

## 「日本版スチュワードシップ・コード」に対する連合の考え方 ～ワーカーズキャピタル責任投資を促進する観点から～

### 1. はじめに

金融庁は 2014 年 2 月 26 日、「日本版スチュワードシップ・コード」<sup>(※)</sup>（以下、「日本版コード」）を策定・公表した。これを受け、2014 年 5 月末までに年金積立金管理運用独立行政法人（G P I F）など 127 の機関投資家が「日本版コード」の受入れを表明した。

年金基金などワーカーズキャピタルの運用が直接・間接に企業や社会に実質的な影響を与え得ることを考えれば、労働者（労働組合）は資金の所有者として社会や環境に悪影響をおよぼす企業行動に加担する投資を排除し、公正な市場を確立する社会的責任を認識する必要がある。また、企業の社会的責任の状況を考慮した投資（以下、責任投資）により、年金基金および最終受益者である労働者は、結果として中長期的に安定したリターンを確保することが可能となる。このような認識のもと、連合は 2010 年 12 月に「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」を策定、2013 年 4 月には『ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン』に基づく取り組みの手引き』を作成し、年金基金の「運用の基本方針」に責任投資の考え方を組み込むよう構成組織を通じて働きかけるなど、今日まで取り組みを展開してきている。

※「日本版スチュワードシップ・コード」とは（概要は別紙参照）

年金基金をはじめ機関投資家が適切に受託者責任を果たすための諸原則を定めたものであり、投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大をはかるための「7つの原則」と、それぞれの原則をより具体化した「指針」により構成されている。

なお、「日本版コード」では、年金基金など「資産保有者としての機関投資家」は自ら直接的に投資先企業との対話等を行わずとも、委託先である「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が可能とされている。また、コードの履行の態様は規模等によりさまざまに異なり得るともされている。

### 2. 連合の基本的な考え方について

連合は、『責任ある機関投資家』の諸原則』として「日本版コード」がとりまとめられたことを評価し、また、ワーカーズキャピタル責任投資を促進するための有効な手段と捉え、以下、基本的な考え方を示す。

- 「日本版コード」は、機関投資家が投資先企業との目的を持った対話などを通じて企業価値の向上を促すことで、年金加入者など顧客・受益者の中長期的なリターンの拡大をはかり、その好循環が経済・社会全体の持続的な成長につながるとして期待されている（別紙図 1 参照）。社会的責任に配慮した企業行動および金融取引を促し、公正かつ持続可能な社会形成に貢献するというワーカーズキャピタル責任投資の目的と基本的に合致する。したがって、年金基金は可能な範囲で「日本版コード」の受入れを検討すべきで、その際、責任投資を中心軸に据えるべきである。

- 「日本版コード」は、「ヘッジファンド、P Eファンド等に関する政策的課題と対応の考え方」(2007年)、「企業法制および投資ファンド規制に対する連合の考え方」(2009年)など、持続可能で健全な経済の発展をめざす観点からこれまで連合が積み上げてきた考え方とも大枠的には合致する。政府は「日本版コード」の目的や性格・位置づけ等の定着・普及をはかり、同コードが適切に機能するよう努めるべきである。
- あわせて、政府はより多くの年金基金が責任投資に取り組むよう、「日本版コード」を国連責任投資原則(P R I)や21世紀金融行動原則など、責任投資を促進させる取り組みとセットで展開すべきである。
- 「日本版コード」における機関投資家は、基本的に日本の上場株式に投資する機関投資家が念頭に置かれているが、将来的には国内債券等に投資している機関投資家にも対象を拡大していくべきである。
- 内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」が2013年11月に取りまとめた「報告書」を受け、G P I Fをはじめ公的年金の積立金の運用について、株式等のリスク性資産割合を高める方向で見直しが進められており問題である。そのため、「『日本版コード』は株式市場への呼び水ではないか。G P I Fの運用改革を進めるための口実ではないか」といった懸念もあり、政府はそのような疑念の払拭にも全力を挙げるべきである。
- 機関投資家が公的年金の場合は、投資(運用)目的は「専ら被保険者の利益のため」に他ならず、そのことについて投資先企業と必ず共有をはかるべきである。

