

イギリス職域年金における投資規則等の改正について  
—運用基本方針への ESG 及びスチュワードシップ関連事項の記載の観点から—

2019年9月12日  
福山圭一<sup>1</sup>

【要旨】

イギリスでは2012年のケイ・レビューを契機に、ESG投資に関連する運用基本方針の記載事項を規定した投資規則の改正が検討されたが、2015年にこれが見送られた。しかし、2018年になって結局改正が行われた。また、2019年には、EUの株主権利指令改正に合わせた改正も行われた。

改正に伴い、運用基本方針においてESG考慮の記載が事実上義務化される。倫理的事項は財務的に重要な事項とは峻別され、加入者や受給者の見方を反映したものであるという位置づけになる。議決権行使やエンゲージメント活動を含むスチュワードシップに関するポリシーについても記載が義務化される。委託運用の場合は、運用会社の投資戦略や評価の方法が職域年金のポリシーと一致するよう、どう運用会社をインセンティブ付けしているかなどについて記載することが原則となる。

また、運用基本方針は公開が義務付けられる。DCでは運用基本方針をどのように実施したのかについて、実施報告の公開が毎年必要になる。DBでもエンゲージメントに関するポリシーの実施状況と投票行動についての報告の公開が毎年必要になる。

これらの改正は大部分が2019年10月1日から施行される。

日本との対比では、運用基本方針への記載事項として、イギリスでは「リスク」が明示される一方、外部委託先に関する規定についてはイギリスで2019年にこれが新設されるまでは日本が先行していた。ESG考慮などの記載についてはイギリスとは距離がある。イギリスではDB、DCともに運用基本方針の作成が義務付けられているが、日本ではDBだけである。大きな違いは、イギリスがEU加盟国であり、EU法を遵守しなければならない立場にあることである。

イギリスはBrexitという大きな変化の渦中にある。離脱後も職域年金を、他のEU加盟国と整合性をもって、円滑に運営できるなら、イギリスは相応の影響力を持ち続けられるであろう。

---

<sup>1</sup> 年金シニアプラン総合研究機構上席研究員。なお、本稿中意見や評価に関する部分は私見であり、所属機関のものではない。

## 1 はじめに

世界の中で ESG 投資が最も盛んなのが欧州である。イギリスはその欧州の中でも ESG 投資が最も早くから活発化した国であった。

この 1 つの現れが、1995 年年金法に基づく職域年金（投資）規則<sup>2</sup>（以下「投資規則」という。）にある運用基本方針記載事項である。1995 年年金法はマクスウェル事件<sup>3</sup>を背景に職域年金に対する規制を大幅に強化したものであった。この一環として、運用基本方針（statement of investment principles）の策定が義務付けられた。

ちなみに、日本の厚生年金保険法で厚生年金基金に運用基本方針の策定が義務付けられたのは 1994 年改正であるので、日本の方が先行している。日本の場合は、ともすれば運用を運用受託機関に任せきりになりがちであった基金の常務理事などに対し、運用責任の自覚と各基金の特性に応じた運用を促すために導入されたものである。

イギリスでは 1999 年に、運用基本方針において、「投資において、社会、環境又は倫理的な考慮を（もし行うなら）行う程度」を記載することが定められた。この規定について、所管する雇用年金省（Department for Work and Pensions, DWP）の立場は、考慮するのであればそれを明記せよということであって、どのような投資を実施するかはそれぞれの職域年金の判断であり、投資において社会や環境などを考慮することを推奨するものではないというものである。しかし、実際には、この規定制定以降、イギリスの職域年金の中で ESG 投資が大いに進んだのである<sup>4</sup>。

イギリスでは 2012 年に公表されたケイ・レビューの中で、短期指向になりがちな機関投資家の運用を長期指向にする法制面の方策について法律委員会（Law Commission）<sup>5</sup>での検討が求められた。同委員会は、検討結果を取りまとめた 2014

---

<sup>2</sup> 規則（Regulation）は日本の政令に相当するが、閣議決定で制定され議会手続きを要しない日本の政令と異なり、担当の大臣が関係機関と調整のうえで条文を議会に提示し、40 日以内に異議が示されなければ成立するという制定手続き（Negative resolution procedure）による場合が普通である。ただし、案件によっては議会の議決によって制定される（Affirmative resolution procedure）場合もある。

<sup>3</sup> 実業家であったマクスウェル氏の死後、同氏が支配していた企業集団が破綻し、同集団の年金資産が破綻企業や同氏一族の債務の支払いに使われていたことが判明した事件。

<sup>4</sup> この規定が ESG 投資活発化をもたらしたという因果関係については、イギリスの政府および年金関係者は概ね否定的である。福山他（2015）3.3。

<sup>5</sup> 1965 年法律委員会法に基づいて設置された専門機関であり、政府から独立してイングランドとウェールズの法律についてレビューし、必要に応じ改正を勧告する権能を有する。

年の報告書において ESG 投資に関連する部分の投資規則の改正を提案し、これを受けて、政府において改正が検討されたが、2015 年にこれが見送られた。このことは、既報のとおりである<sup>6</sup>。

しかし、その後、市民社会担当大臣から法律委員会に対し、社会的インパクト投資について、法律委員会に対する諮問があり、同委員会は再度同趣旨の改正を提案した。政府もこれを受け入れ、2018 年に投資規則等が改正されることになった。また、2019 年には、EU の株主権利指令の改正を受け、所要事項を運用基本方針の記載に含める投資規則等の改正が行われた。これらは基本的に 2019 年 10 月からの施行が予定されている。

運用基本方針は年金運用の基本をなす文書である。そこで、改正の内容を概観することとしたい。以下では、2. でイギリスの職域年金について、3. で改正前の投資規則について概要を示した上で、4. で 2018 年改正、5. で 2019 年改正についてそれぞれ改正の経過と改正内容などを確認し、5. で日本との比較、6. でまとめの記述をする。

