

年金基金によるコーポレート・ガバナンス（2）

わが国の年金基金のコーポレート・ガバナンスへの関わりは、それほど積極的でない現状にある。今回は、株主権を行使する際の、法制面など実質的な制約要因について指摘する。

株主の企業に対する権利（株主権）には、①自益権（利益配当請求権など、株主が会社から直接的に経済的利益を受け取る権利）と、②共益権（株主議決権、株主代表訴訟など、株主が何らかの形で会社の経営に関与する権利）の2種類がある。共益権は、会社の意思決定への参画、経営の監視・是正などを通じて、間接的に株主の投資目的の達成を図るものであるが、コーポレート・ガバナンスも明らかに、これに属する権利行使形態と考えられる。

ただし、年金基金の株式投資について、先般の連合会の研究会報告書（98年6月）では、自益権を中心とした株主権の行使について指摘している。

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」

年金基金は銀行・保険会社とは異なり、よく分散したポートフォリオを所有し、その総合的な価値の増大によって、加入者および受給者に対する受託者責任を果たすことがその責務である。長期的な資産運用から獲得される収益が年金基金の財政的基盤であり、投資先の企業の健全な発展こそが堅実な年金基金財政を実現する。年金基金は、利子・配当およびキャピタルゲインのみを目的とする純粋な投資家であり、より良い収益を獲得するために、投資先企業との共栄を目指しているのである。

また、ニッセイ基礎研究所が実施した株主権行使の実態調査（98年2月）では、「株主議決権を積極的に行使する」との意識をもっている機関投資家がほとんどいなかった。

ニッセイ基礎研究所「議決権行使の実態についてのアンケート調査」（回答例）

- [A社]資産運用を委託されて、当該ファンドで株式を保有する場合は、主として配当や売買益の確保が目的であり、議決権の行使について委託者の関心があまりないケースが多い。
- [B社]当該企業とは、株主だけの関係に止まらず、多様な関係をもつのが一般的である。したがって、株主権を行使する際に、株主利益の最大化という考え方だけでは対応できない。
- [C社]株式持ち合いによる安定株主が過半を占めている現状のままであれば、株主総会を開催する意義は乏しく、また株主権行使も大した意味を持たない。

年金基金の株主権行使については、法規制などによる実質的な制限がある。まず、商法や、証券取引法によって、定時株主総会の開催が（3月決算会社の場合、6月下旬の）特定日に集中することとなる。内外の投資家によって、従来から問題点として指摘されながら、改善がほとんど進んでいない状況にある（表1）。

株主総会の2週間前に発送された各社の議案書は、6月中旬に株主（多くの株式を保有する機関投資家）に到着するが、事務処理に要する時間を考慮すると、予め議決権行使のガイドラインを設けて、事前検討していないと、株主権行使は、かなり厳しい日程となっている。

表1 株主総会の特定日への集中状況

	上場企業数 A	3月決算企業	うち特定日開催企業数 B	B/A
92年度	2127社	1708社	6月29日・月 1579社	74.2%
93	2167	1750	6月29日・火 1634	75.4
94	2231	1822	6月29日・水 1705	76.4
95	2286	1864	6月27日・火 1755	76.8
96	2352	1927	6月27日・木 1807	76.8
97	2388	1968	6月26日・木 1799	75.3

さらに、年金基金から資産運用を受託している投資顧問会社は、株主議決権行使について、年金基金からの指図を受けられないような規制・契約がある。また、経営権の取得を目的とせず、純粋な投資価値の観点からの利益追求を目的に、議決権行使の意思決定が求められている。

投資顧問会社の議決権行使に関する規制

○投資顧問業法第21条【忠実義務】

投資顧問業者は、法令の規定及び投資顧問契約の本旨に従い、顧客のため忠実に投資顧問業を行わなければならない。

○年金投資一任契約に係る議決権の適正な行使について（投資顧問業協会理事会決議）

(1)意思決定の原則

①議決権の行使の指図は顧客の一般的利益を図るためののみこれを行うものとし、自己または顧客以外の第三者の利益を図る目的で指図を行わないこととする。また、議決権の行使を行うに当たっては、顧客からの指図は一切受けないこととする。

②顧客の一般的利益とは、経営権の取得を目的としない純粋な投資価値の観点からの利益を意味するものとし、その一般的利益の判断については、投資判断者に委ねる。

○年金投資一任契約書サンプル（投資顧問業協会理事会了承）

第13条（株式の議決権等）

受託資産として株式を取得する場合、その取得する株式に係る議決権等の株主権の行使の指図については、乙（投資顧問会社）がこれを行うこととし、甲（年金基金）は自ら行わないものとする

こうした現状を踏まえ、次回は、年金基金がコーポレート・ガバナンスに関わって行く方法を考えてみたい。