

# 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」資料 ①

平成25年10月18日

- 企業年金における取組みに際しての制約について
- 株式市場の市場機能 改善策について

**企業年金連合会 運用執行理事 濱口大輔**

(これは飽くまで濱口の個人的見解で、企業年金連合会の組織としての意見ではない)

# 企業年金における取組みに際しての制約について

②

## ➤ コスト負担、人材整備の限界

- 大半の企業年金の運用担当者は1名のみで、企業年金連合会を含め、運用業務の費用、人材は母体、基金理事会、厚生労働省から厳しく制限されている。
- その中で、費用対効果がはっきりせず、フリーライダー問題もある本件にアセットオーナーとして直接取組むことは、直接的な効果が期待できる他の運用業務に比べ、受託者責任の観点からも優先度は低い。
- 不十分な体制で直接取組もうとすると、企業との対話は表面的、形式的な側面に止まらざるを得ず、その効果は限られる。英国スチュワードシップ・コードにあるような積極的な企業への監視、経営関与、エンゲージメントなどは体制面から不可能。

- 企業年金は母体企業と一体となって、年金財政健全化に取り組んでいく必要があり、その点で本件への取組みに際して、利益相反の発生は不可避で、結果としてその活動の効率性は悪い。欧米でも私的企業年金の本件への取組みは概して消極的で、公的年金が積極的。
- そうした環境下、アクティブ運用を委託しているアセットマネージャーに対して、議決権行使を含むガバナンス活動を求めており、マネージャー側もそれに対応してきている。
- 一方で低コストがメリットであるパッシブ運用については、投資先企業が多数にのぼり、コスト面での制約が大きい中で、費用対効果を勘案しながら取り組んでいる。  
企業年金連合会のインハウスパッシブ運用では、企業の業績を重視した株主議決権行使基準を策定し、行使業務の一部外部委託を含めて、業務の効率化を図りながら取り組んでいる。企業との直接対話も限定的ながら実施している。

## ➤ 公的年金における取組みについて

- 企業年金に比べ公的年金は圧倒的に規模が大きい。GPIF、3共済の4団体で計150兆円に対し、企業年金は約1万5千基金合計でも80兆円。最大の企業年金連合会でも10兆円。
- 従って、人材、体制整備に係わるコスト負担力も大きく、議決権行使や対話の影響力も大きい。
- 企業年金と違い、利益相反発生の可能性も少ない。
- 政府による企業経営への介入の可能性が懸念点として挙げられることがあるが、独立性の高い理事会による監督など受託者責任を全うするためのガバナンス体制を整えれば、そのような問題は回避できるのでは。
- 従って欧米と同様に、GPIFや共済などの公的年金は、本件などガバナンス活動の強化を検討する余地があるのではないか。
- 但しその際には、費用対効果、即ち運用利回り改善への効果がどの程度あるかについて十分な吟味が必要では。

# 株式市場の市場機能 改善策について

⑤

## ➤ 持ち合いへの対応

- 日本の株式市場全体の平均的なパフォーマンスが欧米に劣後するのは、優良な企業が数多く存在する一方で、長期に亘り業績も株価も低迷している企業も多いのが原因のひとつ。
- それは簿価を大きく割れるような低株価が続いても、会社提案議案が株主総会で否決されたり、買収されたりする脅威が少ないから。
- 左様な企業に対する機関投資家の反対行使比率が相当に高いにもかかわらず、否決される議案が皆無に近いのは、持ち合いがいまだに着実に行われているからではないか。
- 銀行、生保などの保有比率は下がっている一方で、事業法人の保有比率は20%強と高止まりしている。金融当局や証券取引所はその辺の事情を精査して、持ち合いに対する新たな規制などを検討する余地はないのか。

- 英国スチュワードシップ・コードにあるような積極的な対話、経営関与は一方で株価低迷による脅威が市場の通常の機能として存在して初めて有効な訳で、その良い意味での脅威がないと、そもそも左様な企業とは対話も出来ない。優良で対話に積極的な企業とだけいくら対話を重ねても、市場全体の底上げは期待できないのでは。

⑥

## ➤ 買収防衛策の制限

- 金商法などで市場としての適切なルールが整備されているにもかかわらず、また大半の機関投資家が反対しているにもかかわらず、いまだに500社を超える企業が買収防衛策を導入しているのは問題。
- 買収防衛策は業界再編や外資の参入に対する暗黙の障壁となっている可能性があるため、対内投資促進のための象徴的意味合いも込めて、法制面で制限することを検討する余地はないのか。

## ➤ 機関投資家のパッシブ運用インデックスの改変

- TOPIX構成全1,700銘柄は、米国S&P500、英国FTSE100、独国DAX30など、主要国のメインのインデックス(時価総額加重平均ベース)と比較しても、市場規模に比し明らかに銘柄数が過多。
- 他にパッシブ運用で使える適切なインデックスがないので、機関投資家はやむを得ずTOPIXを採用しているが、下位銘柄の流動性や価格への悪影響、引いては発行企業への規律の問題などが大きい。
- 従って、銘柄数を大幅に絞り込んだインデックスの開発が望まれるが、
  - ・パッシブ運用に適した透明度の高いもので、時価総額加重平均、かつ浮動株比率調整付であることが必要。
  - ・パッシブ運用のリバランスなどでの便宜上、流動性の高い先物市場が並行して創設されることが不可欠。

- ・東証が検討していると伝えられている、ガバナンスなどの定性評価を織り込んだものより、単純に時価総額、株価で、インデックス構成銘柄入りへの競争を発行企業に促す仕組みがよいのでは。
- － 左様なインデックスの開発のためには、金融当局、証券取引所、証券業界、投資顧問業界、投信業界、信託業界、年金業界など全ての関連業界が合同して検討に当たる必要があるのではないか。