

トピックス

- 1ページ: 企業年金連合会の議決権行使基準の改定
- 7ページ: 米国の主要な機関投資家の運用残高
- 7ページ: 米国の議案評価会社を巡る最近の話題
- 8ページ: Summing-up 執筆活動やメディア掲載のご紹介



◆ 企業年金連合会の議決権行使基準の改定

企業年金連合会(以下、PFA)は2010年12月28日に「企業年金連合会株主議決権行使基準」の改定と「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」の廃止を明らかにしました。今回の改定と廃止はいずれも2010年11月4日付で行われました。2009年6月に改定を発表した「議決権行使に関する実務ガイドライン」についての変更はありません。

今回の改定では全体的に簡素化・抽象化が図られています。広く知られていたいわゆる「ROE8%」基準はなくなりましたが、パフォーマンス(業績・株価)を重視する姿勢に変化はなく、むしろ、集中強化されたと考えべきでしょう。買収防衛策に関するガイドラインも基準から姿を消しましたが、買収防衛策に対して寛容になったというわけではありません。従前の基準が、買収防衛策やコーポレート・ガバナンス体制について、PFAが「あるべき形」を定め、企業に適合を呼び掛けるという手法だったとすれば、今回の改定は、いままでの状況を踏まえたうえで「実態」や「運用」について、PFAをはじめとする投資家に対し企業側が自ら明らかにするべきと考えているようです。つまり「何をどう書くか」は企業側に委ね、それを見て判断する方式に転換したということです。

また、この改定公表前に「企業訪問フォーム」がなくなっていることにお気づきの方も多いことと思われます。PFAのコーポレート・ガバナンス担当部長だった木村氏が退職され、アナリスト2名も異動となり、現在コーポレート・ガバナンス担当という役職はなくなっています。PFAはこれまで日本のガバナンス界のリーダーとして、先頭を走ってきましたが、その役割は今後変化していくものと思われます。

大幅に簡素化された新基準を下記の新旧対照表でご確認ください。

以下の新旧対照表では、青書きは項目全体の削除を、赤書きは一部文言の変更箇所であることを示しています。

旧	新
1. 会社の機関に関する議案 (1) 取締役会の構成 ①委員会設置会社制度の導入 a 肯定的に判断する。 b 社外取締役は、原則として当該企業と利害関係を有しない独立性を要する。 ②執行役員制度の導入 a 肯定的に判断する。 b 取締役全員が兼務している場合については、肯定的に判断することはできない。 c 導入に際しては、取締役の減員や取締役報酬総額の減額を求める。 ③取締役会の構成 a 取締役会は十分に議論を尽くすことができ、迅速な意思決定ができるよう適正な規模(20名以内)であることを要する。 b 取締役の増員は、その増員理由が明確に示されていることを要する。 c 取締役の減員は、原則として肯定的に判断する。	

旧	新
<p>d 取締役会には、当面、社外取締役が、少なくとも1名含まれていることを要する。</p> <p>e 社外取締役の増員は、原則として肯定的に判断する。</p> <p>f 社外取締役の減員は、その減員理由が明確に示されていない場合、肯定的な判断はできない。</p> <p>(2) 監査役会の構成</p> <p>a 監査役の増員は、原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 監査役の減員は、その減員理由が明確に示されていない場合、肯定的な判断はできない。なお社外監査役の減員については、より明確な説明を要する。</p> <p>(3) 取締役の選任</p> <p>①取締役の選任</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 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り、株主価値の毀損が明らかな場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない。</p> <p>c 過去3期連続してROEが8%を下回る企業については、その原因や対応策を含め、事業計画や資本政策等について納得のいく説明あるいは取り組みが認められない場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない。</p> <p>d 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は肯定的な判断はできない。なお、不祥事に伴う経営上への影響については、売上高や収益の状況、株価動向、社会的評価、企業としてのその後の対応等を総合的に勘案して判断する。</p> <p>e 株主総会の承認を得ることなく、取締役会の判断で買収防衛策を導入した場合、長期的な株主価値を向上させることや、経営者の恣意性を排除する仕組みであることについて納得のいく説明が得られない限り、導入を決定した取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない。</p> <p>f 取締役会の判断で、大量の公募増資や第三者割当て増資をした場合、その増資の必要性や株主価値を向上させることについて納得のいく説明が得られない限り、発行を決定した取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない。</p> <p>g その他株主価値を毀損するような行為が認められた場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない。</p> <p>②社外取締役の選任</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 社外取締役候補者は、原則として独立した立場の者であることを要する。ただし、取締役会全体として独立性が確保されていると認められる場合にはこの限りではない。</p> <p>c 委員会設置会社における社外取締役候補者のうち、独立した立場でない者については、肯定的な判断はできない。ただし、当該企業の取締役の3分の1以上が独立した立場の社外取締役である場合にはこの限りではない。</p> <p>d 社外取締役候補者が他企業の社外役員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を要する。</p> <p>e 取締役会への出席が十分でなく、その理由が明確に示されていない社外取締役候補者については、肯定的な判断はできない。</p>	<p>1. 取締役選任議案</p> <p>a 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り、株主価値の毀損が明らかな場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない。</p> <p>b ROEが長期に亘り低迷している企業については、その原因や対応策を含め、事業計画や資本政策等について納得のいく説明あるいは取り組みが認められない場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない。</p> <p>c 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は肯定的な判断はできない。なお、不祥事に伴う経営上への影響については、売上高や収益の状況、株価動向、社会的評価、企業としてのその後の対応等を総合的に勘案して判断する。</p> <p>d その他株主価値を毀損するような行為が認められた場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない。</p>

