

# 年金運用から見た 会社法の課題

法制審議会 報告資料

2010年5月26日

企業年金連合会

運用執行理事 濱口大輔

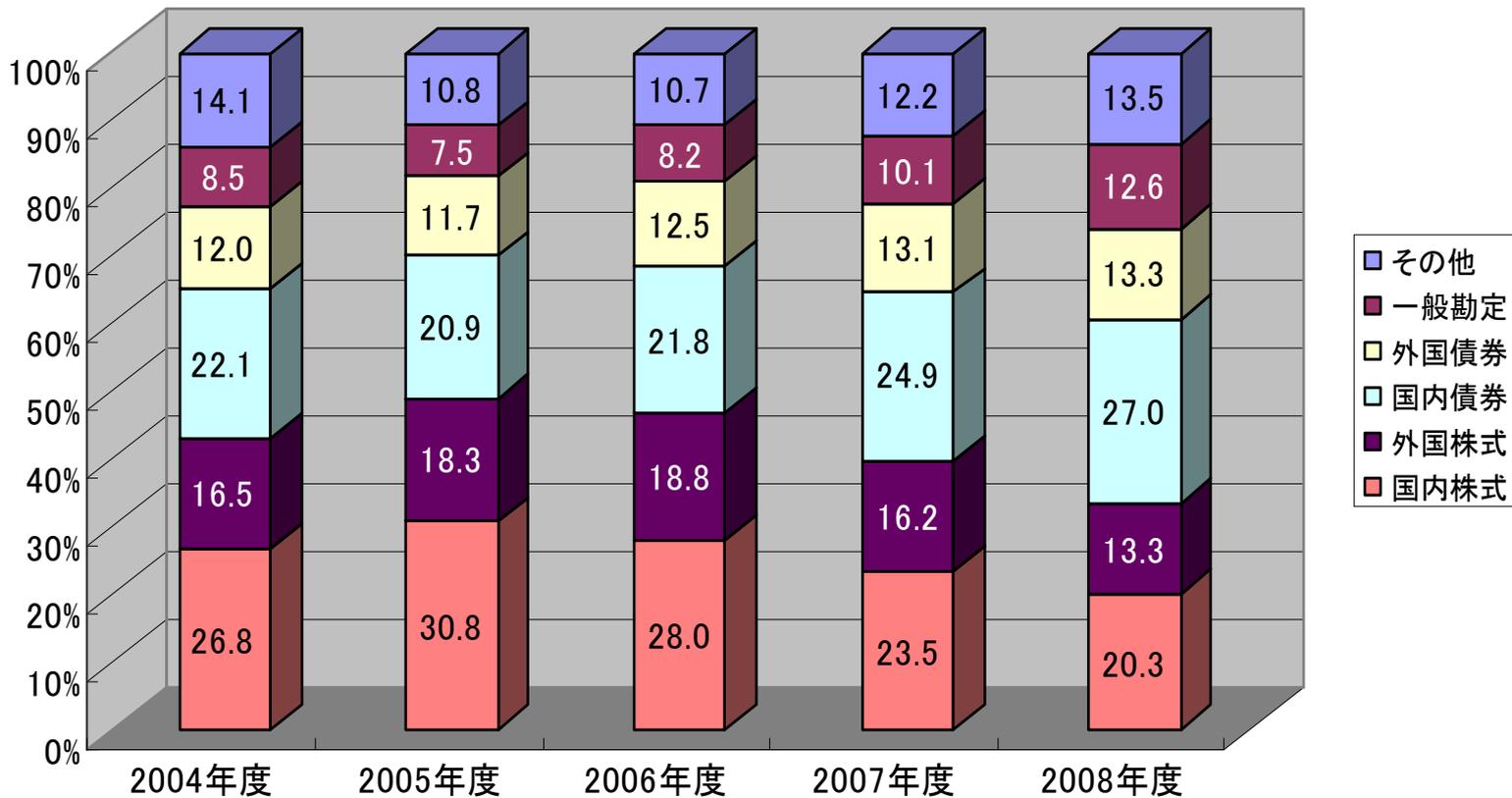
# 目次

1. 年金資産の運用と日本株のパフォーマンス
2. 年金運用から見た日本企業の問題点
3. 企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス原則
4. 機関投資家から見た企業法制に関する課題

