を深めていただきながら、持続可能な成長の実現と経営改善につなげるように努めます」

CFOコメント「厳しい経営環境の続く中、さまざまなステークホルダーの皆さまとの対話を重ね、そこで得られる論点を経営の改善に活かすことがますます重要になると考えています」

○ヤマトホールディングス 「コーポレートガバナンス・ガイドライン」を制定。基本的な考え方として「お客様満足、株主満足、社会満足、社員満足に資するコーポレートガバナンスの追求が最優先事項であるとの立場に立ち、当ガイドラインの継続的な強化、充実に取り組む」と記載。株主との対話「社長をはじめとする経営陣幹部による対話等を推進」、対話の機会「株主との十分な対話の機会の確保を意識し、経営陣幹部が主体となったIR活動を行う」、「IR戦略担当は、日頃より株主・投資家からの電話取材を含めた個別面談を積極的に受け入れ、円滑な対話に向けて役員の補助を行う」など

このほか、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、富士通も株主との対話に前向きなコメントなどが目立った。

### 5-3. 高い評価企業の傘下基金は相対的に受け入れハードルが低いと推測

評価が高い企業の企業年金の全てが近い将来、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明するとは考えていない。ヤマトホールディングは行政から規制緩和を勝ち取ってきた歴史のある会社であり、官庁主導のスチュワードシップ・コードの受け入れを急がないかも知れない。その他の企業・基金もそれぞれの組織の事情を抱えている。ただ、少なくとも統合報告書などから株主との対話に前向きと判断された企業の傘下にある企業年金は同コード受け入れへのハードルが相対的に低いと思われる。

金融庁主催「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」では企業年金の受け入れが進まないことの原因に人員不足があることから、比較的、運営体制が整備されている大企業の年金を中心に啓蒙活動をしてはどうかとの意見が出ている。過去を振り返ると、電機、自動車系の大手基金が企業年金の発展に大きく貢献してきた。今もその存在感や影響力は大きい。本稿の調査対象には日立製作所やトヨタ自動車の日本を代表する企業の統合報告書も入っているが、いずれも「対話に大変前向き」「対話に前向き」のグループには入らなかった。ただ、一般的に製造業の統合報告書はESG投資を意識して環境問題などに焦点を当てる傾向があり、調査結果はそうした点も考慮する必要があると考える。

### 日立製作所のガバナンス報告書の「株主との対話」

#### <原則5-1. 株主との建設的な対話に関する方針>

当社は、中長期的な企業価値の向上に資するよう、株主・投資家との建設的な対話を促進する施策の実施や体制の整備に取り組んでいる。また、株主・投資家に対して、当社の経営方針や財務状況等を十分に理解いただき、企業価値を適正に評価していただけるよう、公正で透明性の高い情報開示に努めている。

株主・投資家との対話全般については、法務・コミュニケーション担当の執行役が管掌し、広報・IR部門、法務部門、経営企画部門、財務部門等が連携を取りながら情報発信や対話を適切に行う体制を整えており、株主・投資家の意見等を取締役、執行役にフィードバックし、当社の持続的成長に向けた経営改革を進めるために活用している。

また、経営トップやCFO等の経営陣幹部が、機関投資家との面談、四半期毎の決算説明会、経営方針に関する説明会に参加するなど、情報発信や対話に積極的に関与するよう努めている。加えて、年1回「Hitachi IR Day」を開催し、主要事業の責任者より事業戦略等について直接説明する機会を設けている。これらの説明会における説明内容は当社ウェブサイトに掲載している。 <http://www.hitachi.co.jp/IR/library/index.html>

なお、株主・投資家との対話にあたっては、インサイダー情報を伝達することのないよう十分に留意している。

## トヨタ自動車のガバナンス報告書の「株主との対話」

### 株主との対話 【原則5-1】

#### (1) 基本的な考え方

当社は、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するためには、株主・投資家の皆様の理解と支援が不可欠であると認識しています。株主・投資家の皆様に正確な情報を公平に提供しつつ建設的な対話を行い、長期的な信頼関係を構築していきたいと考えています。

