

機関投資家からみた日本のコーポレート・ガバナンス

2005年9月5日

厚生年金基金連合会 矢野朝水

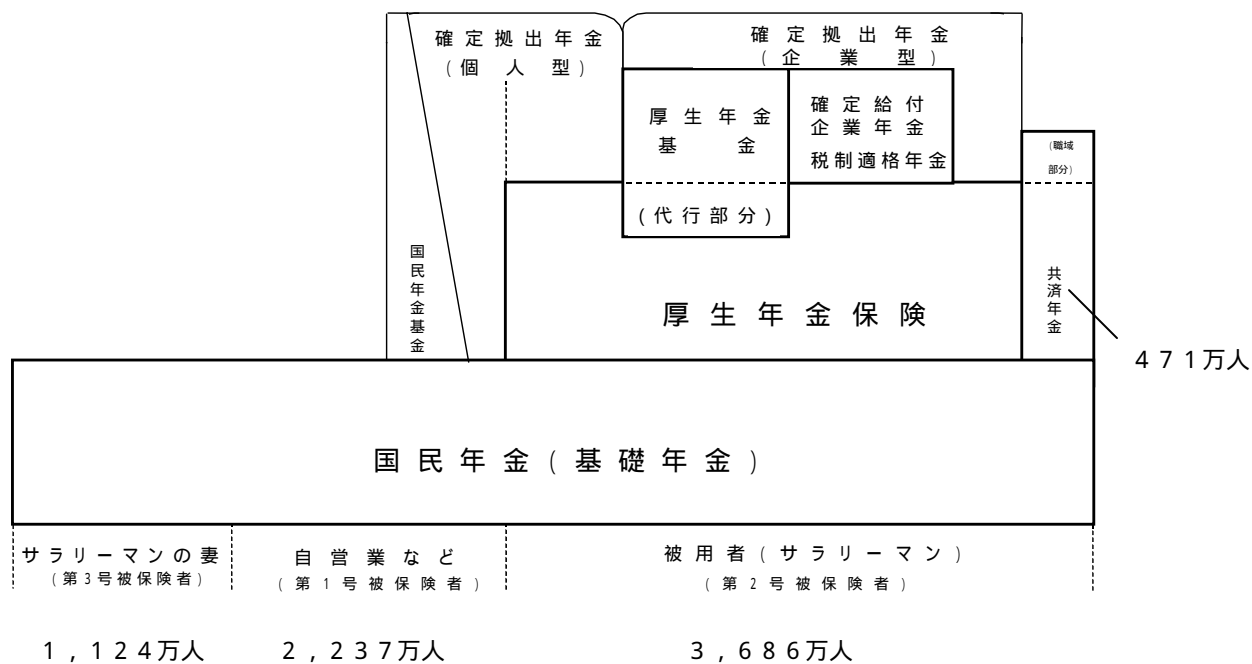
1 日本の年金制度

- ・ 公的年金は二階建て。1階は全国民加入の国民年金（基礎年金）。
サラリーマンには2階部分として厚生年金（民間）と共済年金（公務員）。

・ 3階部分として企業年金。
確定給付型；厚生年金基金（厚生年金の一部を代行。プラス 企業独自の上乗せ）
確定給付企業年金（代行なし、企業独自の上乗せのみ。）
税制適格年金（代行なし。2012年3月までに他の制度等に移行）

確定拠出型；確定拠出年金（企業型、個人型）

年金制度の体系



(注) 平成15年3月末現在

2 年金積立金

公的年金（2003 年度末）			企業年金(2004 年度末)	
国民年金		； 10 兆円	厚生年金基金	； 38 兆円
厚生年金		； 139 兆円	税制適格年金	； 17 兆円
共済年金	国家公務員	； 9 兆円	確定給付企業年金	； 22 兆円
	地方公務員	； 38 兆円	確定拠出年金 *	0.6 兆円
	私 学	； 3 兆円	（ * 2003 年度末）	

3 株主構成の変化

	（ 1997 年 ）	（ 2003 年 ）
海外	12.71%	20.18%
家計	20.06%	20.67%
年金	9.35%	12.46%
非金融法人企業	25.54%	21.46%
銀行等・年金以外の金融機関	14.04%	11.59%
銀行等	15.33%	8.42%
一般政府	0.03%	5.18%

（出所）日本銀行

公的年金、企業年金；40～50兆円の国内株式投資。

→ 国民の老後は株式市場の動向に影響を受ける。

4 厚生年金基金連合会とは

- ・年金通算事業；厚生年金基金の短期加入者（原則10年以内）や解散基金の加入者に年金を通算して支給。年金支給のための資産運用。
- ・基金等支援事業；厚生年金基金等の発展のための調査研究、政策提言、情報提供、相談、研修等。

- ・ 2005 年 10 月から厚生年金基金だけでなく、確定給付企業年金、確定拠出年金（企業型）及び税制適格年金も会員となり、「企業年金連合会」に組織変更。

- ・ 年金資産；10 兆 3000 億円（2005 年 7 月末）
基本ポートフォリオ；日本債券 37%、日本株式 33%、外国債券 7%、外国株式 23%。

委託運用と自家運用

委託運用が中心（運用機関；日本債券 5、日本株式 11、外国債券 4、外国株式 11）

国内資産の一部は自家運用（日本債券 1.8 兆円、日本株式 8500 億円）

日本株式と外国株式のアクティブ、パッシブ比率；50 対 50 .