## 2 イギリスの職域年金

イギリスの公的年金は 2014 年年金法により、以前は 2 階建ての制度であったものが、一層型のシンプルな制度となった。日本の公的年金は基礎年金と厚生年金の 2 階建てであるのに対し、図式的には基礎年金だけというイメージである。ただし、日本の基礎年金は満額で月額 6.5 万円であるが、イギリスの満額は月額 10.5 万円程度となる<sup>7</sup>。2016 年 4 月以降に年金受給年齢に到達する者から、一層型の年金を受給するようになっている。なお、イギリスは日本のような国民皆年金ではなく、公的年金に加入するのは一定以上の所得のある被雇用者及び自営業者である。

被雇用者について、公的年金に上乘せされるのが職域年金である。職域年金は Occupational Pension の訳であるが Workplace Pension とも呼ばれ、民間の企業年金だけでなく公務員年金も含む概念である。ただし、公務員年金については、賦課方式のものが多く、また、別法<sup>8</sup>が制定され職域年金の制度は基本的に影響を及ぼさない<sup>9</sup>ので、本稿における職域年金は事実上企業年金を意味すると考えて差し支えない。

---

<sup>6</sup> 福山他 (2015) 3.3。

<sup>7</sup> 厚生労働省 (2019) による 2018 年度の満額は週 164.35 ポンドであるので、これを月額換算し、同資料による為替レート (1 ポンド = 147 円) により計算。

<sup>8</sup> Public Service Pensions Act 2013。

<sup>9</sup> Law Commission (2014) 2.10。

職域年金は、以前は事業主が任意に実施するものであったが、2008 年年金法で、事業主に実施が強制されることになった。事業主はその雇用する者<sup>10</sup>を職域年金に自動加入させなければならない。ただし、被雇用者が非加入を申し出れば、その者は加入する必要がない。すなわち、被雇用者はオプト・アウトすることが可能である。事業主は 3 年ごとに非加入の被雇用者を自動加入させる必要がある。この時も被雇用者はオプト・アウトすることが可能である。

職域年金のタイプでは、確定給付型（DB）はほとんどが閉鎖され、新たに加えるのは確定拠出型（DC）が普通である。自動加入方式の下では、加入者は特段の意思表示をせず、用意されたデフォルトのファンドで運用する場合が大半である。ちなみに、他に加入者が選択できるファンドとして、倫理ファンド、シャリアファンド、高リスクファンド、低リスクファンドといったものがあり、計 5 本程度までの投資オプションが用意されるのが典型である<sup>11</sup>。

イギリスの職域年金は、信託型と契約型に大別される。イギリスでは事業主が信託を設定する信託型が企業年金の原則的な仕組みである。ただし、新たに企業単独の信託を設定することは最近では稀であり、既存の職域年金実施機関を利用することが普通である。既存の機関として最もポピュラーなのは政府によって設立された NEST（National Employment Savings Trust）であるが、その他にも複数事業主の年金を扱うマスター・トラストが相当数あり、事業主はそれらから選択して加入する。

一方、契約型は個々人が保険会社と契約する集団個人年金である。事業主が被雇用者集団のためにこの契約をアレンジする場合には職域年金と認識される。事業主はパフォーマンスをモニタリングしていく責任を負わない<sup>12</sup>。

両方で規制体系は別々であり、信託型は雇用年金省が所管し、契約型は金融実行庁（Financial Conduct Authority, FCA）が所管している。投資規則が対象とするのは信託型であり、以下は信託型についての記述である。

信託型の職域年金では、実際に職域年金の実務を担当する者が受任者（trustee）となり、この者が職域年金の運営の責任を負う。また、職域年金の規制の多くも受任者を対象としたものとなっている。

### 3 2005 年投資規則

イギリスの 1995 年年金法第 35 条で、信託型の職域年金の受任者に対し運用

---

<sup>10</sup> 年金受給年齢以上か 22 歳未満の者あるいは年 1 万ポンド以下など少額給与の者は対象外である。

<sup>11</sup> Law Commission（2017）3.23。

<sup>12</sup> Law Commission（2017）4.10（2）。

基本方針の作成が義務付けられた。同法を受けて制定された 1996 年投資規則が 1999 年に改正され、運用基本方針の記載事項として、1 で述べた、社会、環境又は倫理的な考慮に関する規定などが追加された（施行は 2000 年 7 月）。

職域年金の規制が見直された 2004 年年金法が制定され、また、EU において職域年金基金（IORP）指令が 2003 年に採択された<sup>13</sup>。同指令の中で、運用基本方針の規定も設けられ、同基本方針には「少なくとも、投資リスク測定方法、実施されるリスク管理プロセス及び戦略的資産配分」を盛り込むことが各加盟国に求められた。

このような事情を背景に 1996 年投資規則は 2005 年に廃止され、新たに 2005 年投資規則<sup>14</sup>が制定された。運用基本方針の記載事項としては、同投資規則において、第 2 条第 3 項として次のように定められた。

(3) 運用基本方針は、文書により、少なくとも次の事項をカバーしなければならない。

(a) 1995 年法第 36 条（投資の選択）に規定する要件<sup>15</sup>に確かに従うための受任者のポリシー；

(b) 次に関する受任者のポリシー

(i) 保持する投資の種類；

(ii) 異なる投資の間のバランス；

(iii) リスク、これにはリスクが測定され管理される方法を含む；

(iv) 投資の期待リターン；

(v) 投資の換金（realization）；

(vi) 投資において<sup>16</sup>、社会、環境又は倫理的な考慮を（もし行うなら）行う程度；

(c)（もしあれば）投資に付随する権利（議決権を含む）の行使に関する受任者のポリシー。

なお、以上の規定は、加入員 100 人未満の場合は適用対象外である（同規則第 6 条）。また、運用基本方針の策定等に関する要件に違反した場合は、1995 年年金法第 10 条に基づき、年金監督庁（The Pension Regulator, TPR）が個人には 5,000 ポンド以下、法人には 50,000 ポンド以下の罰金を科することができることとされて