#### (2) IR体制

株主・投資家の皆様との対話につきましては、経理担当役員が統括し、当該役員、経理部、広報部、ニューヨークおよびロンドンに常駐のIR担当者が担当します。IR担当者は対話を充実させるため、各テーマの担当部署に情報提供を求め、各担当部署はIR担当者に協力します。必要に応じて、担当部署による説明会を実施します。

#### (3) 対話の方法

報道機関、アナリスト、機関投資家の皆様に対して、四半期毎に決算説明会を実施します。さらに、経営戦略、事業、商品等に関する説明会を適宜実施します。個人投資家の皆様に対しては、説明会を適宜実施するほか、ホームページ上に専用ページを設け、業績、事業内容、経営方針などを分かりやすく掲載します。

#### (4) 社内へのフィードバック

株主・投資家の皆様との対話内容は、必要に応じ、経理担当役員を通じて取締役会・役員会議体等にフィードバックします。

#### (5) インサイダー情報および沈黙期間

株主・投資家の皆様との対話において、インサイダー情報（未公表の重要事実）を伝達することはしません。なお、四半期毎の決算日翌日から決算発表日までは、決算情報に関する対話を控える「沈黙期間」とします。

## 5-4. GPIFが実施したガバナンス報告書と統合報告書の調査（参考1）

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は2016年8月に国内株式の運用受託機関に対し、ガバナンス報告書と統合報告書の優れた上場企業についてのアンケート調査を実施（16社が回答）、同年11月に結果を公表した。優れた「コーポレート・ガバナンス報告書」、「統合報告書」を3社ずつ選定するよう依頼し、GPIFが結果を集計した。両報告書の充実または作成を促し、投資家にはその活用を働き掛けることが目的だという。

この調査は全ての上場企業が対象になっており、規約型の企業年金を持つ企業も、企業年金のない企業も対象になっている。さらに、統合報告書全般についての評価を求めている。スチュワードシップ・コード受け入れの可能性の観点から基金型の企業年金を持つ企業に限定し、さらに、同コードとの接点である「株主との対話」を中心に調べた本稿の調

査とは対象・内容で異なる部分も多いが、結果としてはオムロン、味の素、大和ハウス工業などが両方の調査で高い評価を得ている。

#### ○GPIFの運用受託会社が選ぶ優れた「統合報告書」

東証コード	企業名	企業年金の形態
9697	カプコン	—
6645	オムロン	基金
2802	味の素	基金
4927	ポーラ・オルビスHD	規約
8252	丸井グループ	—
8058	三菱商事	基金
1925	大和ハウス工業	基金
6856	堀場製作所	規約
7011	三菱重工業	規約

#### ○GPIFの運用受託会社が選ぶ優れた「コーポレートガバナンス報告書」

東証コード	企業名	企業年金の形態
4452	花王	基金
6645	オムロン	基金
1878	大東建託	規約
4911	資生堂	基金
6146	ディスコ	規約
6361	荏原製作所	規約

・資料はGPIFのHP。筆者が一部加工。

### 5-5. スチュワードシップ検討会が実施したアンケート（参考2）

#### ——15%にあたる13企業年金が受け入れ検討と回答

厚生労働省と企業年金連合会は2016年秋に「スチュワードシップ検討会」を立ち上げ、2017年3月17日に報告書をまとめた。その間に、実施したアンケート調査によると、「日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明について」の質問に対し、85企業年金中、13企業年金（15.3%）が「今後受け入れ表明を検討する予定」と回答した。このほか、4企業年金（4.7%）がすでに「受け入れ表明している」と回答。

