

りそな年金研究所

企業年金ノート

【本題】DBにおける「日本版スチュワードシップ・コード」について	P1
【コラム】DCの活用を阻む“スラッジ”を取り除く	P11

DBにおける「日本版スチュワードシップ・コード」について

1. はじめに

金融庁に設置された「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」において、2014（平成26）年2月26日に『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≫（以下「日本版スチュワードシップ・コード」）（※1）が策定・公表され、その後、同検討会にて議論が重ねられ、2017（平成29）年5月29日と2020（令和2）年3月24日に、その改訂版（※2）が公表されました。

この「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明している機関投資家のリストは、金融庁のウェブサイト（※3）にて公開されており、2023（令和5）年12月31日時点で、「331」の機関投資家（※4）が、受入れを表明しています。

今回は、2020（令和2）年3月24日に公表された「日本版スチュワードシップ・コード」の改訂版の概要と、「日本版スチュワードシップ・コード」受入れ表明済の企業年金基金や確定給付企業年金実施の事業主（以下「年金基金等」）の取り組みについて、紹介することとします。

- （※1 「スチュワード（steward）」という英単語は日本語に直訳すると「財産管理人」という意味があります。「スチュワードシップ・コード」とは英国において2010（平成22）年に金融機関をはじめとした機関投資家のあるべき姿を指針として定められたものであり、その「日本版」であることから「日本版スチュワードシップ・コード」と呼称されています。）
- （※2 2020（令和2）年3月24日に改訂・公表された『責任ある期間投資家』の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫が公開されている金融庁のウェブサイトのURLは「<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/>」です。）
- （※3 「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明している機関投資家のリストが金融庁のウェブサイトで公開されていますが、そのURLは、「<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/list.xlsx>」です。）
- （※4 「331」の機関投資家の内訳は、りそな銀行を含む信託銀行等が「6」、投信・投資顧問会社等が「208」、生命保険・損害保険会社が「24」、年金基金等が「82」、その他（機関投資家向けサービス提供者等）が「11」です。）

2. 「日本版スチュワードシップ・コード」の構成

2020（令和2）年3月24日に公表された「日本版スチュワードシップ・コード」の改訂版は、A4版縦で「21ページ」で構成されています。ページごとの表記内容は、次の〈図表1〉の通りです。

〈図表1〉「日本版スチュワードシップ・コード」の構成

1～9 ページ	日本版スチュワードシップ・コードを公表することとなった経緯や背景の説明等
10 ページ	本コードの原則（8項目）
11～21 ページ	「原則」ごとの「指針」

3. 「日本版スチュワードシップ・コード」で示されている「原則」と「指針」

「日本版スチュワードシップ・コード」には、8つの「原則」と、原則ごとに「指針」が掲載されています。

「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明する年金基金等を含む機関投資家は、この8つの「原則」と、それぞれの「指針」に基づいた施策を講じること（講じない場合はその理由の説明）が求められることとなります。

ここでは、8つの「原則」ごとに示されている「指針」を紹介するとともに、年金基金等が、これらの「指針」に基づき、講じるべき施策について、筆者の考えを説明いたします。なお、各「指針」に下線を施している部分は、年金基金等が「日本版スチュワードシップ・コード」を受け入れる際に特に注意すべき点であると筆者が考えている部分であり、実際の「日本版スチュワードシップ・コード」の「指針」には、下線は施されていません。

(1) 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。

① 指針1-1.

機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか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その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べきである。

年金基金等の立場からみた「顧客・受益者」とは、「DB 制度の加入者や受給権者」に他なりません。つまり、年金基金等は、「DB 制度の加入者や受給権者」のために、中長期的な投資リターンの拡大を図ることが求められます。

② 指針1-2.

