

## 公表された厚生年金基金連合会の株主議決権行使基準

厚生年金基金連合会（以下、「連合会」という。）は、2003年2月20日、インハウス運用分の国内株式についての株主議決権行使基準を公表した。同基準は、2003年4月以降開催される株主総会に適用される。

### 1. 株主議決権行使に関するこれまでの取り組み

連合会は、厚生年金基金の短期加入者や解散基金の加入者に対する年金給付のための資産運用を行っている。その運用資産は約 5.4 兆円（2002年3月現在）であり、その33%を国内株式の運用に振り向けている。

連合会は、1999年には、運用基本方針において、受託者責任の観点から、委託先運用機関が投資先企業に対する議決権行使を適切に行うことを定めた。2001年10月には、委託先運用機関向けに「議決権行使ガイドライン」を策定し、議決権行使の体制整備や議決権行使についての結果の報告を求めている。それによれば、2001年度の決算株主総会において、連合会の委託先運用機関が、問題があるとして反対票を投じた主要な議案は、退職役員の退職慰労金贈呈（75社で反対または棄権）、監査役の選任（68社で反対または棄権）、取締役の選任、利益等の処分などとなっている<sup>1</sup>。

今回公表された「株主議決権行使基準」は、連合会が2002年度にインハウス運用（国内株式のインデックス運用）を開始したことを踏まえ、従来の委託先運用機関に対するガイドラインとは別に策定されたものである。

### 2. 連合会の株主議決権行使基準

連合会の議決権行使基準は、①議決権行使に関する基本的な考え方、②コーポレート・ガバナンス原則、③具体的行使基準、からなる。

基準を貫く基本的な考え方は、企業に対して、①長期的に株主利益を最大限尊重した経営を行うこと、②そのために経営の執行と監督の分離や社外取締役の登用など、企業内部に株主利益の立場から経営をチェックする仕組みを構築すること、③企業経営に関する十分な質、量の情報開示と説明責任を果たすこと、を求めるというものである。そ

<sup>1</sup> 詳細は、連合会ホームページ<<http://www.pfa.or.jp/>>上の公表資料を参照。

の内容は、具体的には次のようなものである。

## 1) 取締役会の構成

連合会は、企業が長期にわたり株主利益の最大化を図るという目的を達成するため、企業経営における執行と監督の機能を分離し、取締役会に株主利益の観点に立って最高経営執行者（CEO）の経営執行を監督する機能を適切に果たすことを求めている。このような観点から、具体的行使基準では、①取締役会の規模は十分に議論を尽くすことができ、迅速な意思決定が可能な人数（20名以内）であること、②取締役会の少なくとも三分の一は当該企業と利害関係を一切有しない独立した社外取締役とすること、③（社内）取締役の増員についてはその理由が明確に説明されていること、などを求めている。

また、委員会等設置会社への移行を積極的に評価し、重要財産委員会制度や執行役員制度の導入にも肯定的に判断するとしている。ただし、執行役員制度の下で、取締役全員が執行役員を兼務することは支持しないとしている。

## 2) 取締役及び監査役の選任

連合会は、（社内）取締役の再任は、業績責任と不祥事責任という二つの観点から判断されるとしている。すなわち、

- ・ 当期を含む過去3期連続赤字決算かつ無配、あるいは過去5期において当期最終利益を通算してマイナスである等、株主価値の毀損が明らかな場合、
- ・ 在任期間中に当該企業において法令違反や反社会的行為等の不祥事が発生し、経営上重大な影響が出ているにもかかわらず、再任候補者にあげられている場合、

については、「肯定的な判断はできない」、つまり議案に対して反対票を投じたり棄権したりするとしている。なお、不祥事が経営上及ぼした影響については、「売上高や収益の状況、株価動向、社会的評価等を総合的に勘案して判断する」としている。

なお、運用機関は、限られた時間の中で効率的に議案を精査する必要があることから、このような業績基準を使って、精査の対象とする企業を抽出するスクリーニングを実施している例もみられる。これに対し、連合会は、すべての議案を精査すべきであるとのスタンスに立ち、具体的行使基準に業績責任基準を盛り込んだのである。

一方、社外取締役の選任議案に対しては、「当該企業と利害関係を一切有しない独立した立場であること」と「他企業の社外取締役等を兼任している場合、当該企業の業務に支障を来さない範囲内であること」という観点から判断する。