# 1. 年金資産の運用と日本株のパフォーマンス①

## 企業年金資産構成割合の推移

国内株式の比率は20~30%



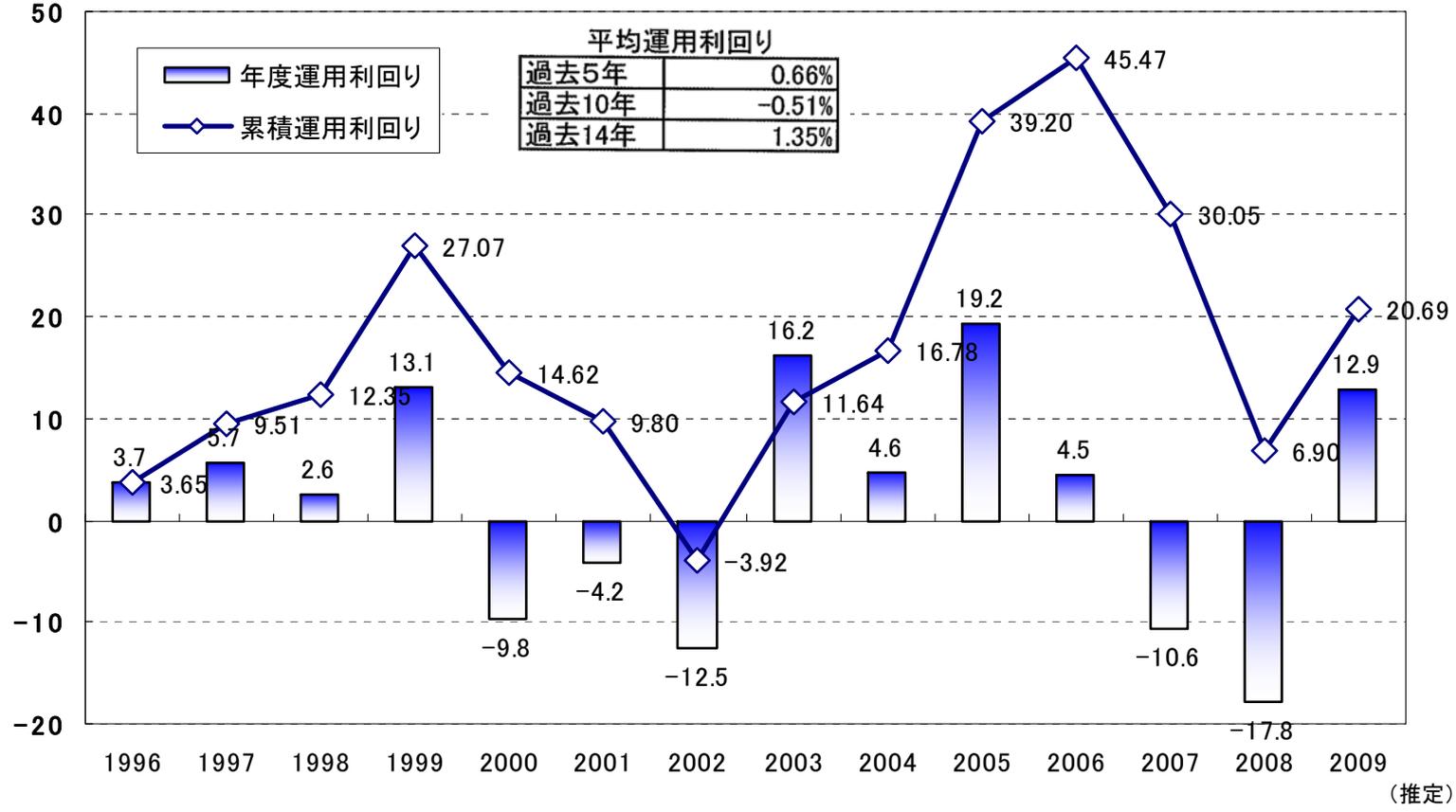
(出所) 企業年金連合会『資産運用実態調査』各年より作成

※ 厚生年金基金と確定給付企業年金の合計

# 1. 年金資産の運用と日本株のパフォーマンス②

## 企業年金運用利回りの推移

長期的に期待利回りを下回る



(出所) 企業年金連合会『資産運用実態調査』各年より作成  
 ※厚生年金基金と確定給付企業年金の合計  
 ※累積運用利回りは、資産配分規制が撤廃された1996年度以降の各年の利回りから試算した累積利回り