検討する、あるいはすでに受け入れた主な理由については「スチュワードシップ活動を行い、投資先企業の中長期的な企業価値向上を通じて、我が国経済全体の発展に寄与することは、インベストメントチェーンの中での機関投資家としての企業年金の責任であると考えから」が8件（47.1%）、「スチュワードシップ活動を行い、株式市場のリターンを中長期的に底上げすることは、企業年金（受給者）の利益に資すると考えるから」が7件（41.2%）、「スチュワードシップ活動により受託者責任を更によく果たしていきたいと考えるから」が6件（35.3%）——などだった。（回答は既に受入済を含め合計17制度、複数回答可）

## 6. コード受け入れへの課題と展望

### 6-1. 受け入れに至る主な意思決定ルート

企業年金基金がスチュワードシップ・コードを受け入れる場合、以下2つの流れが想定される。

- ① 基金の受け入れ判断→母体企業の同意→基金の受け入れ表明
- ② 母体企業の受け入れ判断→基金の受け入れ表明

既に受け入れ表明した金融系年金の多くは②の流れと推測できる。三菱UFJ信託銀行企業年金基金は母体企業が2014年3月に受け入れ表明したあと、同年7月に受け入れた。みずほ企業年金基金は母体企業が2014年4月に受け入れを表明、基金は2015年2月に受け入れた。りそな銀行企業年金基金も母体企業に1年1か月遅れの2015年5月に受け入れた。

一般事業会社の場合、①のケースも出てくると思われる。この場合、企業年金基金が事前に母体企業の意向を的確に把握していることが重要になる。スチュワードシップ・コードが公表された2014年当時は、母体企業の考え方を得るには経営幹部とのコミュニケーションぐらいしか有力な手立てがなかったが、現在ではガバナンス報告書、そして統合報告書で母体企業のみならず、競合企業についても考え方や方向性のある程度、知ることが出来る。

### 6-2. 総合型の確定給付企業年金の受け入れが実現する可能性も

日本の確定給付型の企業年金制度<sup>8</sup>は厚生年金基金と確定給付企業年金に分かれるが、過

---

<sup>8</sup> 確定給付型の企業年金は制度上、国の厚生年金の一部を代行する「厚生年金基金」と企業の退職給付だけを扱う「確定給付企業年金（DB）」に分かれる。設立形態別では中堅・中小企業が合同で設立する「総合型」と主に大企業が単独、またはグループで設立する「単独・連合型」に分かれる。また、確定給付企業年金は組織形態別に、母体企業とは別の法人格を持った「基金型」と母体企業が運営する「規約型」に分類できる。

去数年、厚生年金基金は制度改革の真ただ中にあり、スチュワードシップ・コードへの対応等は進んでいなかった。しかし、最近1、2年で代行返上を実施し、確定給付企業年金（DB）に移行した総合型の基金が増えている。2016年末時点で90基金前後に達した模様だ。

総合型の基金は中堅・中小企業で形成されているのが一般的だ。母体企業が上場しているケースが多い単独・連合型の基金と違って、投資先の株式の議決権行使などで利益相反は起こりにくい。確定給付企業年金への移行作業を終えた、ある総合型基金の幹部は「スチュワードシップ・コードの受け入れについて検討したい」と筆者に語っており、同様の動きが広がる可能性はある。

## 7. おわりに——スチュワードシップ・コードを巡る環境の大きな変化

2014年2月の公表されたスチュワードシップ・コードは3年を経過し、金融庁はその見直し作業に取り組んでいる。2017年4—5月には改訂される見直しだ。この3年間に企業年金のスチュワードシップ・コードに関する理解は徐々に進んでいる。厚生労働省と企業年金連合会のスチュワードシップ検討会は、企業年金側が受け入れるにあたって必要な様々な情報の発信に力を入れており、スチュワードシップ・コードが公表された当時と比べ、提供される情報の厚みは格段に上がっている。一方、企業はコーポレートガバナンス・コードの公表を受けてスチュワードシップ・コードへの関心を高めている。コードを巡る環境の大きな変化を感じる。

