

**第24回事務局参考資料**  
**(企業と投資家の対話の充実/  
企業年金受益者と母体企業の利益相反管理)**

令和3年2月15日  
金融庁

# (1) 総論

# スチュワードシップ・コードの概要

2014年2月26日策定  
2017年5月29日改訂  
2020年3月24日再改訂

□ 機関投資家等が、投資先企業との「建設的な対話」を通じて、企業の持続的成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大という責任（スチュワードシップ責任）を果たすための行動原則。

## 枠組み

- 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。ただし、金融庁がコードの受入れを表明した「機関投資家のリスト」を公表する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。
- プリンシプルベース・アプローチ：自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断。
- コンプライ・オア・エクスプレイン：コードは、法令のように一律の義務を課すのではなく、「原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか」を求める手法を採用。

## 概要

機関投資家は、

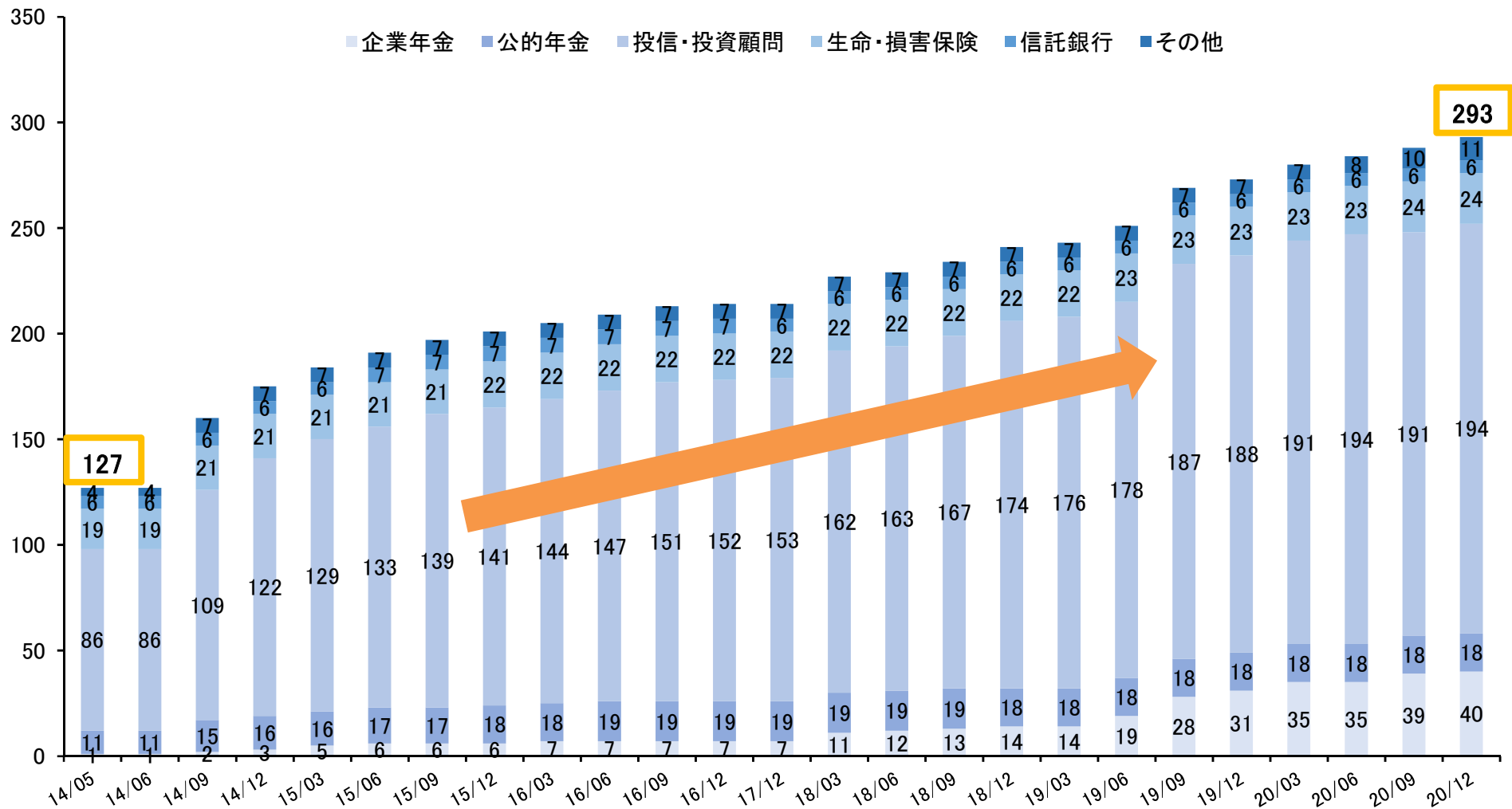
1. スチュワードシップ責任を果たすための「基本方針」を策定し、これを公表すべき。
2. 顧客・受益者の利益を第一として行動するため、「利益相反」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況を的確に把握すべき。
4. 建設的な対話を通じて投資先企業と認識を共有し、問題の改善に努めるべき。
5. 「議決権行使」の方針と行使結果を公表すべき。
  - 議決権行使結果は、個別の投資先企業及び議案ごとに公表。
  - 形式的に議決権行使助言会社の助言等に依拠せず、自らの責任と判断の下、議決権を行使すべき。
6. 顧客・受益者に対して、自らの活動について定期的に報告を行うべき。
7. 投資先企業に関する深い理解に基づき、適切な対話と判断を行うための実力を備えるべき。