# 1. 年金資産の運用と日本株のパフォーマンス③

## 過去の市場収益率

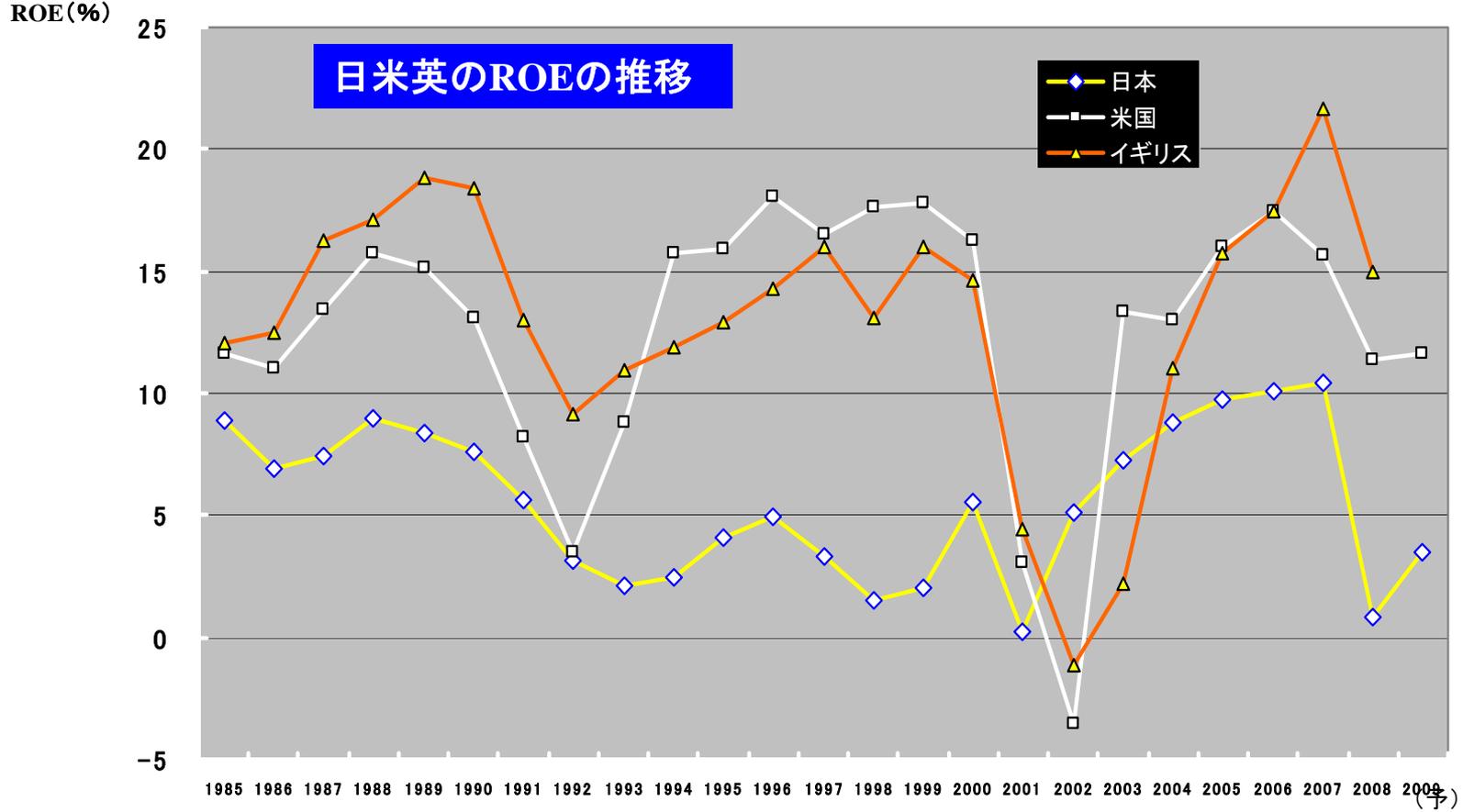
低い日本株のパフォーマンスが企業年金運用利回り悪化の主要な原因

|                 | 2009年度 | 直近5年<br>平均 | 直近10年<br>平均 | 直近20年<br>平均 | 直近30年<br>平均 |               |
|-----------------|--------|------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| 国内債券            | 2.04%  | 1.49%      | 1.76%       | 4.21%       | 5.42%       |               |
| 国内株式            | 28.47% | ▲2.22%     | ▲4.20%      | ▲3.02%      | 3.69%       | (過去30年で3.0倍)  |
| 外国債券            | 0.18%  | 2.11%      | 6.95%       | 4.99%       | 5.01%       |               |
| 外国株式            | 46.75% | 0.95%      | ▲0.04%      | 5.79%       | 7.91%       | (過去30年で9.8倍)  |
| 外国株式<br>(ドルベース) | 55.12% | 3.71%      | 0.89%       | 8.60%       | 11.51%      | (過去30年で26.3倍) |

(注) 国内債券: NOMURA-BPI, 国内株式: TOPIX配当込, 外国債券: シティグループ世界国債インデックス(除く日本、円換算), 外国株式: MSCI KOKUSAI (配当再投資、グロス、円換算)、外国株式(ドルベース): MSCI KOKUSAI (配当再投資、グロス)。外国債券の1985年度以前の数値は推計値。直近5年、10年、20年、30年は幾何平均。