また、監査役に対しても、「当該企業から独立した立場であること」を求め、「取締役と監査役に交互に就任している候補者」は支持しないものとしている。

そのほか、社外取締役や監査役の増員には原則として賛成するが、取締役の増員およ

び監査役の減員には明確な理由の説明がなければ反対もあり得るとしている。

### 3) 役員報酬等に関する議案

連合会の基準では、役員報酬や退職慰労金についても、取締役の選任と同様の業績責任が求められている。具体的には、次のような基準が設けられている。

- ・ 当期を含む過去3期連続赤字等で株主価値の毀損が明らかな場合は、役員報酬の減額または無報酬とすることを求める。
- ・ 3期連続赤字等により株主価値の毀損が明らかな場合や、不祥事に関与して辞任・退任している場合には退任取締役や退任監査役の退職慰労金贈呈議案を支持しない。

さらに、役員報酬額の改定では、大幅引き上げの場合は十分な根拠が説明されることを要し、役員数を減少する場合には報酬総額の削減もすべきとしている。また、独立性を重視する観点から、社外取締役や社外監査役への退職慰労金贈呈議案は支持しない。

ストック・オプション（新株予約権）の付与に関しては、株式価値の大幅な希薄化（潜在的希薄化比率が発行済株式総数の5%を超える場合）を招き、株主利益の減少となることが懸念される場合、行使価格の引下げおよび権利付与対象者の範囲と業績向上との関連性が強くない場合には支持しない。

### 4) 資本政策等に関する議案

資本政策等に関する議案では、利益処分案や組織変更議案について次のような場合に支持しないとしている。

- ・ 利益処分案で、長期の業績不振、厚い自己資本を有しながら適切な事業計画もなく内部留保を積み増しているといった場合。
- ・ 合併、株式交換、会社分割等の組織変更には合併比率等に関する中立的な第三者による算定根拠が示され、株主価値を毀損するものでないことが明らかな場合。

また、優先株等の発行や、著しく財務内容が悪化した企業が事業再編の一貫として実施する第三者割当て増資については、個別に検討するものとしている。

### 5) その他の議案

定款変更に関する議案に関しては、商号や事業の目的など概ね原則として賛成となっている。注意を要するのは、特別決議の定足数を緩和する場合に具体的な説明を求めたり、授權株数について既存株主の持ち分に関する大幅な希薄化が懸念される場合には支持しないとしている点である。

会計監査人の選任に関しては、その独立性に疑義がある場合には支持しない。また、

監査方針について会社と対立したことによって会計監査人を変更する場合には、当該会社の他のすべての議案も精査するとしている。

株主提案については、基本的に、株主価値の増大に寄与するものかどうかを判断基準とする。専ら特定の社会的、政治的問題を解決する手段として利用されると認められる場合は支持しないとしている。

### 3. 米国機関投資家の議決権行使基準との比較

連合会の基準は、米国最大の公的年金基金であるカルパースなど米国機関投資家が活用している議決権行使基準などを参考に策定されている<sup>2</sup>。しかし、両者を比較すると、日米における会社法や取締役会の機能の違いから、次のような相違点がみられる。

#### 1) 取締役の選任をめぐる考え方の違い

連合会が示した、企業経営における執行と監督を分離し、取締役会に対して株主利益の観点から経営を監督するよう求める考え方は、米国機関投資家の議決権行使基準にもみられる。ただし、米国の場合、取締役の選任議案に対する判断の基準は、独立性と取締役会への出席率など時間的貢献の有無が中心とされており、業績責任や不祥事責任を問うといった考え方はみられない。

このような違いがみられるのは、米国では、取締役会の任務は、あくまで業績向上へ向けた責任や不祥事を防止するための内部統制システムを整備する責任を負う CEO 以下経営陣を監督することにあるとの考え方が強いためである。業績悪化や不祥事といった事態が生じた場合、株主総会で株主がチェックするまでもなく、取締役会が CEO の解任などの対応を講じることが期待されているのである。

これに対してわが国では、社内取締役がほとんどであるため、取締役会が経営監督と業務執行という二つの機能を兼ね備えるケースが多い。連合会は、こうした現実を考慮し、執行と監督を分離すべきとの考え方を示す一方で、実際の議決権行使にあたっては、業績責任や不祥事責任を考慮しながら取締役選任議案に対応するという立場をとっている。