---

<sup>13</sup> Directive 2003/41/EC。

<sup>14</sup> S.I. 2005 No.3378 “The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005”

<sup>15</sup> 知識経験がある者の妥当なアドバイスを受けることなどが規定されている。

<sup>16</sup> 厳密には、「投資の選択、保持及び換金において」（in the selection, retention and realization of investments）となっている。以下該当部分について同じ。

いる<sup>17</sup>。

#### 4 2018年における投資規則等の改正

2015年には投資規則の改正が見送られたが、2016年11月に、市民社会担当大臣から法律委員会に対し、年金基金が投資を行うに当たって社会的インパクトをどの程度考慮することができるか、また、すべきかといったことについて、諮問がなされた。法律委員会は2017年6月に報告を行い（Law Commission（2017））、その中で、社会投資に対する障壁は法規上のものというよりも構造上・行動上のものであるとしたうえで、そのような障壁を緩和できるようにとの観点から、前回と同趣旨の投資規則改正を提案した。

政府はこれに対し、2017年12月に、基本的に法律委員会の趣旨に沿って規則を改正するとの中間的な回答を公表し、2018年6月には具体的な規則改正案をDWP(2018)-1として公表した。これは公開コンサルテーションに付され、寄せられた意見を踏まえてDWP(2018)-2のように微修正され、2018年9月に議会で提示された<sup>18</sup>。

以下、改正の主な事項についてその内容を確認し、要点をまとめる。なお、改正内容は必ずしも原文の逐語訳ではなく、適宜意識又は簡略化している。

##### (1) ESG事項の考慮

###### ア 改正内容

2014年の法律委員会の報告書から問題になっていた第3項(b)(vi)が次のように改められる。

(vi) 投資の適切な時間地平にわたる財務的に重要な考慮、これには投資においてどのようにそれらの考慮が勘案されるのかを含む；

(vii) 投資において、非財務的な事項の勘案を(もしするなら)する程度；また、新たに第4項として用語の定義規定が設けられ、次のように規定される。

「適切な時間地平」は、信託制度の受任者が考える、投資による将来の給付のファンディングに必要な時間の長さを意味する。

「財務的に重要な考慮」には、環境、社会及びガバナンスの考慮(気候変動を含むが、これらに限定されない)であって、信託制度の受任者が財務的

---

<sup>17</sup> DWP(2018)-1,Chap5,2。

<sup>18</sup> S.I. 2018 No, 988 “The Pension Protection Fund (Pensionable Service) and Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment and Modification) Regulations 2018”

に重要と考えるものを含む。

「非財務的な事項」は、加入者及び受給者の見方を意味し、倫理的な見方並びに社会的、環境的インパクトや加入者及び受給者の現在と将来の生活の質に関する見方を含む。

施行日は2019年10月1日である。

#### イ 改正の要点

第1に、改正前にあった「もし行うなら」は削除され、投資においてESG事項をどのように考慮したのか記載することが事実上義務化される。「財務的に重要な考慮」の記載は必須となり、その定義にある通り、ESG事項の考慮が原則になる。

ESGであって「信託制度の受任者が財務的に重要と考えるもの」ということから、受任者がESGを財務的に重要ではないと考える場合は、記載する必要がないという解釈はありうるだろう。しかし、DWP(2018)-2は、「16の大手投資コンサルタントがESGを含む長期的持続性のリスクを手がけることは重要であることに合意しており、気候変動は財務的に重要なリスクであることにコンセンサスがある。」とした上で、「気候変動を含むESGから生じる財務的に重要なリスクの考慮を受任者が必要ないと判断できるのは、解散時など特別の局面だけであることを期待する。」とも記述している。これはESGの考慮を当然とするスタンスに立つものであり、以前の雇用年金省の立場が実質的に変わったと考えることができる。

また、後述する通り、運用基本方針が公開される。他の職域年金の運用基本方針にはESGの考慮に関する記述があることが普通という状況が生じてくると、加入者や受給者への説明という観点からも、考慮しないのであればその旨説明することが必要になるだろう。

第2に、倫理的事項は財務的に重要な事項とは峻別される。「倫理」の扱いはイギリスのみならず欧州の有識者の間で懸案と認識されていた事柄である<sup>19</sup>。「非財務的な事項」の定義にある通り、倫理的事項は加入者や受給者の見方を反映したものであるという位置づけになった。(vii)に「もしするなら」があるので、勘案しなければならないものではない。また、受任者は加入者や受給者の意向をいちいち調査して把握する必要もない。

第3に、「財務的に重要な考慮」の定義に、「環境、社会及びガバナンスの考慮(気候変動を含む・・・)」とあるように、気候変動が特出しされている。これは、財務に影響のある気候関連情報の開示を推奨する気候関連財務情報開示タスクフォース(Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD)

---

<sup>19</sup> 福山他(2015)3.5。

の提言を踏まえたものであろう。同提言は 2017 年 6 月に公表された。

## (2) スチュワードシップに関するポリシー

### ア 改正内容

第 3 項(c)は、次のように改められる。なお、(c) 部分は DWP(2018)-2 では投資のスチュワードシップに関するポリシーと表現されている。

#### (c) 次に関する受任者のポリシー

- (i) 投資に付随する権利（議決権を含む）の行使；
- (ii) 投資に関するエンゲージメント活動（受任者が適切な人々を適切な事項についてモニターし、エンゲージする方法及び状況を含む）

第 4 項で、用語の定義として次のように規定される。

「適切な事項」には、借入又は株式の発行者に関する事項を含み（これに限定されない）そのパフォーマンス、戦略、リスク、社会・環境インパクト及びコーポレート・ガバナンスを含む。