旧	新
<p>(4) 監査役の選任</p> <p>①監査役の選任</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 監査役候補者は、当該企業の経営陣から独立した、公正不偏な立場であることが求められる。</p> <p>c 取締役と監査役に交互に就任している監査役候補者については、肯定的な判断はできない。</p> <p>d 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は肯定的な判断はできない。なお、不祥事に伴う経営上への影響については、売上高や収益の状況、株価動向、社会的評価、企業としてのその後の対応等を総合的に勘案して判断する。</p> <p>②社外監査役の選任</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 社外監査役候補者は、原則として独立した立場の者であることを要する。ただし、監査役会全体として独立性が確保されていると認められる場合にはこの限りではない。</p> <p>c 取締役会および監査役会への出席が十分でなく、その理由が明確に示されていない社外監査役候補者については、肯定的な判断はできない。</p> <p>【社外取締役および社外監査役（以下、社外役員）の「独立性」の判断基準】</p> <p>社外役員本人及び本人が帰属する企業・団体と社外役員に就こうとする企業（以下「当該企業」という）との間に、以下のような関係があると認められる場合には、当該候補者に「独立性」があるとはしない。</p> <p>①当該企業の大株主又は主要取引先企業の役員又は業務執行者として勤務経験を有する者。ただし、退任後5年を経過している場合には個別に判断する。 (注1) 大株主とは、総議決権の10%以上の株式を保有する者をいう。 (注2) 主要取引先とは、当該企業に影響を及ぼしうる、あるいは当該企業から影響を受けうる程度の重要な取引先であり、例えばメインバンク、下請企業、株主上位10社に含まれる金融機関や事業会社等が該当するものとみなす。</p> <p>②当該企業との間で役員を相互に派遣している企業の役員または業務執行者。</p> <p>③当該企業から役員報酬以外に報酬を受けている者（報酬を受けている者が法人、組合等の団体である場合は、その団体に所属する者をいう）。 (注) 報酬とは、例えば顧問弁護士料、コンサルタント料等が該当する。</p> <p>④当該企業の役員または業務執行者と親族関係にある者。 (注) 親族関係とは、3親等以内の親族をいう。</p> <p>⑤その他、当該企業との間に利害関係を有しているなど、独立性に疑いがあると認められる者。</p>	<p>2. 監査役選任議案</p> <p>a 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は肯定的な判断はできない。なお、不祥事に伴う経営上への影響については、売上高や収益の状況、株価動向、社会的評価、企業としてのその後の対応等を総合的に勘案して判断する。</p> <p>b 社外監査役候補者は、原則として独立した立場の者であることを要する。ただし、監査役会全体として独立性が確保されていると認められる場合にはこの限りではない。</p> <p>c 取締役会および監査役会への出席が十分でなく、その理由が明確に示されていない社外監査役候補者については、肯定的な判断はできない。</p>