# 1. 年金資産の運用と日本株のパフォーマンス④

## 株価低迷の要因は企業の低い収益性



(注) 対象は日本がNOMURA400(除く金融)、海外がFTSE(除く金融)  
(出所) 野村証券金融経済研究所。2008、2009年は一部PFA推計。

## 2.年金運用から見た日本企業の問題点①

### (1) 「株主価値」が重視されてこなかったこと

- ・「株主資本コスト」に対する理解の乏しさ
- ・低い「資本効率」(低ROE)
- ・「企業買収」に対する過度の抵抗
- ・「株主価値」を無視した第三者割当増資、MSCB等の資本調達

⇒会社を取り巻く利害関係者の中で、唯一株主だけが軽視され損害を蒙ってきたのではないか。

### (2) 株主による監視が有効に機能してこなかったこと

- ・社内の論理で選任される取締役
- ・業績と無関係な社長交代
- ・業績に連動しない役員報酬制

- ・社外取締役の機能に期待
- ・日本に特有な株式持合いの弊害
- ・機関投資家を含む一般株主の弱い発言力

## 2.年金運用から見た日本企業の問題点②

### 《参考》企業の業績と社長交代

久保 克行 早稲田大学商学学術院准教授

業績が悪い会社でも社長交代の比率は変わらない

|        | 社長交代があったか |        |              |
|--------|-----------|--------|--------------|
|        | 合計        | なし     | あり           |
| 全企業    | 2,848社    | 2,387社 | 461社 (16.2%) |
| 前年が赤字  | 153社      | 117社   | 36社 (23.5%)  |
| 2年連続赤字 | 53社       | 41社    | 12社 (22.6%)  |
| 3年連続赤字 | 13社       | 12社    | 1社 (7.7%)    |

(注)対象は日経225に含まれている企業から金融、電気・ガス企業を除いた企業であり、1992年から2006年の社長交代を示している。利益は経常利益。

(出所)久保克行『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』  
(日本経済新聞社, 2010年) P.95より作成

