

## 年金基金によるコーポレート・ガバナンス（1）

厚生年金基金連合会（連合会）から、6月に「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書」が公表された。わが国でも、米国公的年金のカルパス（加州公務員退職年金基金）のガバナンス活動は有名であるが、この問題について連載で解説する。

### コーポレート・ガバナンスの重要性

連合会報告書では、「コーポレート・ガバナンスへの積極的な関与が、直接・間接的な投資利益にとどまらず、わが国経済全体への効用がある」と謳われている。また、国会に上程を準備中の「企業統治に関する商法改正案」では、「コーポレート・ガバナンスの強化（株主軽視の土壌改善）が、低迷する株式市場回復の大きな要因になり得る」と考えられている。

#### 連合会「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書」

「年金基金が投資企業の『株主』としての権利を行使し、適切な企業統治行動をとることは、加入者および受給者たる個人の投資利益に直接的に貢献するだけではない。企業活動の適正な評価と監視行動を通じて資本市場の機能を高め、間接的にも投資利益に貢献することに留意すべきである。年金基金は、運用機関としての受託者責任のみならず、機関投資家すなわち市場の代表的プレーヤーとしての自覚が必要である。」

### コーポレート・ガバナンスの用語の定義

まず、「企業統治」という日本語訳では中身がよく分からない、コーポレート・ガバナンスという用語の定義をしておきたい。多くの論者が、それぞれの視点から意味を持たせているため、統一的な定義はないが、代表的なものを紹介すると、

#### コーポレート・ガバナンス原則（日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム）

- 【1-1】 良きコーポレート・ガバナンス（企業統治）の実践は、現在および将来のグローバル社会において、企業が競争力ある効率的な経営を行うための必須条件である
- 【1-2】 株式会社は、株主、経営者、従業員、消費者、取引先、債権者等のステークホルダーからなる協働システムであるが、現在の株式会社制度は、自己資本の提供者である株主に会社の所有者であるという特別な立場を与えている
- 【1-3】 企業統治とは、統治の権利を有する株主の代理人として選ばれた取締役が構成する取締役会が経営方針、戦略について意思決定するとともに、経営者がヒト、モノ、カネ等の経営資源を用いて行う企業の経営（マネジメント）を監督する行為である
- 【1-4】 株主の利益追求を前提として、その代理人である取締役の監督の下で経営者が業務を執行するという企業統治機構が社会的にうまく機能するためには、経営者によるステークホルダーの利害調整が非常に重要になる

日本のコーポレート・ガバナンス（経済企画庁・経済研究所）

コーポレート・ガバナンスとは、「利害関係者（主体）が、自己の利益（利害）を守る（目的）のために、企業に対して影響力を行使（手段）することにある」と定義することができる

企業ガバナンス構造の国際比較（深尾光洋・森田泰子著）

「コーポレート・ガバナンス」という用語をより広い概念として用いている。つまり「企業が効率よく運営されるためには、株主、経営陣、従業員、債権者、取引先等の企業の様々な利害関係者（ステークホルダー）の間で、どのように権限や責任を分担し、また企業が生み出す付加価値を配分していけばよいか」

以上をまとめると、「株式会社の利潤を最大化するため、様々なステークホルダー（利害関係者）間の関係を効率的に調整し、長期的に会社の所有者である株主の利益を最大化するために必要な、株式会社の意思決定とその牽制のための仕組み」と考えることができるだろう。

### 年金基金のコーポレート・ガバナンス

次に、年金基金のコーポレート・ガバナンスについて考えてみたい。年金基金は、株式会社のステークホルダーとして、「株主」と「投資家」の2つの立場で関係している（表1）。本来的には、純粋に投資収益を狙う（機関）投資家であるが、（株主権を行使するような）株主としての関係については、派生的なものとも考えることができるだろう。

[株式会社の様々なステークホルダーについては、裏表紙の（表1）参照]

米国でも過去には、年金基金（投資家）は投資先企業に対して「サイレント・パートナー」（物言わぬ安定株主）の関係であり、「ウォールストリート・ルール」が形成されていた。これは、「投資先企業の経営や株価に不満があれば、株式を市場で売却する」ことにより、その不満を解消するものである。

しかし、年金基金の資産規模の拡大、ポートフォリオ理論の発展やERISA法による分散投資の義務づけ（インデックス運用の拡大）によって、個別銘柄の市場売却が自らの投資効率を低下させる結果となる可能性が大きくなってきたため、株主として、企業経営に関わりを持つ方向に舵を取っていくことになったのである。

そこで、今回は、株主としてのコーポレート・ガバナンスへの関わりについて解説したい。

表1 ステークホルダー（利害関係者）とその関心

利害関係者	関心	望ましい経営内容
株主	収益の最大化 資産の保全	利益率の高い経営 健全な経営
投資家	投資効率	投資効率の良い投資先
債権者（銀行）	債権の保全 貸付先の成長	健全な経営 企業の成長
従業員	給料の上昇 雇用の安定 昇進の可能性	利益率の高い経営 健全な経営 企業の成長
消費者	安価で良質な財貨	生産性の上昇
取引先企業	取引の安定 取引の拡大	健全な経営 企業の成長
国家	安定的かつ適正な経済活動	健全な経営

（出所）日本のコーポレート・ガバナンス（経済企画庁・経済研究所）

発行： ニッセイ基礎研究所

〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 日本生命日比谷ビル内

TEL：（03）3597-8644 FAX：（03）5512-7160

本誌記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもありえます。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複製、引用、配布することを禁じます。