なお、米国の機関投資家も、業績の推移に注目していないわけではない。ガバナンスの改善によってパフォーマンスを高めようとするフォーカス・ファンドは業績基準を議決権行使にあたって活用しているし、一般の運用機関であっても、直接対話や株主提案を行う目的のために対象企業を抽出する基準として業績に着目することは珍しくない。

---

<sup>2</sup> 取締役会の構成について、三分の一以上を社外取締役にすることが望ましいという行使基準は、英国の統合規範を参考にしているようである。

## 2) 役員報酬をめぐる考え方の違い

わが国では、通常、役員報酬や役員退職慰労金の贈呈に関して株主は承認する権限があるものの、その具体的な支給方法については、会社の内規に基づき、取締役会に一任することが求められる。しかしながら、ほとんど社内取締役で占められる取締役会では、報酬や退職慰労金の支給が各取締役の功績に見合う適正なものであるかどうかのチェックは難しい。したがって、連合会の議決権行使基準では、業績という尺度に基づいて、そうした一任要請を支持するかどうかを決めるとしている。

これに対して、米国では、社外取締役が多数を占める報酬委員会によって、報酬方針が定められるため、株主による直接のチェックは原則として必要ないものと考えられている<sup>3</sup>。そのため、議決権行使基準の中に業績不振時に報酬を引下げるといった項目が盛り込まれることは少ない。

## 3) ストック・オプションをめぐる違い

米国では、一部企業におけるストック・オプションの濫用が大きな問題となっていることもあり、株式を活用した報酬制度をめぐるっては、議決権行使基準においても、詳細な規定が置かれることが多い。例えば、①潜在的な稀薄化の程度、②行使価格変更の有無、③行使制限期間短縮の有無、④リロードオプション<sup>4</sup>の有無、⑤行使価格が時価以下のオプションかどうか、⑥エバーグリーン・オプション<sup>5</sup>かどうか、といった点を精査して議案に対する態度を決めることとされている。

これに対して、わが国では、ストック・オプションの活用はそれほど広範にはみられないことから、連合会の基準でも多くの判断要素を盛り込んではいない。

## 4) 買収防衛策への対応をめぐる違い

米国では、敵対的な買収を防衛する方策として、特定の株主に有利な価格で株式を割り当てるポイズン・ピルや、敵対的買収が成功すれば高額な役員報酬を支払われねばならなくなるゴールデン・パラシュートなどを定款に盛り込んでいる企業が少なくない。そこで、多くの機関投資家は、議決権行使基準において、敵対的買収に対する防衛策をめぐる考え方を示している。

<sup>3</sup> 米国投資家の間では、GEのジャック・ウェルチ会長の退職後に支払われている巨額の繰延べ報酬が表面化し、問題視されるようになった。株主アクティビストとして有名なAFL-CIO（米国労働組合産業組織協議会）は、CEO引退後の厚遇には株主の承認が必要として、GEやバンク・オブ・アメリカなどに対して、改善を求め、数社がそれに応じている。

<sup>4</sup> 権利行使したオプション分を随時追加発行するもの。

<sup>5</sup> 発行済株式の1、2%に相当する株数を付与するオプションを毎年発行するもの。

これに対して、連合会基準には、買収防衛策を正面から取り上げた項目はみられない。特別決議に関する定足数の緩和措置について、変更理由等の具体的説明がない場合には支持できないとしている程度である。

#### 4. おわりに

今回の株主議決権行使基準は、連合会という資産運用業界において重要な位置を占める機関が策定した詳細かつ具体的な基準であり、今後、他の年金スポンサーや運用機関が作成する議決権行使基準の内容にも、影響を及ぼすものと考えられる。

しかしながら、わが国の企業が開示している議決権行使のための参考書類だけでは、この詳細な行使基準を正確に適用していくことは容易ではなかろう。連合会も、この点を意識しているものと思われ、議案に対する明確な説明や根拠が示されない場合には支持できないという基準を設けるなど、企業側からのより一層のディスクロージャーの充実を求める姿勢を打ち出している。上場企業の側でも、コーポレート・ガバナンスの重要性とそれに対する投資家の関心の高まりを十分に認識し、的確な議決権行使を可能にするような情報を積極的に開示していくことが求められよう。

(橋本 基美)