

株主議決権行使について
(意見書)

平成16年3月15日

国家公務員共済組合連合会
資産運用委員会

当委員会では、株主議決権行使について資産運用委員会報告書（平成14年2月7日）において次のような考え方を示している。

「株主の議決権を行使することは、株主としての当然の権利であるが、公的年金保険者である連合会が直接議決権を行使することは、果たして妥当なのか否か、まだ明確に結論がでていない状況であり、今後検討していく必要がある。

現状では、議決権の行使については、運用委託機関の判断に委ねざるを得ないことから、運用委託機関に対して、運用委託資産を構成する株式にかかる議決権については、連合会が特段の指図をしない限り、専ら連合会の経済的利益の増大を図る目的で行使するよう求めることが妥当であると考えられる。

また、運用委託機関に対して議決権行使に関する方針や行使状況について報告を求めるべきである。」

これを受けて、連合会では、積立金等の運用の基本方針において

「連合会は、運用委託機関に対して、運用委託資産を構成する株式にかかる議決権については、連合会から特段の指図がない限り、専ら連合会の経済的利益の増大を図る目的で行使するよう指示する。

その場合、運用委託機関に対して議決権行使に関する方針や行使状況について報告を求めることとする。」

と規定し、各運用委託機関との間においてその旨の契約を締結しているところである。

しかし、その後、商法等の改正が行われるに至り、コーポレートガバナンスの改革に向けての環境作りが急速に進んできている。これに対し、企業のコーポレートガバナンスに対する取り組みは積極化する一方、公的年金制度等実質的な株主の議決権行使に関する対応状況が注目されるようになってきている。

このような流れにあって、連合会では、議決権行使のあり方を改めて見直すこととしていることから、今般、当委員会で、「今後の連合会における議決権行使のあり方」について検討したところである。本意見書は、その際、委員から提起された意見を取りまとめたものである。

1. コーポレートガバナンスの考え方

(1) 日本におけるコーポレートガバナンスの現状

日本におけるコーポレートガバナンスシステムは、金融機関や取引先企業との長期的関係を基礎とするものであり、生涯所得の保証という色彩の強い報酬体系とあいまって、日本独特のシステムを構築しているといわれている。

この日本型ガバナンスシステムは、バブル崩壊以降、企業の収益力が容易に回復しなかったことから、「会社は株主のものであることを前提とし、株主価値の最大化が経営目標である。」ことを大前提とする欧米型ガバナンスシステムと比較され、種々批判されることとなった。その結果、商法等が改正され、欧米型ガバナンスの基幹システムである委員会等制度が導入されるに至った。

現状、日本におけるガバナンスシステムは、監査役制度を主軸とする従来型のシステムと委員会等制度を主軸とする欧米型のシステムとに二元化している。

また、ガバナンスの主体については、バブル崩壊以降、不良債権問題に端を発してメインバンクのモニタリング機能が低下したことから、最近では公的年金を始めとする機関投資家のモニタリング機能の向上が期待されている状況にある。

(2) 日本型ガバナンスシステムの改革

当委員会は、コーポレートガバナンスのあり方自体を検討する場ではないものの、日本における二つのガバナンスシステムのいずれが優れたシステムであるかを決定することは極めて難しい問題であり、結論を急ぐことは必ずしも得策ではないと考えている。

財務総合研究所の日本のコーポレートガバナンスシステムに関する調査において、米国型ガバナンスの形式的な導入だけでは、企業のパフォーマンス向上に寄与しない。

日本企業再生における焦点は、まだ多数存在するコーポレートガバナンスに興味を示さないとしか見えない企業、即ち「株式持ち合いと借入に依存し、旧来の雇用慣行を維持しようとする」企業にどう対処していくかである。

との指摘があり、一方、

- ・成果主義の導入と積極的な情報公開を行うことで、長期雇用を基盤とする日本型企業の改革モデルとなり得るのではないか。

との提言があることは注目してしかるべきである。

(3) 連合会における望ましいコーポレートガバナンスの考え方

連合会は、公的年金制度の一員として国家公務員共済年金の積立金等の運用におい

て株式投資を行っていることからすれば、コーポレートガバナンスの中立的かつ有力な担い手の一人であることを認識してしかるべきである。

実質的な株主である連合会にとって望ましいコーポレートガバナンスの考え方を示せば次のとおりである。

株式投資が資産価値の増大を目指すものである以上、コーポレートガバナンスにおいては、「会社は株主のものであることを前提とし、株主価値の最大化が経営目標である。」と考えることが正当である。

この場合、株主価値の最大化は、従業員を始めとする他の利害関係者（ステークホルダー）の利害と必ずしも相反するものではないと考えるべきである。

コーポレートガバナンスの良否は、畢竟企業経営の優劣に大きく左右されることからすれば、ガバナンスシステムについては、形式にとらわれることなく、実質で考えるべきである。