### 3. 「7つの原則」に対する連合の考え方(機関投資家に求められる行動など)

上述した基本的な考え方に加え、「日本版コード」の「7つの原則」について、機関投資家に求められる行動など、連合の考え方を以下に示す。

#### (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」について

- 「日本版コード」は法令ではなく、趣旨に賛同し、受け入れるかどうかは機関投資家の判断に委ねられている。しかし、市場の公正性・健全性、機関投資家の活動の透明性を確保・向上させるためには、年金基金に限らず、より多くの機関投資家が可能な範囲で受け入れ、明確な方針を策定・公表すべきである。
- その際、機関投資家は、業績報告、投資戦略、負債構造、手数料体系、ファンドマネージャーのインセンティブ体系等をはじめとする幅広い定性的・定量的な情報を積極的に開示すべきである。
- 年金基金のような「資産保有者としての機関投資家」の場合、直接的に投資先企業との対話等を行わないにしても、企業経営に影響をおよぼす立場にあることは間違いない。運用受託機関を通じて投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことが、ひいては被保険者・加入者の利益につながる。「資産保有者としての機関投資家」は、運用受託機関がスチュワードシップ活動を行う際の判断基準を明確に示すべきである(別紙図2参照)。

#### (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」について

- グローバル化が進展する中、多くの日本企業が海外でも事業展開している。機

関投資家は、国内・国外を問わず出資関係を含めたすべての関連・グループ企業名、サプライチェーンの企業名をわかりやすく開示すべきである。

(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」について

- 「指針3-3」では、機関投資家が把握すべき内容について、「投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項」が例示されている。これを受けて、GPIFが公表した「スチュワードシップ責任を果たすための方針」では、運用受託機関が投資先企業と行う「対話の内容の例」として、「ガバナンスの状況、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）、反社会的行為の防止」があげられており、GPIFの方針に初めて「ESG」（Environmental, Social, Corporate Governance）に関する事項が盛り込まれた。世界最大の年金基金であるGPIFが責任投資を行う姿勢を明確にしたことの意義は大きく、他の年金基金はこれを参考にしつつ、より明確な例示を行うことで取り組みの具体化に努めるべきである。
- 年金基金はまさに労働者が拠出した、ないしは労働者のために拠出されたワークスキャピタルである。また、労働者は企業における最も重要な財産である。したがって、年金基金は、投資先企業におけるILO中核的労働基準の遵守状況をはじめ、社会保険適用、安全衛生、労働者（労働組合）との対話、人材育成、女性管理職の登用、ワーク・ライフ・バランスの促進などディーセント・ワークへの配慮といった面に特に着目すべきである。

(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」について

- 「日本版コード」では、企業側が適切なガバナンス機能を発揮することにより企業価値の向上をはかる責務と、機関投資家の責務は、いわば「車の両輪」であるとされている。短期的に、企業側の立場で単に業績が上がればよい、あるいは機関投資家側の立場で株価が上がればよい・投資リターンが拡大すればよい、ということではなく、双方がより適切な責任を果たすことで中長期的に企業価値が向上し、それに見合った形で空疎ではない、本当に意味のある株価向上につながるという、WIN-WINの関係を構築すべきである。
- そのような意味で、投資される企業側も、機関投資家が適切にスチュワードシップ活動を行えるよう考慮して、対話の時間を十分に確保するとともに、株主総会等の時期を設定すべきである。

(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」について

- 機関投資家が示す価値基準が有益であれば、世の中の企業全体の価値の向上につながる。そのような信念のもと、機関投資家は、形式的ではない、より具体的な価値基準を、自信をもって示すべきである。

(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」について

- 年金基金のような「資産保有者としての機関投資家」の場合、自ら投資先企業との対話等を行わないとしても、運用受託機関を通じてスチュワードシップ活動の定着を推進する、言わば「ドライバー」としての役割が期待されている。
- したがって、運用受託機関がどのようにスチュワードシップ責任を果たしているか、報告を受けて評価するに当たっては、その評価の基準および結果を積極的に公表すべきである。