「適切な人々」には、借入又は株式の発行者、運用会社、その他の借入又は株式の保有者を含む（これらに限定されない）。

施行日は 2019 年 10 月 1 日である。

### イ 改正の要点

第 1 に、(i) では改正前にあった「もしあれば」が削除された。そのことから、議決権その他の権利行使について運用基本方針への記述は必須となる。

第 2 に、(ii) が新設され、エンゲージメント活動に関する記述も必須となる。エンゲージメント事項として、投資のパフォーマンス、戦略、リスクだけでなく、ESG 事項が規定されている。

第 3 に、エンゲージメントの相手方としては、株式などの発行者すなわち投資先企業だけでなく、運用会社が規定されている。委託運用の場合は投資先企業に対するエンゲージメントは運用会社が行うのが普通である。この場合、職域年金にとっては、運用を委託する相手方がエンゲージメントの対象ということになる。また、その他の保有者を含む（これらに限定されない）ということから、他の株主との共同エンゲージメントなども想定されていると考えられる。

## (3) 運用基本方針の公表および実施報告の作成

### ア 改正内容

投資規則だけでなく開示規則<sup>20</sup>の改正も同時に行われた。DC の職域年金

---

<sup>20</sup> S.I.2013 No.2734 “Occupational and Personal Pension Schemes (Disclosure of

<sup>21</sup>について、その運用基本方針をウェブ・サイトで公開するとともに、運用基本方針をどうフォローしたか、運用基本方針のレビューを行ったか、また、運用基本方針の変更を行った場合はその理由などについての実施報告（implementation statement）を毎年公開しなければならないこととなった。

施行日は、運用基本方針の公開は2019年10月1日、実施報告の公開は2020年10月1日である。

#### イ 改正の要点

第1に、運用基本方針の公開が義務づけられるのはDCの職域年金である。DWP(2018)-1は、「DBの場合は運用がうまくいかなければ事業主の負担となるので、事業主と受任者がよく相談して十分な内容の運用基本方針を作成するインセンティブがあるが、DCの場合は、運用リスクは加入者が負うので、そのようなインセンティブがない。受任者が他制度の運用基本方針にアクセスできるなら、行動が改善されることが期待される。他の優れた運用基本方針をレビューすることを通じて、受任者は自身の投資政策の策定に当たってベスト・プラクティスをシェアできるであろう。これが今回提案の理由である。」と記述している。なお、後述するとおり、2019年改正でDBも含むすべての職域年金で公開が義務づけられる。

第2に、DCの職域年金に対し、新たに実施報告の公開が義務づけられる。現行では、運用基本方針と異なる投資を行った場合のみ年次報告書において報告することが求められている。改正後は、運用基本方針通りの投資であっても、その旨の報告を公開することが必要になる。DWP(2018)-1は、「報告が毎年になっても余計な手間にはならない。運用基本方針をどのように適用しているのかは同方針をレビューする際の受任者のデュー・デリジェンスの一部になっている。」としている。ただし、「運用基本方針がESGなど広範な内容になると、受任者には困難さが増すかもしれない。その場合も、よりよいポリシーになることを促進することになるであろう。」とも記述している。

第3に、実施報告の公開の施行日が1年ずれている。これは、規則改正前の古い運用基本方針についての実施報告を不要とするためである。

#### 5 2019年における投資規則等の改正

2019年における投資規則等の改正は、EUの株主権利指令の改正を受けたものである。そこで、まず指令改正の経過及び内容を記述する。

---

Information) Regulation 2013”。

<sup>21</sup> マネー・パーチェス給付を提供する職域年金であって公務員年金などではないもの、という規定ぶりとなっている。

## (1) EU の株主権利指令の改正

### ア 指令改正の経過

EU における元々の株主権利指令は 2007 年に制定された<sup>22</sup>。これが、長期的な株主のエンゲージメントを促進する観点から 2017 年に改正された<sup>23</sup>。

改正の背景は金融危機時の反省である。運用会社の短期志向と機関投資家によるモニタリングの不適切が金融危機によって明らかになった<sup>24</sup>。ここに「機関投資家」とは保険会社と職域年金基金 (IORP) をいう。

欧州委員会は、2012 年に会社法とコーポレート・ガバナンスに関するアクション・プランを公表するなどの活動を経て、2014 年に、指令の一部改正案を正式提案した。この提案は、2014 年に成立した非財務情報開示指令<sup>25</sup>と対になるものであり、一足先に成立した投資先企業の情報開示に対する、投資家側の条件整備という位置づけであった<sup>26</sup>。

早期の成立が期待されたが、企業の納税の透明性向上のための施策を含めるかどうかを巡って時間を要した。結局それを含めない形での指令の改正について欧州委員会、欧州議会及び理事会の合意が 2016 年末に成立し、2017 年 5 月に成立に至ったものである。

### イ 改正指令の概要

改正された指令の内容は多岐にわたるが、大筋次の 5 項目にまとめることができる。

証券由来の権利の行使の容易化 (特に国外株主)

- ・企業が株主を識別できるよう、証券仲介業者は、株主名と連絡先を企業に伝達する。
- ・証券仲介業者は、株主の総会への出席及び投票を含め、株主が株主権を行使しやすくするようにする。

機関投資家及び運用会社のエンゲージメントの改善

- ・機関投資家と運用会社は、エンゲージメント・ポリシーを策定し、毎年その実施状況を公表する。
- ・機関投資家は、投資政策の負債との整合性や中長期的成果への貢献の考

---

<sup>22</sup> Directive 2007/36/EC。

<sup>23</sup> Directive (EU) 2017/828。

<sup>24</sup> 同指令前文 (2)。

<sup>25</sup> Directive 2014/95/EU。

<sup>26</sup> 福山他 (2015) 3.3。

え方を公表する、委託運用の場合は、毎年、インセンティブや評価方法などを公表する。

議決権助言会社の透明性の向上

- ・ 議決権助言会社は行動規範 (code of conduct)を示す。
  - ・ 毎年、方法論やモデルの特色、主な情報源、職員数などを公表する。
- 経営陣の報酬と成果との結びつきの強化
- ・ 企業は報酬方針と報酬レポートを作成し、株主の議決対象とする。
- 関係者との取引に対する株主の監視の改善
- ・ 関係者との重大な取引を公表し、議決対象とする。