機関投資家向けサービス提供者は、

8. 機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすにあたり、適切にサービスを提供するように努めるべき。

## スチュワードシップ・コードの受入れ機関数の推移

- 2014年2月のスチュワードシップ・コード策定以降、受入れ機関数は継続的に増加し、**293機関**が受入れを表明(2020年12月31日時点)。
- 2020年3月の再改訂版スチュワードシップ・コードには、既に**257機関**(204運用機関、53企業年金等)が対応(2020年12月31日時点)。



(出所)金融庁作成

## **(2) サステナビリティの考慮**

## スチュワードシップ・コードにおけるサステナビリティの記載

- 2020年3月、スチュワードシップ・コードの再改訂に当たり、コード前文の冒頭記載の「スチュワードシップ責任」の定義を変更し、**サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)**を考慮すべき旨を追加。

### 「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》 について

本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほかに**運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮**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」(最終受益者を含む。以下同じ。)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。

本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

# サステナビリティの考慮

- スチュワードシップ・コードの再改訂に対応した企業のうち、約7割の運用機関が何等かの形でスチュワードシップ活動方針やスチュワードシップ活動報告においてサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に言及。
- ESG等に関するエンゲージメントやESGインテグレーションに言及している例が多く見られた。

## サステナビリティの考慮についての公表事例

＜ESG評価を軸にした対話＞

原則3で説明したように、当社独自のESG評価等を用い、投資先企業の持続的成長に向けた当該企業の状況の把握を行います。この過程において認識した中長期的な持続可能性に向けての課題を対話アジェンダとし、対話を実施します。

こういったESG評価を軸にした対話の効果を高めるため、ESGや議決権の行使に係る専門人材であるコーポレート・ガバナンス・オフィサーを2007年9月より運用部門に配置しています。コーポレート・ガバナンス・オフィサーはグローバルなガバナンスやESG・CSRの動向を踏まえて、投資先企業と対話を行う運用担当者にアドバイスをを行うとともに、必要に応じて運用担当者と協働で対話を行っています。

当グループでは、「グローバル・サステナビリティ戦略」に沿って、すべての投資戦略が持続可能な投資アプローチを採用し、**ESGのリスクと機会について投資プロセスに統合**することを目標としています。ESG統合プロセスは、リスクや機会のある領域を特定し評価するために設計されています。ESG要素を統合し組み込むプロセスは当グループの「ESG統合ガイドライン」に基づいており、ESG検証委員会がモニターしています。運用チームは継続的に運用成績やリスクをモニタリングしています。(略)運用チームにおけるESGに関する定期的なトレーニングに加え、サステナビリティ・リサーチとスチュワードシップを担当するための豊富な資源を備えたサステナビリティ・センターが、運用戦略に即したESGの統合をサポートします。(略)