旧	新
<p>2. 役員報酬等に関する議案</p> <p>(1) 役員報酬</p> <p>①役員報酬</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 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り、株主価値の毀損が明らかな場合、減額又は無報酬とすることが妥当である。</p> <p>②役員報酬額の改定</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 報酬額を引き上げる場合には、十分な根拠が説明されるべきである。</p> <p>c 役員数を減少させていながら、報酬総額が削減されない場合は肯定的な判断はできない。</p> <p>(2) 役員退職慰労金支給</p> <p>①退任取締役に対する退職慰労金支給</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 社外取締役への退職慰労金支給については、肯定的な判断はできない。ただし、算定式が明示されるなど経営陣の恣意性が入る余地がないことが明らかである場合や、打切り支給の場合には、この限りではない。</p> <p>c 在任期間中に法令違反や反社会的行為等の不祥事に關与し、辞任あるいは退任している場合、肯定的な判断はできない。</p> <p>d 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り、株主価値の毀損が明らかな場合、肯定的な判断はできない。</p> <p>②退任監査役に対する退職慰労金支給</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 社外監査役への退職慰労金支給については、肯定的な判断はできない。ただし、算定式が明示されるなど経営陣の恣意性が入る余地がないことが明らかである場合や、打切り支給の場合には、この限りではない。</p> <p>c 在任期間中に法令違反や反社会的行為等の不祥事に關与し、辞任あるいは退任している場合、肯定的な判断はできない。</p> <p>(3) ストックオプション（新株予約権）の付与</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 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、株主価値への影響が懸念される場合には肯定的な判断はできない。</p> <p>c 行使価格の引下げ（リプライシング）については、肯定的な判断はできない。</p> <p>d 権利付与対象者の範囲については、業績向上との関連性が強くないと考えられる場合（監査役、取引先等）は肯定的な判断はできない。</p>	<p>3. 役員報酬等に関する議案</p> <p>(1) 役員報酬額改定</p> <p>a 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り、株主価値の毀損が明らかな場合、減額とすることが妥当である。</p> <p>b 報酬額を引き上げる場合には、十分な根拠が説明されるべきである。</p> <p>(2) 役員退職慰労金支給</p> <p>①退任取締役に対する退職慰労金支給</p> <p>a 社外取締役への退職慰労金支給については、肯定的な判断はできない。</p> <p>b 在任期間中に法令違反や反社会的行為等の不祥事に關与し、辞任あるいは退任している場合、肯定的な判断はできない。</p> <p>c 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り、株主価値の毀損が明らかな場合、肯定的な判断はできない。</p> <p>②退任監査役に対する退職慰労金支給</p> <p>a 社外監査役への退職慰労金支給については、肯定的な判断はできない。</p> <p>b 在任期間中に法令違反や反社会的行為等の不祥事に關与し、辞任あるいは退任している場合、肯定的な判断はできない。</p> <p>(3) ストックオプション（新株予約権）の付与</p> <p>a 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、株主価値への影響が懸念される場合には肯定的な判断はできない。</p> <p>b 権利付与対象者の範囲については、業績向上との関連性が強くないと考えられる場合（監査役、取引先等）は肯定的な判断はできない。</p>