5 何故年金は声を上げざるを得ないのか。

（ 1 ） 日本株式の大暴落、長期低迷、不祥事の続発。

- ・ 1989 年のピーク時から日本株式は約 3 分の 1 に大暴落。日本株式は 1990 年以降マイナスリターン。低い配当性向、ROE。続発する不祥事。
- ・ 2000 年度から 3 年連続株価暴落→企業年金は 3 年連続のマイナス運用→企業年金存亡の危機（解散、給付切り下げ、代行返上）。

厚生年金基金；1800 基金、1200 万人→700 基金、500 万人

（代行返上 827 基金、給付引き下げ 859 基金、解散 350 基金・200 万人が失権）

税制適格年金；1100 万人→650 万人

（参考）

公的年金 = 賦課方式 = 人口構成が最大の課題 = 運用収入 / 給付費は 1 割程度。

企業年金(確定給付型) = 積立方式 = 運用収入 / 給付費は 7 ~ 8 割 = 運用が最大の課題。

- ・ 日本株式の大暴落、長期低迷、不祥事の背景にはコーポレート・ガバナンスの問題。

- ・年金は日本株式への投資を止めるのは不適當。日本株式に投資した上で物言う必要。
- ・企業の永続的な繁栄＝長期的な株主価値の向上が企業年金存続の前提。

(2) 議決権行使等の活動は、年金の運営責任者の「受託者責任」(忠実義務、注意義務)。

(3) パッシブ運用の増加、運用資産の巨額化＝売却の選択肢なし。→ Exit から Voice へ。

6 厚生年金基金連合会のコーポレート・ガバナンス活動

(1) 株主議決権の適切な行使

運用受託機関に対する議決権行使ガイドライン (2001 年 10 月)

- ・議決権行使基準の策定、社内体制の整備、反対・棄権した事例の個別報告
- ・2004 年度から連合会の議決権行使基準により行使 (反対比率 ; 2003 年度 4% → 2004 年度 25%)。

日本株式の自家運用と自らの議決権行使 (2002 年 4 月)

- ・東証一部上場の全企業を対象としたパッシブ運用
- ・専任担当者を置き自ら議決権行使

議決権行使基準の策定と議決権行使支援システムの開発 (2003 年 2 月); 資料 1

- ・コーポレート・ガバナンス原則の策定
取締役会の監督機能の強化 (取締役定数の削減、執行と監督の分離、社外取締役の導入・独立性、株主価値と連動した役員報酬等)

- ・ 経営責任の追求（３年連続赤字かつ無配等の企業については役員の再任等拒否）

社外取締役の独立性に関する基準（２００４年３月）

- ・ 日本の社外取締役の特徴；数が少ない、独立性に乏しい、監督よりもアドバイザー、サポート体制弱い、情報開示に乏しい。
- ・ 社外取締役をめぐる経営者の議論；「人がいない」論、「役立たない」論
「トヨタ、キャノン」論
- ・ 連合会の独立性に関する基準
社外取締役に就こうとする会社と実質的な利害関係がないこと。
（例）大株主、主要取引先、顧問料等の受領者、社外取締役の相互派遣等は不可。

当面 委員会等設置会社について適用。

議決権行使に関するインフラ整備の要請（２００５年２月）対経団連、東証等 資料２

- ・ 株主総会の分散化、議案の早期送付、議決権行使プラットフォーム
- ・ 情報開示・説明責任

企業買収防衛策に対する対応

- ・ 最大の防衛策；コーポレート・ガバナンスの充実、株主価値重視の経営の実践、情報開示・説明責任（ＩＲ活動）
- ・ 敵対的買収といえども株主に対しては敵対的とは限らない。

→ 買収者と現経営者の事業計画のいずれが長期的な株主価値向上にとって望ましいか、中立的、客観的立場から評価、判断する仕組み。株主平等の取扱い。
- 企業防衛に関する株主議決権行使の判断基準（２００５年４月）；資料３

- ・ 2005 年 6 月株主総会インハウス株主議決権行使結果；資料 4

（２）コーポレート・ガバナンスファンドの創設（２００４年３月）

- ・ ガバナンスファンドとは； Good Company Vs Bad Company
- ・ 連合会のコーポレート・ガバナンスファンド(Good Company)の目的
 ファンド自体のリターン
 ファンドの組み入れ基準等を示すことにより日本企業全体のコーポレート・
 ガバナンスの充実に資する（メッセージ効果）
- ・ アンケート調査→訪問調査によりガバナンスの優れた企業を選別して投資。資料 5
- ・ 2004 年 8 月 43 社。2005 年 6 月 10 社追加。ファンド総額 150 億円。
- ・ 報告書作成、配布（「コーポレート・ガバナンスファンドから見た日本企業のコーポレート・ガバナンスの現状と課題」）