(出所)スチュワードシップ・コード署名機関のスチュワードシップ活動報告より、金融庁調べ

2020年度エンゲージメントアジェンダ

2020年度エンゲージメントレポート

3 海洋プラスチック問題

7 気候変動

2020年度エンゲージメントアジェンダの中で、気候変動や海洋プラスチック問題等を取り上げている

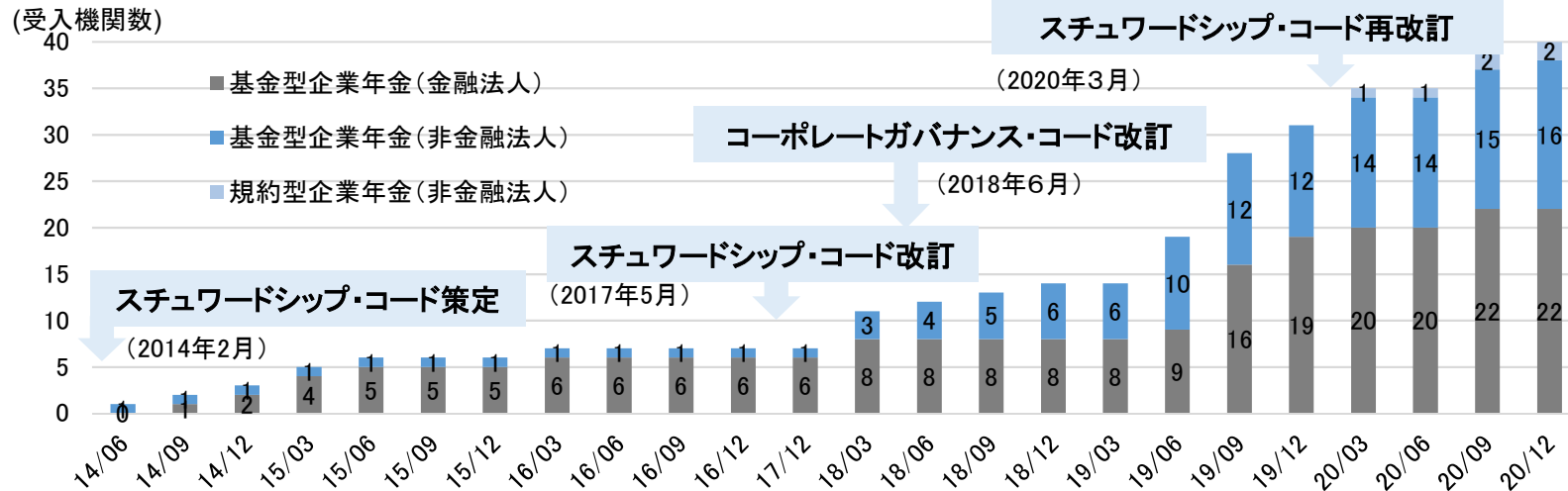
(出所)りそなアセットマネジメント「Stewardship Report2020/2021」より、金融庁作成。

### **(3) 企業年金受益者と母体企業の 利益相反管理**



# 企業年金等のアセットオーナーのステュワードシップ・コードの受入れ状況

□ ステュワードシップ・コードを受け入れている293の機関投資家のうち、**企業年金は40機関**。  
 (2017年改訂後、新たに**31基金型・2規約型企业年金**が受入れを表明。2020年12月31日時点)



## 基金型企业年金(金融法人)

2014年	三菱UFJ信託銀行企業年金基金 三菱UFJ銀行企業年金基金
2015年	三井住友銀行企業年金基金 みずほ企業年金基金、りそな企業年金基金
2016年	三井住友信託銀行企業年金基金
2018年	あいおいニッセイ同和企業年金基金 三井住友海上企業年金基金
2019年	横浜銀行企業年金基金、百五銀行企業年金基金 千葉銀行企業年金基金、中国銀行企業年金基金 第四銀行企業年金基金、北越銀行企業年金基金 伊予銀行企業年金基金、東邦銀行企業年金基金 武蔵野銀行企業年金基金、肥後銀行企業年金基金 鹿児島銀行企業年金基金、
2020年	常陽銀行企業年金基金、北陸銀行企業年金基金 北海道銀行企業年金基金

## 基金型企业年金(非金融法人)

2014年	セコム企業年金基金
2018年	エーザイ企業年金基金、 全国建設企業年金基金、 エヌ・ティ・ティ企業年金基金 三菱商事企業年金基金
2019年	公認会計士企業年金基金、 カシオ企業年金基金、 日本ITソフトウェア企業年金基金、 大塚製薬企業年金基金 伊藤忠企業年金基金
2020年	観光産業企業年金基金、 アドバンテスト企業年金基金 日本ペイント企業年金 資生堂企業年金基金 日清食品企業年金基金

## 規約型企业年金(非金融法人)

2020年	株式会社野村総合研究所(規約型企业年金) パナソニック株式会社(規約型企业年金)
-------	---

(出所)金融庁作成

## コーポレートガバナンス・コード原則2-6に基づく開示

- コーポレートガバナンス報告書(原則2-6)において、母体企業と企業年金との利益相反管理のための措置について詳細に記載している企業も存在。

### 【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)のコーポレートガバナンス報告書の記載抜粋

#### A社

企業年金の専門性を補完する必要性から、年金資産に関する運用基本方針や運用管理規程等を定めております。なお、基金規約に基づいて、基金の運営上の重要事項については、受益者である従業員からの代議員が半数占める代議員会において決議しており、当社と受益者との間に生じ得る利益相反についても適切に管理されております。