#### ウ エンゲージメントの改善に関する改正指令の内容

このうち投資規則に係るのは前節 エンゲージメントの改善であるので、この内容を詳しく紹介する。「機関投資家、運用会社及び議決権助言会社の透明性」と題する第 b 章が新設され、その中に次のような条が追加された<sup>27</sup>。

##### 第 3g 条 エンゲージメント・ポリシー

1. 機関投資家及び運用会社は、次の (a) 及び (b) に適合するか、適合しないことを選択した場合はその理由を公開する。
  - (a) 機関投資家及び運用会社は、投資戦略においてどのように株主エンゲージメントを統合したのかを記述したエンゲージメント・ポリシーを策定し、公開するものとする。ポリシーには、どのように、関連事項 (戦略、財務的・非財務的パフォーマンスとリスク、資本構成、社会的・環境的インパクト及びコーポレート・ガバナンスを含む) について投資先企業をモニターし、投資先企業と対話し、株式に付随する議決権その他の権利を行使し、他の株主と協力し、投資先企業の他の関連する株主と連絡を取り、そして、エンゲージメントに関連する実際的又は潜在的な利益相反を管理するのかを記述するものとする。
  - (b) 機関投資家及び運用会社は、毎年、どのようにエンゲージメント・ポリシーが実施されたか公開するものとし、これには、投票活動の一般的記述、最も重要な投票についての説明と議決権助言会社の使用を含む。株式を保有する会社の株主総会においてどのように票を投じたか公開するものとする。この開示において、案件又は保有規模の理由で軽微な

---

<sup>27</sup> 指令は加盟国に対する義務付けであり、各条項では、「加盟国は、・・・を確保するものとする (Member States shall ensure that ...)」といった規定ぶりとなっているが、以下はその「・・・」部分の内容である。

ものは除外できる。

2. 前項 1.の情報は、原則<sup>28</sup>、機関投資家又は運用会社のウェブ・サイトにおいて無料で入手可能なものとする。

運用会社が機関投資家のために投票を含むエンゲージメント・ポリシーを実施する場合には、機関投資家は、どこで運用会社による投票情報の公表がされているかのレファレンスを作るものとする。

3. 機関投資家及び運用会社に適用される利益相反のルールは、エンゲージメント活動にも適用されるものとする。

#### 第 3h 条 機関投資家の投資戦略及び運用会社との取決め

1. 機関投資家は、その株式投資戦略の主要要素が、負債、特に長期的な負債、のプロファイル及び存続期間とどのように整合しているか、そして、それが資産の中長期的なパフォーマンスにどのように貢献しているか、公開する。
2. 運用会社が機関投資家のために、相対ベースであれ合同的投資手段を通じてであれ、投資を行う場合においては、機関投資家は、運用会社との取決めに関する次の情報を公開する。いずれかを公開しない場合には、機関投資家はその理由を説明する。
  - (a) 運用会社との取決めが、運用会社の投資戦略及び決定を、機関投資家の負債、特に長期的な負債、の概要と存続期間に同調させるよう、どのように運用会社をインセンティブ付けしているか。
  - (b) 当該取決めが、投資先会社の中長期的な財務的及び非財務的パフォーマンスについてのアセスメントに基づく投資決定を行い、中長期的にそのパフォーマンスを改善するために投資先会社とエンゲージするよう、どのように運用会社をインセンティブ付けしているか。
  - (c) どのように、パフォーマンスと報酬の評価の方法及び時間地平が、負債、特に長期的な負債、の概要と存続期間と一致し、長期の絶対的パフォーマンスを考慮に入れているか。
  - (d) どのように、機関投資家は、運用会社によるポートフォリオの売買コストをモニターし、目標ポートフォリオ売買高又は売買レンジを定義してモニターしているか。
  - (e) 運用会社との取決めの存続期間。
3. 1.及び 2.項の情報は、原則、機関投資家のウェブ・サイトにおいて無償で入手可能で、かつ、重要な変更のない限り、毎年更新されるものと

---

<sup>28</sup> 加盟国は、オンラインで容易にアクセスできる他の無料の手段での情報公開を規定することができる。第 3h 条第 3 項において同じ。

する。

#### 第 3i 条 運用会社の透明性

1. 運用会社は、毎年、第 3h 条に規定する取決めを結んだ機関投資家に対し、投資戦略及びその実施が、どのように、取決めと適合し、機関投資家の資産又はファンドの中長期的なパフォーマンスに貢献しているか、開示する。【以下略】

#### (2) 指令を受けた投資規則等の改正

加盟国は 2019 年 6 月 10 日までに改正指令に適合するように国内法制を施行するものとされている。イギリスは EU からの離脱を表明しているが、この時はまだ EU 加盟国であり、加盟国の義務として、国内法制を指令内容に適合させる必要がある。このための改正規則が 2019 年 6 月 6 日に議会に提示された<sup>29</sup>。

#### ア 投資規則の改正

運用基本方針の記載事項を定める第 2 条第 3 項に (d) として次のような規定が新設される。

- (d) 運用会社との間の受任者の取決めに関するポリシーであって、次のものを記述するか、記述しない場合はその説明 -
- (i) 運用会社との取決めは、運用会社の投資戦略及び決定が (b) で述べた受任者のポリシーと一致するよう、どのように運用会社をインセンティブ付けしているか；
  - (ii) 当該取決めは、運用会社が、借入又は株式の発行者の中長期的な財務的・非財務的パフォーマンスについてのアセスメントに基づき決定し、及び、その中長期的なパフォーマンスを改善するためにエンゲージするよう、どのように運用会社をインセンティブ付けしているか；
  - (iii) 運用会社のパフォーマンス及びその運用サービスの報酬の評価の方法（及び時間地平）は、(b) で述べた受任者のポリシーとどのように整合しているか；
  - (iv) 受任者は、運用会社によるポートフォリオの売買コストをどのようにモニターし、目標ポートフォリオ売買高又は売買レンジをどのように定義してモニターしているか；
  - (v) 運用会社との取決めの存続期間。