旧	新
<p>3. 資本政策等に関する議案</p> <p>(1) 自己株式取得（取得枠の設定）</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>(2) 剰余金の処分等</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b 株主に対しては、将来の事業計画、財務の安定性、従業員処遇、役員報酬などとバランスのとれた利益配分（配当および自社株買いを含む）がなされるべきである。</p> <p>c 既に厚い自己資本を有しているながら、株主等に対し納得のいく説明もなく、内部留保を積み増している場合には、肯定的な判断はできない。</p> <p>(3) 合併契約書の承認</p> <p>a 次の条件が満たされていない場合には、肯定的な判断はできない。</p> <ul style="list-style-type: none"> 株主価値への影響について、十分な説明がなされるべきである。 合併比率等については、中立的な第三者による算定根拠が示されていることを要する。 <p>(4) 事業譲渡・譲受等</p> <p>a 次の条件が満たされていない場合には、肯定的な判断はできない。</p> <ul style="list-style-type: none"> 株主価値への影響について、十分な説明がなされるべきである。 譲渡価額等については、中立的な第三者による算定根拠が示されていることを要する。 <p>(5) 会社分割計画書承認・会社分割契約書承認</p> <p>a 次の条件が満たされていない場合には、肯定的な判断はできない。</p> <ul style="list-style-type: none"> 株主価値への影響について、十分な説明がなされるべきである。 分割による新株の割当比率等については、中立的な第三者による算定根拠が示されていることを要する。 <p>(6) 第三者割り当て増資等</p> <p>a 当該増資の必要性や株主価値を向上させることについて、納得のいく説明がなされていない場合には、肯定的な判断はできない。</p> <p>b 著しく財務内容が悪化した企業が事業再構築の一環として実施する場合には個別に検討する。</p> <p>4. その他の議案</p> <p>(1) 取締役・監査役・会計監査人の責任減免</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b なお、会計監査人の責任減免については、その必要性について納得のいく説明がなされるべきである。</p>	<p>4. 資本政策等に関する議案</p> <p>(1) 自己株式取得（取得枠の設定）</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>(2) 剰余金の処分等</p> <p>a 株主に対しては、将来の事業計画、財務の安定性、従業員処遇、役員報酬などとバランスのとれた利益配分（配当および自社株買いを含む）がなされるべきである。</p> <p>(3) 合併契約書の承認</p> <p>a 株主価値への影響について、十分な説明がなされるべきである。</p> <p>(4) 事業譲渡・譲受等</p> <p>a 株主価値への影響について、十分な説明がなされるべきである。</p> <p>(5) 会社分割計画書承認・会社分割契約書承認</p> <p>a 株主価値への影響について、十分な説明がなされるべきである。</p> <p>(6) 第三者割り当て増資等</p> <p>a 当該増資の必要性や株主価値を向上させることについて、納得のいく説明がなされていない場合には、肯定的な判断はできない。</p> <p>b 著しく財務内容が悪化した企業が事業再構築の一環として実施する場合には個別に検討する。</p>

旧	新
<p>(2) 会計監査人の選任</p> <p>a 原則として肯定的に判断する。</p> <p>b その独立性や適格性に関して納得のいく説明がなされていない場合には、肯定的な判断はできない。</p> <p>c 監査方針に関して、会社と対立したことによる不再任の場合には、全議案を精査する。</p> <p>5. 定款の変更</p> <p>(1) 授権株式数の拡大</p> <p>a 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や、その必要性について納得のいく説明がなされていない場合には、肯定的な判断はできない。</p> <p>(2) 取締役の任期</p> <p>a 取締役任期を短縮することについては肯定的に判断する。</p> <p>b 取締役任期の延長の場合は肯定的な判断はできない。</p> <p>(3) 剰余金の配当等の決定機関</p> <p>a 剰余金の配当等の決定機関を取締役会とすることについては、社外取締役の配置状況等を踏まえ、個別に検討する。なお、株主総会による決議を排除するよう定める場合には原則として反対する。</p> <p>(4) 特別決議（定款変更決議等）に関する定足数の緩和措置</p> <p>a 当該変更理由等の具体的説明がない場合は、肯定的な判断はできない。</p> <p>6. 株主提案</p> <p>a 原則として個別に検討することとするが、当該株主提案が株主価値の増大に寄与するものとなっているかどうかを基本的な判断基準とする。ただし、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ていると認められる場合には、肯定的な判断をすることはできない。</p> <p style="text-align: right;">2010年2月15日改定</p>	<p>5. 会計監査人選任議案</p> <p>a 会計監査人の独立性や適格性に関して納得のいく説明がなされていない場合には、肯定的な判断はできない。</p> <p>b 監査方針に関して、会社と対立したことによる不再任の場合には、全議案を精査する。</p> <p>c 会計監査人の責任減免については、その必要性について納得のいく説明がなされるべきである。</p> <p>6. 定款の変更</p> <p>(1) 授権株式数の拡大</p> <p>a 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や、その必要性について納得のいく説明がなされていない場合には、肯定的な判断はできない。</p> <p>(2) 取締役の任期</p> <p>a 取締役任期を短縮することについては肯定的に判断する。</p> <p>b 取締役任期の延長の場合は肯定的な判断はできない。</p> <p>(3) 剰余金の配当等の決定機関</p> <p>a 剰余金の配当等の決定機関を取締役会とすることについては、個別に検討する。</p> <p>(4) 特別決議（定款変更決議等）に関する定足数の緩和措置</p> <p>a 当該変更理由等の具体的説明がない場合は、肯定的な判断はできない。</p> <p>7. 株主提案</p> <p>a 原則として個別に検討することとするが、当該株主提案が長期的に株主価値の増大に寄与するものとなっているかどうかを基本的な判断基準とする。ただし、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ていると認められる場合には、肯定的な判断をすることはできない。</p> <p style="text-align: right;">2010年11月4日改定</p>