#### B社

当社は、企業年金基金の運用ポートフォリオと運用委託先のスチュワードシップ活動に関して同基金の意向を尊重し、同基金の規約において自己または第三者の利益を図る目的をもった積立金の運用を禁止している他、同基金の理事・代議員等には利益相反等に関する周知を定期的に行うことで、企業年金の受益者と会社との間に生じえる利益相反を適切に管理しております。

#### C社

個別の投資先選定や議決権行使については運用機関へ一任し、企業年金の受益者と会社の間で利益相反が生じないようにしています。

#### (参考)【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、…(略)…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。

## **(4) 社外取締役と投資家との対話**

## 企業と投資家の対話の促進

- 企業と投資家との対話の促進に向けては、スチュワードシップ・コードの再改訂において、**非業務執行役員(独立社外取締役・監査役等)**と投資家の対話の有益性についても言及がされている。

スチュワードシップ・コードの記載(2020年3月24日再改訂版)

**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。**

### 指針

4-1. 機関投資家は、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<sup>[17]</sup>を図るよう努めるべきである。なお、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べきである。

注17) 例えばガバナンス体制構築状況(独立役員の実用を含む)や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、**業務の執行には携わらない役員(独立社外取締役・監査役等)**との間で対話を行うことも有益であると考えられる。

## エンゲージメントへの社外取締役等の参加

- 社外取締役と投資家との対話について、個別に対話の機会を作っている企業は約5%に留まる。
- 経営陣や役員クラスが機関投資家との対話に参加する企業は増加傾向にあるものの、未だ少数に留まるとの指摘がある。

### 社外取締役と投資家との対話状況

現在、社外取締役と株主との個別の対話は行っていないし、そのような対話を行う必要性を感じない

29%

N = 860

現在、社外取締役と株主との個別の対話を行っていないが、求められればそのような機会を作ってもよい

56%

(個別の対話ではなく)株主総会の場で社外取締役からの説明の機会を作っている

14%

(個別の対話ではなく)投資家説明会やIR活動の場で社外取締役からの説明の機会を作っている

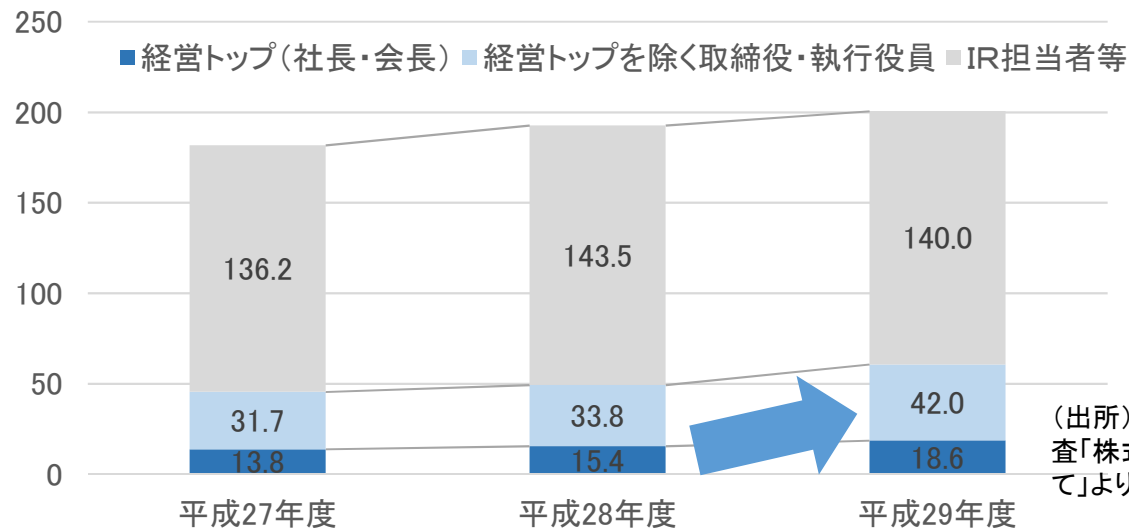
4%

株主の個別の求めに応じ、個別に社外取締役との対話の機会を作っている

5%

(出所) 経済産業省「2019年度企業・社外取締役アンケート調査」より金融庁作成

### 対話の年間平均実施回数(企業)



(出所) 平成27、28、29年度生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」より金融庁作成