機関投資家は、こうした認識の下、スチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で当該方針において明確に示すべきである。

年金基金等は、「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」すべきとされています。また、「スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針」は、資産運用委員会等で議論したうえで「策定」し、ウェブサイトや加入者・受給権者への業務概況の周知などの媒体を通して「公表」することが求められます。

③ 指針1-3.

アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである。アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。

年金基金等は、資産運用を委託している信託会社・生命保険会社・投資顧問会社等の運用機関に対し、「実効的なスチュワードシップ活動」が行われるよう、働きかけることが求められます。

④ 指針1-4.

アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

年金基金等は、「指針1-3」に基づく運用機関への働きかけを実施する際には、求める事項や原則を明確に示すことが求められますが、このためには、「指針1-2」に基づいて公表している「方針」に、運用機関に求める事項や原則を記載しておくこと等が必要となります。

⑤ 指針1-5.

アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。この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等のスチュワードシップ活動の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数・面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始すべきではない。

年金基金等は、運用機関に対するモニタリングを行うことが求められますが、それが形式的なものだけにならないようにすることが求められます。

(2) 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。

① 指針2-1.

機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。

年金基金等は、加入者や受給権者の利益を第一として行動すべきです。一方で、利益相反を適切に管理することも重要となります。

② 指針2-2.

機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように実効的に管理するのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

特に、運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべきである。

年金基金等は、「指針2-1」に基づく利益相反を実効的に管理するための明確な方針を策定し、公表することが求められます。

③ 指針2-3.

運用機関は、顧客・受益者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し、これを公表すべきである。

「指針2-3」は、運用機関に課されているものですが、年金基金等は、「指針1-5」に基づく「運用機関に対するモニタリング」を通して、運用機関のガバナンス体制などが整備されていることを把握しておくことが求められます。

④ 指針2-4.

運用機関の経営陣は、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べきである。

「指針2-4」は、運用機関に課されているものですが、年金基金等は、「指針1-5」に基づく「運用機関に対するモニタリング」を通して、運用機関の行動が「指針2-2」に基づき策定した利益相反の管理の方針に基づいたものとなっているのかについて、把握しておくことが求められます。

(3) 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。

① 指針3-1.

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。

年金基金等は、運用機関を通して投資している企業の状況を的確に把握することが求められます。

② 指針3-2.

機関投資家は、こうした投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができていくかについて適切に確認すべきである。

年金基金等は、「指針3-1」に基づく投資先企業の状況の把握を継続的に行うことが求められます。

③ 指針3-3.

把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、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、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用戦略には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

年金基金等は、「指針3-1」「指針3-2」に基づき継続的に把握しておくべき投資先企業の状況についてどのような事項に着目するかについては、自ら判断を行うことが求められます。

(4) 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。

① 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。

年金基金等は、投資先企業の持続的成長を促すことを目的とした対話を建設的に行うよう努めることが求められます。

② 指針 4-2.

機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

年金基金等は、「指針 4-1」に基づき実施するよう努めることとされている投資先企業との対話において、投資先企業の中長期的な企業価値の向上などに結び付くものとなるよう意識しておくことが求められます。

③ 指針 4-3.

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、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、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べきである。

年金基金等は、パッシブ運用を実施する場合であっても、「指針 4-1」や「指針 4-2」に基づく投資先企業との対話などに積極的に取り組むべきです。

④ 指針 4-4.

以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、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持つべきである。

年金基金等は、「指針 4-1」に基づく投資先企業との対話についての明確な方針を持っておくことが求められます。

⑤ 指針 4-5.

機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、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（協働エンゲージメント）が有益な場合もあり得る。

年金基金等は、「指針 4-1」に基づく投資先企業との対話を行うに当たり、他の年金基金等と協働で実施することも有用であるとされています。

⑥ 指針4-6.

一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「コーポレートガバナンス・コード」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話を行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、当該対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである。

年金基金等は、「指針4-1」に基づく投資先企業との対話を行う際には、未公表の重要事実を受領することについて慎重に考えることが求められます。

(5) 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。

① 指針5-1.