2018 年改正で新設された第 4 項（用語の定義）に次のものが加わる。

---

<sup>29</sup> S.I. 2019 No.982 “The Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment) Regulations 2019”

「ポートフォリオの売買コスト」とは、投資の購入、売却、貸出し又は借受けの結果生じるコストをいう；

「ステークホルダー」とは、借入又は株式の発行者に関心を持つ人または人の集団をいう；

「目標ポートフォリオ売買高」とは、制度の資産が購入又は売却されると期待される範囲の頻度をいう；

「時間地平」とは、受任者が運用会社のパフォーマンスを評価する期間をいう；

「売買レンジ」とは、制度の資産が購入または売却されると期待される範囲の最小及び最大の頻度をいう。

また、2018年改正で定義された「適切な事項」に、「資本構成、实际的又は潜在的な利益相反の管理」の語が加えられ、「適切な人々」に、「その他のステークホルダー」の語が加えられる。

施行日は2019年10月1日である。

#### イ 開示規則の改正

2018年改正では運用基本方針の公開はDCの職域年金だけが対象であったが、運用基本方針の作成が必要なそれ以外の職域年金（すなわちDB）にも公開が義務付けられる。

また、当該DBは、毎年、投資規則第2条第3項(c)で求められるスチュワードシップに関するポリシーの実施状況、並びに、受任者の、又は、受任者のための<sup>30</sup>投票行動（最も重要な投票を含む）及び投票代行者（proxy voter）サービスの利用についての報告を公開しなければならないこととされた。

施行日は2020年10月1日である。後者の最初の報告は2021年10月1日までにウェブ・サイトで開示しなければならない。

なお、今回の改正で、運用基本方針については、その作成が必要な全ての職域年金が公開を義務付けられるのに対し、実施報告は引き続きDCだけに求められる。ただし、DBも、スチュワードシップに関するポリシーの実施状況と投票行動についての報告の公開だけは毎年必要になる。

## 6 日本との対比

イギリスでは以上の通り投資規則等の改正が行われた。本節では、日本の制度をこれと対比する。

---

<sup>30</sup> 受任者から委託を受けた運用会社などが投票を行う場合である。

## (1) 運用基本方針の記載事項

本稿冒頭に記載した通り、日本では1994年の年金法改正で厚生年金基金に対し運用基本方針の作成が義務化された。しかし、2013年の年金法改正で厚生年金基金に関する規定は厚生年金保険法からは削除されたので、当該規定は現行法上にはもはや存在していない<sup>31</sup>。

一方、2001年に制定された確定給付企業年金法では運用基本方針に関する明確な規定は置かれていない。ただし、その施行令で、事業主及び基金は運用基本方針を作成し、当該基本方針に沿って運用しなければならないとされている。そして、施行規則において、運用基本方針の記載事項が次の通り定められている。

運用の目標

資産の構成

運用受託機関の選任

運用受託機関の運用業務に関する報告の内容及び方法

運用受託機関の評価

運用業務に関し遵守すべき事項

その他必要な事項

(自家運用を行う基金の場合) 事務処理体制、運用の評価その他必要な事項

これを3で示したイギリスの記載事項と比べると、と は類似の項目があるが、イギリスでは「(iii) リスク、これにはリスクが測定され管理される方法を含む」が独立の項目として定められていることが目につく。これが明定されることで、リスク管理が受任者の責務であることが明らかになっている。

日本では、～ で運用受託機関に関する項目が並ぶことが特徴である。リスク管理の基本は分散投資であり、これを の政策アセット・ミックスとして定めた後は、個々の投資行動は運用受託機関に委ねられる。～ から、事業主等は、運用受託機関から報告を受け、それを評価し、必要に応じ選解任すべき立場にあることが分かる。投資行動に関わるリスク管理はこのプロセスの中で行われることが想定されていると考えられる。

イギリスでも運用会社への委託運用は普通に行われているが、運用基本方針の記載事項としては、これまで外部委託先に関して特に定めがなかった。2019年改正でこの関係の規定が新設される。この点では日本の方が先行していたといえることができる。

---

<sup>31</sup> 存続厚生年金基金については従前の規定がなおその効力を有する(2013年改正法附則第5条第1項)ので、実質的にはまだ存在しているといえる。

## (2) ESG の考慮等

イギリスでは、今回の改正によって、ESG の考慮について記載が事実上義務化される。日本でも(1) の遵守すべき事項として ESG の考慮を定め、これを運用受託機関に提示すれば、ESG 投資は可能である。これは事業主等の任意の判断であり、ESG 要素の考慮に関する明文の規定は見当たらない。

ただし、厚生労働省年金局長通知として確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン<sup>32</sup>が策定されている。その中には、ESG に対する考え方を定性評価項目とすることを検討することが望ましいという記述がある。

イギリスでは、議決権行使やエンゲージメント活動を含むスチュワードシップに関するポリシーについて記載が義務化される。これに対し、日本の運用基本方針記載事項には、議決権行使やエンゲージメントについての規定は見当たらない。ただし、同通知では、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている運用受託機関に対し、その取り組みや報告などを求めることが望ましいとされている。

法令ではなく通知であり、「望ましい」という表現からも、イギリスにおける義務化とは距離がある。しかし、ESG 考慮や議決権行使、エンゲージメントを促進しようとする姿勢は見取れる。

## (3) DB と DC

イギリスでは、職域年金としては、DB も DC も同一の制度の中にある。運用基本方針の作成も両者について義務化されている。

日本では DB と DC は別の法律で規律されており、運用基本方針の作成が求められるのは DB だけである。日本の確定拠出年金法令には、運用基本方針の作成義務に関する規定は見当たらない。加入者等への情報提供についての規定があり、運用関連運営管理機関等は、利益の見込み及び損失の可能性を含む運用方法の内容、過去 10 年間の運用実績などを提供しなければならない。これは、企業年金を実施する事業主の義務ではない。