◆ 米国の主要な機関投資家の運用残高 (2010年12月末時点)

欧米の機関投資家の多くが12月に決算期を迎え、この時期に資産運用残高 (Asset Under Management) をウェブ上に公表し始めています。下表に株主判明調査によく名前が出てくる米国の大手機関投資家の運用資産残高をご紹介します。一部の機関を除いて1年前よりも残高が増加している傾向が読み取れます。

機関投資家(グループ)	運用資産残高(億ドル)	前年同期比増減	邦貨換算*(億円)
BlackRock	35,610	6.4%	2,955,630
State Street Global Advisors	20,100	3%	1,668,300
JPMorgan Asset Management	13,000	n.a.	1,079,000
BNY Mellon Asset Management	11,700	5%	971,100
Goldman Sachs Asset Management	8,400	-4%	697,200
Northern Trust Global Investments	4,892	1.5%	406,036
Morgan Stanley Investment Management	2,790	4.8%	231,570
Brandes Investment Partners	479	n.a.	39,757

* 83円/ドルにて換算

データ出所: 各社ウェブサイト

◆ 米国の議案評価会社を巡る最近の話題

議案評価会社のGlass Lewisは昨年(2009年)の12月に、同業のProxy Governance (以下PG) の顧客に対して議決権行使とそれに関するアドバイスサービスを提供することを内容とした戦略的な合意に至ったことを公表しました。2004年から議案評価サービスを提供してきたPGは12月いっぱいまで当該業務を停止しています。

もともとPGは2010年半ばに、米国証券管理委員会 (SEC) に対して利潤を目的としないProxy Governance Instituteに組織変更する計画を提出しており、同社の顧客業務のGlass Lewisへの移管はこの流れに沿った動きです。これによって米国の機関投資家向け議案評価ビジネスから1社が退出し、このビジネスの寡占状態が一層強まったこととなります。

一方、SECは議決権行使書の送達プロセスや議決権行使に関する制度全般を見直し中であり、その一環として、S&PやMoody's等の格付会社について金融制度改革の中で議論したように、議案評価会社に対しても法的な規制を加えるべきか否かを検討しているところです。

これまで議案評価会社の寡占による弊害については金融制度上の議論や政府機関による調査対象となったことがありました。これには、議案評価会社が機関投資家の議決権行使判断に過大な影響を及ぼしているのではないかと、議案評価会社の議案推奨とガバナンス向上へのコンサルティングやアドバイスを議案評価対象となる発行会社に対してサービス提供することは利益相反行為ではないか、という疑問が根底にあるように思われます。

今後の制度改革の内容によっては、議案評価会社の経営の根幹に関わる規制が導入されることになるかもしれません。



Summing-up 執筆活動やメディア掲載のご紹介

- 下記にJSSコンサルタントの最近の執筆活動やメディアに掲載されたコメント等の一部を紹介致します。

掲載元:	日経ヴェリタス 第151号 2011年1月30日～2月5日
タイトル:	ニッポン大株主の正体 日本は株主開示後進国、真の株主に迫るには・・・
コメンテーター:	今出常務執行役員
内容:	株主名簿と実質株主に関する取材を受け、うち20分以上にわたって「OD05 チャイナ・・・」について解説したものが株主調査会社への取材として紹介された。また日本と諸外国の株主開示の程度の違いと日本での情報取得の難しさについてワンポイントでコメントした内容が掲載。
掲載元:	日本経済新聞 2011年1月28日 朝刊
タイトル:	IRカンファレンス2010 問われる自立したIR－市場と社会に約束する情報開示－広告特集 ガバナンス開示の強化をIR活動に活かし、企業価値を高める
内容:	IRカンファレンス2010における三菱UFJ信託銀行とJSSが共催したワークショップの内容である株主総会の当日集計対応状況や投票・集計機器についての概要をまとめたもの。
掲載元:	T&A Master 2011年1月10日号
タイトル:	「英国機関投資家向けガバナンス規範の制定とその影響」
執筆:	山崎チーフコンサルタント
内容:	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2010年7月に英国で投資家に対するコーポレート・ガバナンス規範（スチュワードシップ・コード）が制定される。 ・ 規範の内容は7項目の基本方針。 ・ 英国の機関投資家だけでなく日本の機関投資家の行動にも影響を及ぼしている形跡が読み取れる。