日本版スチュワードシップ・コードが手本とした英国でも、企業年金のコード受け入れは広がりには欠けることなどを考えると、日本で受け入れ基金が急増するとは考えにくい。しかし、本稿で実施した統合報告書の調査結果（2割の企業が株主との対話に前向き）、スチュワードシップ検討会のアンケート結果（15%の企業年金が受け入れ検討と回答）などから判断すると、コード改訂を機に、受け入れの検討・実施に動く企業年金がいくつか現れる可能性は十分にあると思われる。証券市場にはESG投資の広がりという、ガバナンスの改善を後押しする新たな風も吹いており、コード受け入れの議論は新たな段階に進んだことは間違いない。

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

<別表①>日本版スチュワードシップ・コードの7原則 注：下線は筆者

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 <u>管理すべき利益相反</u> 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、 <u>当該企業の状況を的確に把握</u> すべきである。
4. 機関投資家は、 <u>投資先企業との建設的な「目的を持った対話」</u> 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、 <u>議決権の行使と行使結果の公表</u> 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、 <u>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</u> べきである。

<別表②>コーポレートガバナンス・コードの基本原則 注：下線は筆者

第1章 株主の権利・平等性の確保（詳細は省略）
第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働（詳細は省略）
第3章 適切な情報開示と透明性の確保（詳細は省略）
第4章 取締役会等の責務（詳細は省略）
第5章 株主との対話
<p>【基本原則5】</p> <p>上場会社は、<u>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に、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</u>である。</p> <p>経営幹部・取締役（社外取締役も含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正直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>
<p>【原則5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】</p> <p>上場会社は、<u>株主からの対話（面談）の申し込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応するべき</u>である。取締役会は株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。</p>

補充原則

5-1① 株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または取締役（社外取締役も含む）が面談に臨むべきことを基本とすべきである。

5-1② 株主との建設的な対話を促進するための方針には、少なくとも以下の点を記載すべきである。

(i) 株主との会話全般について、下記(ii)～(v)に記載する事項を含めその統括を行い、建設的な対話の実現するように目配りを行う経営陣または取締役の指定

(ii) 対話を補助する社内のIR担当、経営企画、総務、財務、経理、法務部門等の有機的な連携のための方策

(iii) 個別面談以外の対話の手段（例えば、投資家説明会やIR活動）の充実に関する取組

(iv) 対話において把握された株主の意見・懸念の経営幹部や取締役会に対する適切かつ効果的なフィードバックための方策

(v) 対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策

(5-1③は省略、【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】は省略

<別表③>統合報告書の調査対象企業68社のリスト（掲載は五十音順）

旭硝子、ANAホールディングス、JVCケンウッド、LIXILグループ、NEC、NECネットエスア、NTN、沖電気工業、オリンパス、TDK、トプコン、TOTO、旭化成、味の素、アステラス、アンリツ、いすゞ自動車、伊藤忠商事、ウシオ電機、エーザイ、王子ホールディングス、オムロン、オリックス

花王、協和発酵キリングroup、キョーリン製薬ホールディングス、キリンホールディングス、三和ホールディングス、資生堂、昭和電機、セブン&アイ・ホールディングス、総合警備保障、大正製薬ホールディングス、大日本印刷、大日本住友製薬、大和ハウス工業、武田薬品工業、ダスキン、田辺三菱製薬、中外製薬、テルモ、東芝、凸版印刷、トヨタ自動車、豊田合成

日清オイリオグループ、日清食品ホールディングス、日本ユニシス、博報堂DYホールディングス、パナソニック、日立製作所、日立化成、日立キャピタル、日立建機、日立ハイテクノロジーズ、日立マクセル、フジクラ、富士通、富士電機、

丸紅、三井物産、三菱商事、村田製作所、明電舎、安川電機、ヤマトホールディングス、リンテック、日本電産