機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、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べきである。

年金基金等は、投資先企業のすべての保有株式について議決権行使するよう努めるべきとされています。また、当該議決権行使のためには、投資先企業との対話の内容等を踏まえて判断すべきとされています。

② 指針5-2.

機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。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べきである。

年金基金等は、「指針5-1」に基づく議決権行使に当たり、あらかじめ明確な方針を策定し、これを公表することが求められます。

③ 指針5-3.

機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

また、機関投資家がステewardシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。

年金基金等は、「指針5-1」に基づき実施した議決権の行使結果を公表することが求められますが、その中でも重要と判断される議案については、その理由も公表すべきであるとされています。

④ 指針5-4.

機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえて利用することが重要であり、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、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、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、当該議決権行使助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法についても公表すべきである。

年金基金等は、「指針5-1」に基づく議決権行使を実施するに当たって、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、当該議決権行使助言会社の名称なども公表すべきであるとされています。

(6) 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。

① 指針6-1.

運用機関は、直接の顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じてスチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、原則として、定期的に報告を行うべきである。

「指針6-1」は、運用機関に課されているものですが、年金基金等は、運用機関から見た場合の「直接の顧客」の立場であることから、運用機関がスチュワードシップ責任をどのように果たしているかについての定期的な報告を受けることが必要となります。

② 指針6-2.

アセットオーナーは、受益者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、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、報告を行うべきである。

年金基金等は、加入者や受給権者に対し、自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針と実施状況を、少なくとも年に1度、報告することが求められます。

③ 指針6-3.

機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性・コストなども考慮して決めるべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきである。

年金基金等は、「指針6-2」に基づく加入者や受給権者への報告の様式や内容について、効果的かつ効率的となるよう工夫すべきであるとされています。

④ 指針6-4.

なお、機関投資家は、議決権の行使活動を含むスチュワードシップ活動について、スチュワードシップ責任を果たすために必要な範囲において記録に残すべきである。

年金基金等は、自らが実施するスチュワードシップ活動について、必要な範囲において記録に残すべきとされています。

(7) 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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、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。

① 指針 7-1.

機関投資家は、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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、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。

このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。

年金基金等は、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の実力を備えておくことが重要です。

② 指針 7-2.

特に、機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。

また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成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べきである。

年金基金等は、スチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきとされており、そのために、組織構築・人材育成などを推進すべきであるとされています。

③ 指針 7-3.

対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。

年金基金等は、「指針 4-1」に基づき実施している投資先企業との対話や、「指針 5-1」に基づく議決権の行使のための判断を適切に行うため、他の投資家と意見交換を行うことも有益であるとされています。

④ 指針 7-4.

機関投資家は、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を適宜の時期に省みることにより、本コードが策定を求めている各方針の改善につなげるなど、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。

特に、運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らの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、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである。その際、これらは自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

年金基金等は、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきとされています。

(8) 原則 8

機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

① 指針 8-1.

議決権行使助言会社・年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者は、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するのかについての明確な方針を策定して、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきである。

② 指針 8-2.

議決権行使助言会社は、運用機関に対し、個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うため、日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであり、透明性を図るため、それを含む助言策定プロセスを具体的に公表すべきである。

③ 指針 8-3.

議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきである。

助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することも、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられる。

「指針 8-1」～「指針 8-3」は、議決権行使助言会社に課されているものですが、年金基金等は、「指針 5-1」に基づく議決権行使を実施するに当たって、「指針 5-4」に基づき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、当該議決権行使助言会社が「指針 8-1」～「指針 8-3」に掲げる事項を実行できているかを把握しておくことが求められます。

4. 「日本版スチュワードシップ・コード」受入れ済の年金基金等の取り組み

実際に「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明している複数の年金基金等から、スチュワードシップ活動についての取り組みをヒアリングさせていただきました。(＜図表 2＞)