(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」について

- 特に、我が国の場合、機関投資家が投資先企業との信頼関係を構築するためには、単純に儲かっているか・儲かっていないか（合理的か・非合理的か、効率的か・非効率的か）ではなく、どれだけ真剣になって企業と働いている従業員、家族のことを思い、わかろうとするかが重要である。そのことによって、投資先企業の情報開示も進むと思われる。機関投資家は、そのような姿勢を持ち続けるべきである。
- 「指針7-3」では、「機関投資家は、(中略) 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」とされている。機関投資家は、さまざまな研究・検討を重ねて知見を蓄えていく、世の中の状況も踏まえて方針をより適切なものに見直していくという姿勢を持ち続けるべきである。
- 機関投資家は、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ため、不断に必要な体制づくりを進めるべきである。なお、そのためには一定のコストの発生が避けられない場合もあるかもしれないが、だからと言って個々の機関投資家がこのような取り組みを控えるような行動をとれば、総体として我が国の企業の成長を促すことはできない。そのような「市場の失敗」の構造が存在することにも留意すべきである。

#### 4. 今後の対応について

##### (1) 連合本部

###### ① 情報発信

- ・2014年9月23日～24日にモンリオールで開催されるCWC2014年度総会への参加などを通じて、連合の考え方を国内外で発信する。

###### ② シンポジウム等の開催

- ・「構成組織・地方連合会 政策担当者会議」などの場を活用し、「日本版コード」を各構成組織・地方連合会に周知する。
- ・加えて、「日本版コード」の意義を構成組織・地方連合会、また、関係するNPOや金融機関、有識者等と共有し合うための「ワーカーズキャピタル責任投資シンポジウム（仮称）」を2015年1月に開催する。

### ③ ツールの作成

- ・「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」と「日本版コード」の関係性を広報するためのチラシを作成し、各構成組織・地方連合会に提供する（2014年10月中目途）。

### ④ G P I Fをはじめ公的年金への働きかけ

- ・「ワーカーズキャピタル責任投資推進会議」の到達目標の達成のため、G P I Fをはじめ公的年金において責任投資が着実に実践されるよう、該当構成組織と連携しつつ、年金関連の審議会等への対応をはかる。

## (2) 構成組織

### ① 現状把握

- ・各構成組織・単組は、企業年金等の投資の現状（運用方針や投資戦略、運用委託機関や投資先の選定基準等）の把握を行う。

### ② 責任投資に関する基本方針の作成

- ・各構成組織・単組は、『ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン』に基づく取り組みの手引きをもとに、企業年金等に対する「責任投資に関する基本方針」を作成する。

### ③ 企業年金等への働きかけ

- ・企業年金がある場合は、各単組は、企業年金の理事会・代議員会、あるいは労使協議や労使委員会等の場を設け、そこを通じて、企業年金における「日本版コード」の受入れおよび方針の策定・公表を求める。
- ・なお、その際、責任投資が中心軸に据えられるよう、「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」の基本理念や目的等をあらためて説明・周知する（産別共済、労金、全労済の場合も同様の対応をはかる）。

## (3) 地方連合会

### ① 学習会の開催

- ・地方連合会は、連合本部が作成するチラシを活用して責任投資の普及と「日本版コード」の周知に向けた学習会を開催する。

以 上

## 「日本版コード」の概要

「日本版コード」は、産業競争力会議での民間議員からの発議を機に、2013年6月14日に閣議決定された「日本再興戦略」にその検討が盛り込まれた。それを受けて、金融庁に「有識者検討会」が設置され、2010年に策定された英国版コードや、2006年に国連が公表した「国連責任投資原則（PRI）」を参考に、6回にわたる議論を経てとりまとめられた。概要は以下のとおり。

### 1. スチュワードシップ責任

- 機関投資家に求められる「スチュワードシップ責任」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」とされている。
- また、スチュワードシップ責任を果たすための「スチュワードシップ活動」は、単に議決権行使のみを意味するものではなく、投資先企業の状況を適切に把握し、その上で当該企業と建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことなどを含む幅広い活動とされている。

### 2. 機関投資家の範囲

- 「日本版コード」は、法的拘束力のない規範であり、法令のように適用対象を明確に定義しなければならないわけではない。むしろ、より幅広い主体が受け入れることが可能となるよう、機関投資家の範囲は明確にされていない。
- ただし、日本の上場株式に投資する機関投資家が念頭に置かれており、年金基金や銀行・保険会社等の金融機関はもちろん、機関投資家から業務委託を受ける議決権行使助言会社や、場合により一般企業も対象になり得る。

### 3. 性格・位置づけ

- 「日本版コード」では、機関投資家がとるべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、機関投資家が自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）が採用されている。
- すなわち、機関投資家は、「日本版コード」の原則的な考え方を踏まえ、どのようなスチュワードシップ責任を果たすべきか、自ら考えて具体化することが求められる。また、機関投資家の定める行動や判断の基準となる考え方は、知見の蓄積によって上書きされていくべきものである。
- その上で、機関投資家が、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、「実施しない理由」を十分に説明すればよいという、「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合はその理由を説明するか）の手法が採用されている。