（３）企業との対話

（４）訴訟——西武鉄道問題

8 日本企業のコーポレート・ガバナンスの課題

（１）経営者の積極的な取り組み

（例）

株主価値重視の経営（経営目標、株主還元）、取締役会の監督機能の強化（執行と監督の分離、社外取締役の導入・独立性）、情報開示・説明責任、内部管理体制の充実、役員報酬システム、株主総会の活性化等

(2) コーポレート・ガバナンスの具体的な基準策定

米英におけるコーポレート・ガバナンスの議論

- ・ 企業の所有者は株主。企業の目的は長期的な株主利益の最大化。
- ・ 企業の所有と経営の分離→利益相反行為（経営不振、経営者の巨額報酬、不祥事）
→ 株主の怒り→企業の所有者（株主）の立場から経営を規律づけ、監督する仕組み＝
コーポレート・ガバナンス
- 取締役会の経営監督機能の強化（経営の執行と監督の分離、指名・報酬・監査委員会、独立社外取締役）、株主価値と連動した経営者報酬等

情報開示、説明責任

- ・ 年金基金（公的）、機関投資家がコーポレート・ガバナンスの充実に大きな役割。
- ・ 証券取引所の上場基準等で具体的な基準を設定。資料 6、資料 7

異質な日本のコーポレート・ガバナンス論

- ・ コーポレート・ガバナンスとは、経営者が企業の支配、管理を徹底すること。（経営改革の手段、株主不在）

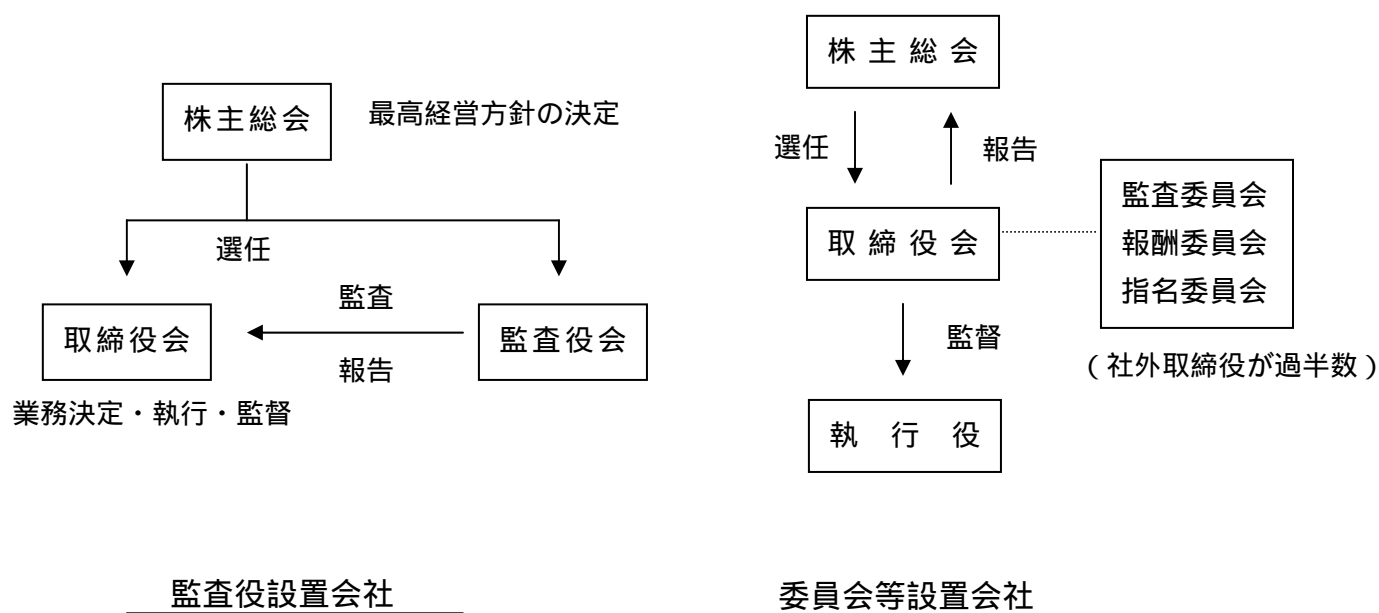
（背景）

- ・ 企業観（企業は従業員、取引先、顧客、地域社会等幅広いステークホルダーのもの。
企業の目的は、幅広いステークホルダーの利益確保）
- ・ 持ち合い等により物言う株主不在。機関投資家・運用機関の沈黙（受託者責任意識の欠如）
- ・ コーポレート・ガバナンスを主導したのは開明的な経営者と学者（日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム）

コーポレート・ガバナンスの具体的な基準策定の必要性

・中途半端な現行制度

(例) 米英型のガバナンスシステムは選択制；監査役設置会社 VS 委員会等設置会社
社外取締役の独立性の規制なし。
監査役は有効に機能しているか。



・具体性に欠ける東証のコーポレート・ガバナンス原則（2004年3月）

・具体的な基準の策定

東証 Vs 行政

応諾か説明の原則 (Comply or Explain)

(3) 株主・機関投資家のプレッシャー