＜図表 2＞スチュワードシップ活動に係る年金基金等の取り組みの一例

項目	ヒアリング内容	年金基金等における取り組み
原則 1	方針を公表した結果、外部から反響（質問など）を受けたことがある場合、どのような内容の質問で、どのような回答を行ったのかご教示ください。	<ul style="list-style-type: none"> 「他の年金基金等」から「運用機関に求める内容」についての質問で、「運用機関として正しいと思うことを表明してください」とリクエストしている旨を回答しました。 「他の年金基金等」から「加入者や受給権者への報告内容」についての質問で、「運用機関の施策」や「運用機関が投資先企業と行っている対話（エンゲージメント）の行動計画と内容」「運用機関が行った議決権行使結果」「運用機関の自己評価」等であることを回答しました。
原則 2	「DB」における「利益相反」と考えていることは何であると考えていますか？	<ul style="list-style-type: none"> 「投資先企業」に「実施事業所（またはそのグループ企業）」が含まれている場合であって、当該「投資先企業」の株主総会の議案に「賛成（または反対）」することにより、当該「投資先企業の雇用者（＝DB 制度の加入者等）」にとっての利益につながらない（どちらかといえば損失につながる）と考えられることではないでしょうか。
原則 3	「自家運用でない DB」の場合、投資企業の状況判断は、「運用機関」に任せているものと考えていますが、各「運用機関」から「投資企業の状況判断についての報告」を受けていますか？	<ul style="list-style-type: none"> すべての「運用機関」から、四半期ごとに報告を受けていますが、それは、年金基金等の側からそのように求めているからです。