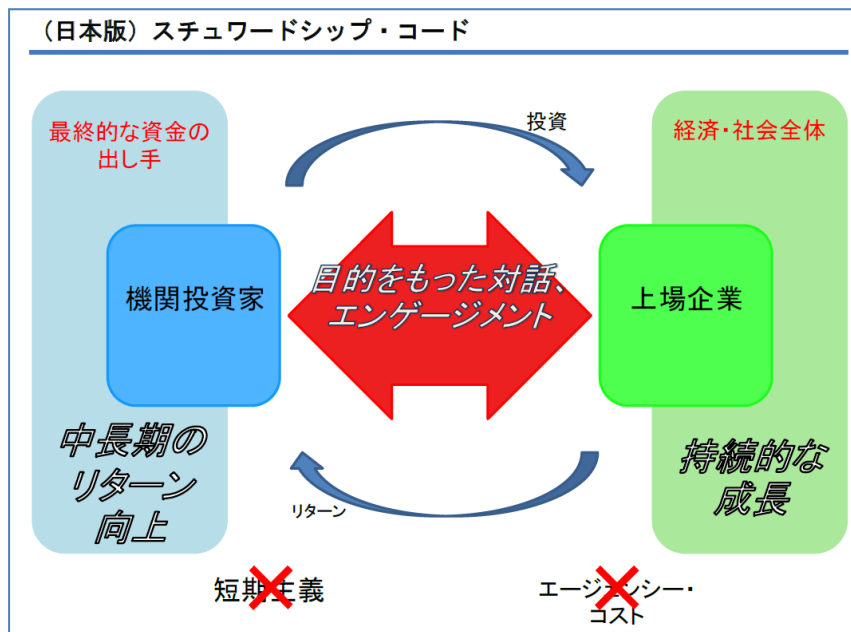
#### 4. 受入れ、公表

- 「日本版コード」を受け入れる機関投資家は、受入れ表明およびスチュワードシップ責任を果たすための方針などを自らのウェブサイトで公表する。
- 金融庁は、受入れを表明した機関投資家のリストを3ヵ月ごとに更新する（2・5・8・11月末までの状況について翌月初めに更新・公表）。

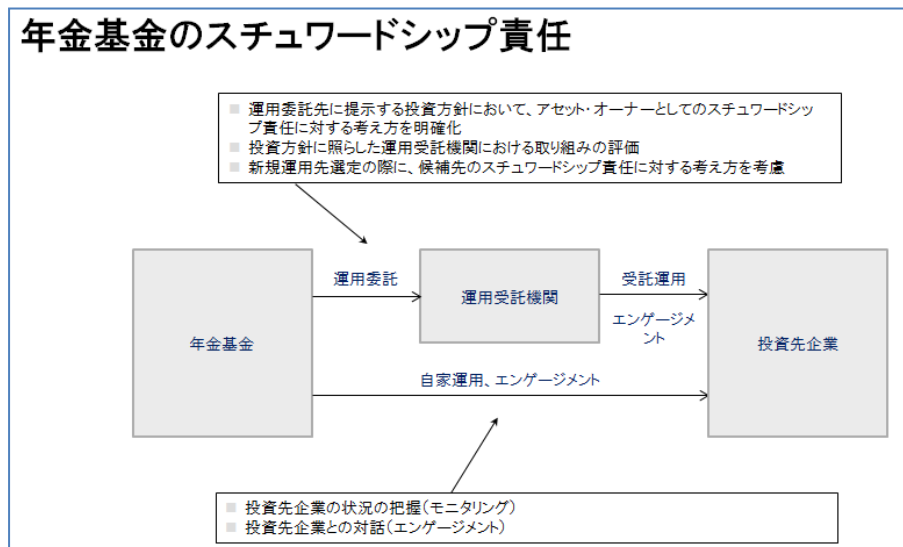
#### 5. 定期見直し

- 実施状況等を踏まえつつ、内容の改善等をはかっていくため、おおむね3年毎を目途に定期的な見直しを行うとされている。

【図1 資料出典:金融庁】



【図2 資料出典:日本総研】



以上