イギリスでは DB も DC も運用責任は受任者が負う<sup>33</sup>。これに対し、日本では、DB の運用責任は事業主等が負うが、DC では加入員が負う。運用の指図は加入員が行い、事業主はそれを支援するため、投資教育を行う努力義務がある。

イギリスでは 2 で述べたように自動加入制の下で大半が DC のデフォルト・ファンドで運用するという状況にある。一方、日本では DB が十分に機能してい

---

<sup>32</sup> 平成 14 年年発第 0329009 号（平成 19 年及び平成 29 年に一部改正）。

<sup>33</sup> ただし、運用リスクは、DB では事業主に、DC では加入員に帰属する。

る。イギリスの 2018 年改正では DC について情報開示の充実が図られた。日本ではリスク分担型企業年金やリスク対応掛け金の導入など DB 制度の充実が図られている。制度充実の主眼の置き方に、両国の実情の違いが表れている。

#### (4) 運用基本方針の公表等

イギリスでは運用基本方針は公開になる。これに対し、日本の確定給付企業年金制度では、運用基本方針は加入員に周知することは規定されているが、公開までは規定されていない。

イギリスでも 2018 年改正の段階では DB にまで公開は求められなかった。2019 年改正で運用基本方針を作成するすべての職域年金に公開が求められることになったが、これは後述するように、EU 指令への対応という事情があったのではないかと思われる。

また、イギリスの DC では運用基本方針の実施報告を公開することが毎年必要になる。DB でも、スチュワードシップに関するポリシーの実施状況と投票行動についての報告の公開が毎年必要になる。

日本では、(2)の通知で、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている運用受託機関に対して議決権行使結果の公表を求めることが望ましいとされているが、事業主等が自ら開示することまでは記されていない。EU 指令という国際的潮流が背景にあることから、日本でもより積極的な取組みをすべき日が意外に早く到来するかもしれない。その際、イギリスの実例は日本でも参考になるだろう。

#### (5) 上位規範の有無

日本の企業年金法制は日本独自のものである。日本との大きな違いは、イギリスは EU 加盟国として EU 法を遵守しなければならないという立場にあることである。2019 年の規則改正はまさにこの観点から行われた。

同改正規則の説明注<sup>34</sup>には改正株主権利指令だけが記されている。しかし、職域年金については 2003 年に採択された IORP 指令が 2016 年に全面改正された (IORP )<sup>35</sup>。これは、全 24 条の 2003 年指令を 6 編 81 条にするという大がかりなものであった。

運用基本方針に関する規定はほぼ維持されたが、その記載事項に「投資政策ではどのように ESG 要素を考慮したか」が付加された。また、運用基本方針は公開することとされた。

---

<sup>34</sup> Explanatory Note。規則に付記されているが、規則の一部ではない。

<sup>35</sup> Directive (EU) 2016/2341。

IORP では ESG 要素の考慮が大きく踏み込んで規定され、従来の、考慮する場合はそのことを開示する、から、考慮しない場合でもそのしないことを開示する、に規制スタンスは大きく変わった<sup>36</sup>。これは欧州議会のイニシアティブ、いわゆる議員修正によるものであるが、雇用年金省にとっては想定外だったのではないだろうか。

DWP(2018)-2 では 2018 年改正は IORP とは無関係であることが示されている。しかし、2015 年には投資規則を改正しないことで一度ケリがついたにもかかわらず、結局 2018 年に改正することになった背景の 1 つには、IORP があったのではないかと思われる。

2018 年の投資規則改正によって、ESG 要素の考慮に関する部分はクリアーできることとなった。一方、運用基本方針の公開は 2018 年改正では DC の職域年金だけに限定されたので、指令に完全には合致しない。2019 年改正で DC 以外も公開の対象に含めることで、指令に適合できることになった。

## 7 おわりに

イギリスは欧州の中でも ESG 投資に最も先進的に取り組んできた国である。今回の投資規則の改正によって更に職域年金の取り組みが促進されるであろう。

ただ、その反面で、運用基本方針の改定やその実施報告など今回の改正によって負担も大きくなる。小規模の職域年金にとってはなおさらであろう。単独で職域年金を実施するのではなく、マスター・トラストなどに加入する方が効率的になっていくのではないだろうか。

マスター・トラストは 2018 年 10 月から年金監督庁の認可制となった。既存機関は 2019 年 3 月末まで認可申請が認められ、33 機関が申請した。また、2019 年 6 月段階で、すでに 10 機関が市場から退出し、35 機関が退出を予定している。認可制にはマスター・トラストの集約化を通じて質の向上を図ろうとする政策的意図がある<sup>37</sup>。

本稿執筆時点では認可を受けた機関数は 22 だが、今後増える可能性がある。新たにマスター・トラストを実施しようとする者は随時認可申請できる。

さて、イギリスは Brexit という大きな変化の渦中にある。職域年金に関しては、EU で規模が大きいのはイギリスとオランダである。職域年金の制度や ESG 投資を含む投資のあり方については、イギリスが主導してきた面が大きい。離脱後も職域年金を、他の EU 加盟国と整合性をもって、円滑に運営できるなら、イギリスは相応の影響力を持ち続けられるであろう。

---

<sup>36</sup> 福山 (2016) 5 参照。

<sup>37</sup> 本パラグラフは TPR(2019)による。

ジョンソン政権となり、合意なしの離脱の可能性は高まっている。合意の有無にかかわらず、欧州に位置する国として、できるものはEUの制度との整合性が保たれ、相互乗り入れできることが望ましいであろう。離脱には、いいとこ取りができるという利点がある。