項目	ヒアリング内容	年金基金等における取り組み
原則 4	これまでに、「運用機関」から、「投資先企業の持つ問題の改善」に関する報告を受けたことがある場合、それはどのような内容で、年金基金等として感じたことをご教示願います。	<ul style="list-style-type: none"> 代表的な事例についての報告を受けています。 「投資先企業が不祥事を起こしたとき」の考え方が「運用機関」によって違いがあると感じています。
原則 5	これまでに、「運用機関」から、「投資先企業の持続的成長に資するものとなる工夫」に関する報告を受けたことがある場合、どのような内容であったかご教示願います。	<ul style="list-style-type: none"> 「買収防衛策の反対基準」や「役員報酬の反対基準」等です。 「運用機関」には、あらかじめ「年金基金等として考えている基準」を提示していることもあり、その基準に沿った報告を受けています。
原則 6	「DB の立場からみた『顧客・受益者』」は、「加入者・受給者」ですが、「DB 基金・DB 実施事業主」として、「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、どのような形（媒体）で、「加入者や受給者」に報告を実施していますか？	<ul style="list-style-type: none"> 加入者や受給権者にパスワードを開示したうえで、HP 上のパスワード付きで報告しています。
原則 7	「投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う適切な判断」を実施するのは、「運用機関」の役割であると考えますが、「DB 基金や実施事業主の立場」で、その実力を備えるための施策を実施していますか？	<ul style="list-style-type: none"> 年金基金等の運用責任者の立場で、資産運用に関する各種の資料（雑誌やインターネット、各種セミナー等）を介し、最新動向の把握に努めています。 運用機関からの報告書等を年金基金等の事務職員に開示することで、年金基金等全体の知識向上を図っています。
原則 8	これまでに「機関投資家向けサービス提供者」を活用したことがありますか？	<ul style="list-style-type: none"> 「日本版スチュワードシップ・コード」上の「機関投資家向けサービス提供者」に該当するわけではありませんが、運用コンサル会社と意見交換をしています。
その他	これまでに「資産運用委員会」で、「スチュワードシップ・コードの受入れ」にあたり、どのような議論を実施してきましたか？	<ul style="list-style-type: none"> 「2017 年 12 月」と「2020 年 10 月」の「日本版スチュワードシップ・コード」の改訂時に、それぞれ、「議決権行使結果の個別開示を実施しない運用機関を採用すべきか」、「サステナビリティへの考慮を行うことに対する運用機関としての年金基金等への対応方法」について、年金基金等として議論を実施してきました。
	「年金基金等」の立場で、「スチュワードシップ・コードの受入れ」にあたり、どのような先からどのような情報を欲していますか？	<ul style="list-style-type: none"> 既に「日本版スチュワードシップ・コードの受入れ」を表明している立場で、今後必要とする情報は、「国際的な経済情勢等の変化（SDG s の世界的な達成状況や、新たに注目されている話題等）」に関するタイムリーかつ加入者等の目線での分かりやすい解説記事などです。
	「スチュワードシップ活動」を実施する際の工夫点を教えてください。	<ul style="list-style-type: none"> 年金基金等は、自らが株式の売買や議決権行使を行うわけではなく、そのほとんどを運用機関に任せているという立場ですが、「年金基金等自らがスチュワードシップ活動を実施する」つもりで、「日本版スチュワードシップ・コード」に記載されている「原則」や「指針」に基づく各種の基準や考え方を書面にまとめ、年金基金等として採用しているすべての「運用機関」に当該書面を提示しています。 各「運用機関」からは、年金基金等として提示した書面に沿った報告を求めているわけですが、あくまでも「運用機関としての考え方」を明確にした報告書を作成いただき、年金基金等として、「運用機関」との間での対話を有意義なものとするのを心掛けています。
	今後、「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ表明を検討している年金基金等へのメッセージをお聞かせ願います。	<ul style="list-style-type: none"> 年金基金等が「日本版スチュワードシップ・コード」を受け入れ、スチュワードシップ活動を実施する場合の各原則・各指針への対応は、「運用機関」にその対応を求め、自身の活動はモニタリングが中心となることが一般的であると考えられるので、相対的に大きな負担を感じることなく活動できるのではないかと考えています。 「日本版スチュワードシップ・コード」は、2017（平成 29）年に制定されてから、3～4 年ごとに改訂されてきていますので、そろそろ次期改訂がなされる頃ではないかと思えます。 この改訂の時期が導入のチャンスであると考えてもよいと思いますので、情報の収集を始めてはいいかでしょうか。 「日本版スチュワードシップ・コード」に基づいた「スチュワードシップ活動」を、年金基金等として実践することにより、確定給付企業年金として意義のある資産運用を実現できるのではないかと考えています。

5. おわりに

今回の記事は、すでに「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明している年金基金等のみなさまにはその内容を再確認いただくために、まだ「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明していない年金基金等のみなさまが受入れを検討される場合にはその検討の一助として、ご活用いただけることを期待しております。