日本型ガバナンスの改革は急務であるが、改革モデルが定着するには、今少し時間を要すると考えてしかるべきである。

連合会は、大口の実質的な株主であることから、議決権行使を通じてコーポレートガバナンスを強化していくべきである。また、有効に議決権行使を行うためには、企業のモニタリングを強化していく必要があり、その際企業に対し積極的な情報公開を求めていくべきである。

2．議決権行使の考え方

（1）基本的な考え方

連合会の株式運用は、ほぼ全額委託運用によっており、パッシブコア方式のポートフォリオを構築している。（パッシブ比率 60～70%）

アクティブ運用の場合は、株式価値の長期的な増大が見込めない株式は売却する（EXIT）選択が可能であるが、パッシブ運用においては、原則としてベンチマークが対象とする全銘柄を保有し続けることが前提になるため、EXITに代わり企業経営に対し株主としての意見を明確に伝える（VOICE）ことが必要となる。

議決権行使は、株主としての意見を伝える手段として現状ではほとんど唯一のものであることから、実質的な株主である連合会は、資産運用者の責務として、直接間接を問わず、議決権を積極的に行使することが必要である。

（2）議決権行使の主体

連合会は、その保有する株式については、実質的な株主であり、議決権行使の主体であると考えてしかるべきである。

したがって、本来は、個々の議決権行使は、連合会で直接行うべきであろうが、株式運用は、ほぼ全額委託運用によっていること
運用委託機関においては、議決権行使におけるガイドラインや調査機能等運営体制が整ってきていること
それに比べ、連合会の現状は、直接的に議決権を行使する体制が十分整備されているとはいえないこと
を考えれば、「運用委託機関に、連合会の特段の指図を留保したうえで、議決権行使の指図権を与えている」現行の方法は、当分の間、妥当であると考えられる。

(3) 議決権行使の判断基準

議決権行使にあたっては、専ら連合会の経済的利益の増大を図る目的即ち株主価値の最大化を図る目的で行使すべきであり、それ以外の判断基準が入るのは好ましいことではない。運用委託機関に議決権行使権限を委任する場合、その結果を取りまとめ判断基準が正当か否か確認する必要がある。

(4) コーポレートガバナンス原則 / 議決権行使のガイドライン

連合会が実質的な株主である株式について運用委託機関が整合的(注)に議決権行使を行えるように、連合会は、可及的速やかにコーポレートガバナンス原則や議決権行使のガイドラインを作成し、公表することが望ましい。

ただし、コーポレートガバナンス原則等の内容は、形式的な基準のみではなく実質的な基準も加味すべきである。

(注) 運用委託機関の議決権行使が整合的でない場合、同一株式に対し複数の運用委託機関の対応が異なるといった、連合会にとって「議決権の不統一行使の問題」が生じる懸念がある。

(5) 議決権行使とセキュリティーズレンディング(貸株)

株式をパッシブ運用する場合、保有する株式の貸付けを行い、手数料を確保する行動は、セキュリティーズレンディングとして一般的に認知された行為である。

受け入れる手数料額によっては、運用委託機関に支払う運用報酬と相殺されることもあり得る等、運用利回りの向上を図ることが可能であるが、株式相場の局面によっては、いわゆるヘッジファンド等の空売りを助長するといった懸念がもたれていることも事実である。

また、レンディング中の株式は、議決権行使の対象外となることも考慮すべきである。レンディングの時期によっては、手数料収入と議決権の選択になることがあり得

るが、議決権を放棄することは、コーポレートガバナンスの観点からは好ましくない。
セキュリティズレンディングを実施するにあたっては、それらの問題を解決できることが必要である。

(6) 外国株式の取り扱い

外国株式の議決権行使については、運用委託機関も十分な情報入手ができる体制にはなっていないようであり、実務上は、海外の議決権行使のコンサルタントを利用することが一般的であるようである。

連合会は、外国株式も保有しているが、議決権行使について国内株式と同一レベルの考え方をとることは困難であろうことから、当面、日本株式を主体として議決権行使の取り組みを行うことはやむを得ないものと考えられる。

3. その他

(1) IRへの対応

企業は、投資家との対話を重視し、IR（インベスターズリレーション）活動を強化しているところが増加している。情報公開の強化は、ガバナンスの強化につながり得ることから望ましい動きである。

連合会が、直接的にIRの当事者となるためには、担当窓口の設置等体制整備が必要になるほか、実質的な株主であることを表明するためには、保有株式の詳細を公開することが不可欠になってくると考えられる。

IRへの対応については、管理運用体制の整備と併せて検討すべきである。

(2) SRI等新しい投資手法の考え方

コーポレートガバナンスを意識した投資手法として、SRI（社会的責任投資）やコーポレートガバナンスファンドが登場してきている。

これら新しい投資手法については、あくまでパフォーマンスの観点から採用の可否を決定すべきであり、リスク・リターン特性等について十分検討のうえ、投資を行うことが必要である。

以上