EU離脱に伴って仮に国内経済が不振になるようなことがあれば、そのことで職域年金も悪影響を受ける。一方で、想定されている通り、ESG考慮、スチュワードシップ活動やエンゲージメントの強化を通じて長期・持続的な経済発展が本当に実現するなら、職域年金にも好影響である。イギリスの職域年金が今後どのような発展を遂げていくのか、引き続き注目していきたい。

#### 《参考文献》

- DWP(2018)-1 “Consultation on clarifying and strengthening trustees’ investment duties”  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/716949/consultation-clarifying-and-strengthening-trustees-investment-duties.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/716949/consultation-clarifying-and-strengthening-trustees-investment-duties.pdf)
- DWP (2018)-2 “Clarifying and strengthening trustees’ investment duties”  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/739331/response-clarifying-and-strengthening-trustees-investment-duties.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/739331/response-clarifying-and-strengthening-trustees-investment-duties.pdf)
- Law Commission (2017) “Pension Funds and Social Investment” <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage11jsxou24uy7q/uploads/2017/06/Final-report-Pension-funds-and-social-investment.pdf>
- Official Journal of the European Union “Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement” <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=EN>
- TPR (2019) “The current master trust market: Latest facts and figures” <https://www.thepensionsregulator.gov.uk/-/media/thepensionsregulator/files/import/pdf/master-trust-monthly-report.ashx>
- 厚生労働省 (2019) 「英国の年金制度概要」【同省ホームページ掲載資料】  
<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/shogaikoku-england.pdf>
- 福山圭一・小野暁史・長野誠治 (2015) 「欧州を参考にした年金資金によるサステイナブル投資の促進方策に関する研究」、『年金研究』No.01
- 福山圭一 (2016) 「EU 職域年金基金指令の改正 (IORP ) について」、『年金研究』No.05

(参考) 新旧対照表

2005年投資規則第2条第3項(運用基本方針の記載事項)

改正前	改正後
<p>(3) 運用基本方針は、文書により、少なくとも次の事項をカバーしなければならない。</p> <p>(a) 1995年法第36条(投資の選択)に規定する要件に確かに従うための受任者のポリシー</p> <p>(b) 次に関する受任者のポリシー</p> <p>(i) ~ (v)</p> <p>(vi) <u>投資において、社会、環境又は倫理的な考慮を(もし行うなら)行う程度</u></p> <p>(c) <u>(もしあれば)投資に付随する権利(議決権を含む)の行使に関する受任者のポリシー</u></p>	<p>【変更なし】</p> <p>【変更なし】</p> <p>【変更なし】</p> <p>【変更なし】</p> <p>(vi) <u>投資の適切な時間地平*にわたる財務的に重要な考慮**、これには投資においてどのようにそれらの考慮が勘案されるのかを含む</u></p> <p>* <u>信託制度の受任者が考える、投資による将来の給付のファンディングに必要な時間の長さを意味する。</u></p> <p>**<u>環境、社会及びガバナンスの考慮(気候変動を含むが、これらに限定されない)であって、信託制度の受任者が財務的に重要と考えるものを含む。</u></p> <p>(vii) <u>投資において、非財務的な事項*の勘案を(もしするなら)する程度</u></p> <p>* <u>加入者及び受給者の見方を意味し、倫理的な見方並びに社会的、環境的インパクトや加入者及び受給者の現在と将来の生活の質に関する見方を含む。</u></p> <p>次に関する受任者のポリシー</p>

	<p><u>(i) 投資に付随する権利（議決権を含む）の行使</u></p> <p><u>(ii) 投資に関するエンゲージメント活動（受任者が適切な人々*を適切な事項**についてモニターし、エンゲージする方法及び状況を含む）</u></p> <p><u>* 借入又は株式の発行者、運用会社、その他のステークホルダー</u>  <u>***その他の借入又は株式の保有者を含む（これらに限定されない）。</u></p> <p><u>**借入又は株式の発行者に関する事項を含み（これに限定されない）そのパフォーマンス、戦略、資本構成、実際の又は潜在的な利益相反の管理、リスク、社会・環境インパクト及びコーポレート・ガバナンスを含む。</u></p> <p><u>***借入又は株式の発行者に関心を持つ人または人の集団をいう。</u></p> <p><u>(d) 運用会社との間の受任者の取決めに関するポリシーであって、次のものを記述するか、記述しない場合はその説明</u></p> <p><u>(i) 運用会社との取決めは、運用会社の投資戦略及び決定が(b)で述べた受任者のポリシーと一致するよう、どのように運用会社をインセンティブ付けしているか</u></p> <p><u>(ii) 当該取決めは、運用会社が、借入又は株式の発行者の中長期的な財務的・非財務的パフォーマンスについてのアセスメントに基づき決定し、及び、その中長期的</u></p>
--	--

	<p><u>なパフォーマンスを改善するためにエンゲージするよう、どのように運用会社をインセンティブ付けしているか</u></p> <p><u>(iii) 運用会社のパフォーマンス及びその運用サービスの報酬の評価の方法(及び時間地平*)は、(b)で述べた受任者のポリシーとどのように整合しているか</u></p> <p><u>* 受任者が運用会社のパフォーマンスを評価する期間をいう。</u></p> <p><u>(iv) 受任者は、運用会社によるポートフォリオの売買コスト*をどのようにモニターし、目標ポートフォリオ売買高**又は売買レンジ***をどのように定義してモニターしているか</u></p> <p><u>* 投資の購入、売却、貸出し又は借受けの結果生じるコストをいう。</u></p> <p><u>**制度の資産が購入又は売却されると期待される範囲の頻度をいう。</u></p> <p><u>***制度の資産が購入または売却されると期待される範囲の最小及び最大の頻度をいう。</u></p> <p><u>(v) 運用会社との取決めの存続期間</u></p>
--	---

(備考)

表中\*、\*\*、\*\*\*は筆者が付したものであり、その語句についての説明は、新設された第4項において用語の定義の形で定められているが、便宜上、第3項中の各規定に続けて示した。