（りそな年金研究所 出口 衛）

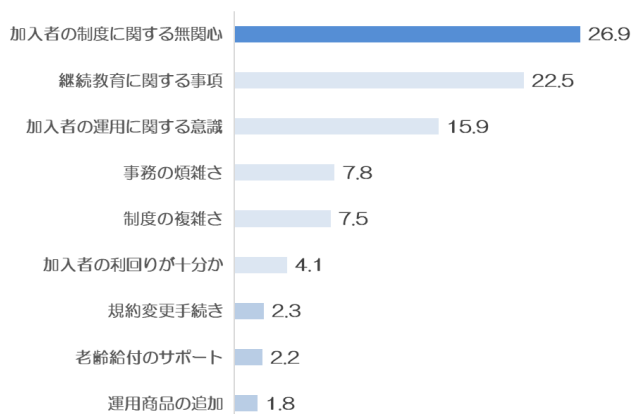
DCの活用を阻む“スラッジ”を取り除く

今回のコラムのテーマは、「DC（確定拠出年金）の活用を阻む“スラッジ”」に関する、とある信託銀行の新人担当者「Aさん」と、その上司「B課長」との会話です。

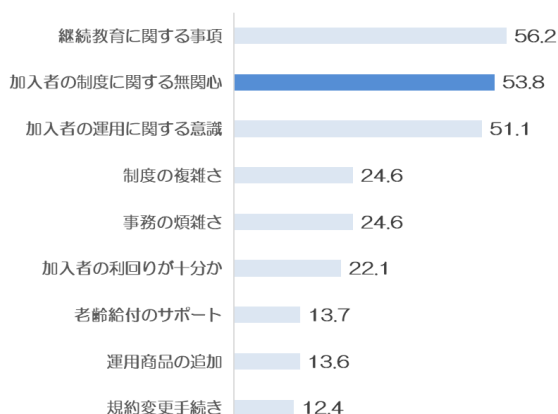
Aさん：先日お客さまの所に伺った際に、「加入者がなかなかDC制度に対して関心を持ってくれなくてね……」とお悩みのようでした。お客さまから「加入者の制度に関する無関心」について相談されるのは今年に入ってもう3回目です……。

B課長：それは多くのお客さまの共通の悩みみたいだね。実際、NPO法人確定拠出年金教育協会による「企業型確定拠出年金（DC）担当者の意識調査2023」によれば、2023年の「現時点におけるDC制度に関する悩み」は、「加入者の制度に関する無関心」が高い割合だったんだ。

【事業主担当者の悩み(単一回答・単位%)】



【事業主担当者の悩み(複数回答・単位%)】



(出典) NPO法人確定拠出年金教育協会「企業型確定拠出年金（DC）担当者の意識調査2023」を基に、りそな銀行作成

Aさん：そうなんですね。お客さまには、「今後行う継続教育は加入者がDCに関心を持てるような内容にしましょう」と言って、今内容について打ち合わせをしているところなのですが、加入者にDCへの関心を持ってもらう良い方法はないのでしょうか。

B課長：継続教育の内容を充実させるのはもちろん重要だね。それ以外のアプローチだと……。ん～なかなか難しいところだね。ところでAさんは「スラッジ」って聞いたことあるかな？

Aさん：スラッジ？ 初耳です。

B課長：スラッジは英語で「ぬかるみ」という意味で、行動経済学の用語なんだ。「人々の合理的な行動を阻む仕組み」のことで、いわば行きたいところへ行くのを阻む「摩擦」といったところかな。

Aさん：私、先日たまたまプライベートで契約しているある商品のサブスク契約を見直ししようと思ったのですが、契約書のどこを見たらいいのかもわからず、コールセンターも繋がらずで、結局諦めてしまったんです。これってもしかして？

B課長：まさにスラッジだね。DC制度にも隠れたスラッジがたくさんあって、それが加入者の関心を妨げていたりしないかな？

Aさん：为什么呢……。そういえば加入者から「パスワードがわからなくて加入者サイトに入れない」という声があるようです。パスワードの再発行には1週間ほど時間を要しますし、加入者がDC制度に関心を持つ上での「摩擦」になっているような……。

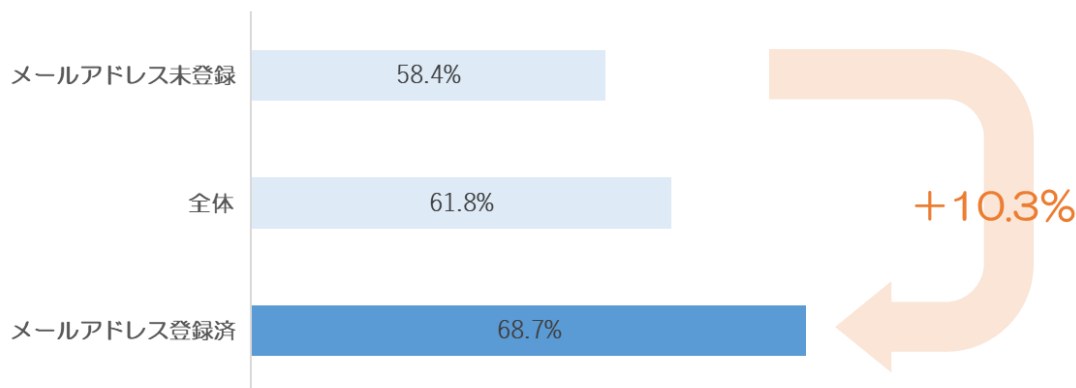
B課長：良い着眼点だね。それなら2021年10月に日本インベスター・ソリューション・アンド・テクノロジー(株)（記録関連運営管理機関）は、あらかじめメールアドレスを登録しておく、パスワードを即時に再設定できる仕組みを導入しているよね。サイトを見たいと思った時にパワ

ードを忘れていても、すぐに再設定が可能になったよ。加入者のメールアドレスを事業主側で一括登録することもできるんだ。

A さ ん：先日のお客さまのところは加入者のメールアドレス登録率が低かったのですが、事業主側でのメールアドレス一括登録方法を改めてご案内することで、加入者の DC 制度への関心を高めることができるかも知れませんね！

B 課 長：いいですね。ちなみに実際にメールアドレス登録の有無によって投資信託保有比率に差があるというデータがあるんだ。

<メールアドレス登録の有無別の投信比率（2023年9月末）>



※りそな銀行が受託している企業型 DC に 10 年以上加入している加入者を対象に集計

A さ ん：結構大きく違うんですね！

B 課 長：もちろんメールアドレス登録率の高い企業が往々にして継続教育などにも熱心に取り組んでいるという側面もあるだろうね。それでも「加入者サイトに入りたい時に入れる」ということは「加入者の無関心」を防ぐ上でかせないポイントであることは間違いないよ。昨今ニュースでよく見るようになった「資産運用立国」「資産所得倍増計画」「新 NISA」などなど、「貯蓄から投資」の流れを肌で感じる機会も増えたからね。

私たち金融機関はともすればお客さまの金融リテラシーの向上に資する取組みばかりに重きを置きがちだけれども、実は人々の金融に関する知識や興味は数年前より格段に向上していて、私たちがこれからより重視すべきは、DC 制度に関する手続きの支障、スラッジを取り除くことかもしれないね。

A さ ん：はい！ さっそく先日のお客さまに加入者のメールアドレス登録をお試しになるようご案内します！

B 課 長：素晴らしいですね。事業主側のひと手間でも、加入者が DC 制度をより有効活用できるようになることを私たちからどんどん発信していきましょう！

(信託年金営業部 インサイドビジネス室 佐藤 博亮)

メールマガジンをご希望のお客さま

りそな年金研究所では、企業年金ノートやりそな年金トピックスなどの各種年金制度に関する情報発信を、メールマガジン形式(無料)でご案内しております。受信をご希望されるお客さまは、企業年金ネットワーク(こちら→ <https://resona-nenkin.my.salesforce-sites.com>)の「お知らせ」「メールマガジンをご希望のお客さま」に添付の登録依頼書に必要事項をご記入・ファイル添付のうえ、タイトルを「メールマガジン登録希望」として、以下のメールアドレスに送信してください。ご登録についての詳細につきましては、りそな年金研究所までお問い合わせください。

TEL: 06-6268-1750 送信先 E-mail: Pension.Research@resonabank.co.jp

企業年金ノート 2024(令和6)年4月号 No.672

編集・発行: 株式会社りそな銀行 信託年金企画部 りそな年金研究所

〒540-8610 大阪府大阪市中央区備後町 2-2-1

TEL: 06-6268-1750 E-mail: Pension.Research@resonabank.co.jp



りそな銀行(企業年金・iDeCoのお客さま): <https://www.resonabank.co.jp/nenkin/index.html>

りそな企業年金ネットワーク: <https://resona-nenkin.my.salesforce-sites.com>