## 2.年金運用から見た日本企業の問題点③

### 上場会社の社外取締役採用状況

東証1部上場企業

1,674社

委員会設置会社

46社(2.7%)

監査役設置会社

1,628社(100%)

うち社外取締役採用

732社(45.0%) ⇒親会社・関係会社・大株主出身者を含む 194社

社外取締役1名のみ

368社(22.6%) ⇒同 上 94社

2名以上

364社(22.4%) ⇒同 上 100社

- ・時価総額上位30社(2009年6月末)では22社(73%)が社外取締役を採用。  
そのうち20社(67%)が2人以上の社外取締役を採用。

(出所)東証 コーポレートガバナンス情報サービスによる検索(2010年5月21日現在)

## 2.年金運用から見た日本企業の問題点④

### 日米の株式保有者割合

| <日本>             | 2008年3月末 | 2009年3月末 |
|------------------|----------|----------|
| 銀行・信託銀行          | 22.2 %   | 23.9 %   |
| 〔 うち投資信託<br>年金信託 | 4.9 %    | 5.1 %    |
|                  | 3.5 %    | 3.6 %    |
| 生保・損保・他金融機関      | 8.7 %    | 8.5 %    |
| 証券会社             | 1.6 %    | 1.0 %    |
| 事業法人等            | 21.3 %   | 22.4 %   |
| 外国人              | 27.6 %   | 23.6%    |
| 個人・その他           | 18.6 %   | 20.1%    |

出所 全国証券取引所「株式分布状況調査」

| <米国>2008年末 |       |
|------------|-------|
| 家計         | 38.8% |
| 年金         | 21.0% |
| 投資信託       | 20.1% |
| 生命保険       | 6.6%  |
| 海外         | 12.8% |
| その他        | 0.7%  |

出所 FRB

# 3. 企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス原則①

## 企業年金連合会 コーポレート・ガバナンス原則(2010年2月15日改定)

2003年2月 「厚生年金基金連合会 株主議決権行使基準」を策定

2006年4月 「企業年金連合会 株主議決権行使基準」を策定

2007年2月 「企業年金連合会 コーポレート・ガバナンス原則」を策定

2010年2月 改定

### I. 基本的な考え方

1. 企業年金連合会の使命
2. 株式投資の意義
3. コーポレート・ガバナンスの基本
4. 議決権行使

### II. コーポレート・ガバナンス原則

1. 企業の目的
2. 取締役会
3. 監査役会(監査委員会)
4. 会計監査人
5. 事業計画等
6. 情報開示、説明責任
7. 役員報酬
8. 経営戦略の変更
9. 社会的責任
10. 連合会の株主責任

### III. 株主議決権行使基準

1. 会社の機関に関する議案  
(1) 取締役会の構成 (2) 監査役会の構成 (3) 取締役の選任  
(4) 監査役の選任  
**【社外取締役および社外監査役の「独立性」の判断基準】**
2. 役員報酬等に関する議案  
(1) 役員報酬 (2) 役員退職慰労金支給  
(3) ストックオプション(新株予約権)の付与
3. 資本政策等に関する議案  
(1) 自己株式取得(取得枠の設定) (2) 剰余金の処分等  
(3) 合併契約書の承認 (4) 事業譲渡・譲受等  
(5) 会社分割計画書承認・会社分割契約書承認  
(6) 第三者割り当て増資
4. その他の議案  
(1) 取締役・監査役・会計監査人の責任減免  
(2) 会計監査人の選任
5. 定款の変更  
(1) 授權株式数の拡大 (2) 取締役の任期  
(3) 剰余金の配当等の決定機関  
(4) 特別決議(定款変更決議等)に関する定足数の緩和措置
6. 株主提案

# 3. 企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス原則②

## ■コーポレート・ガバナンス原則（抜粋）

### ◆ 企業の目的

企業の目的は、長期間にわたり株主価値の最大化を図ることにある。

なお、株主価値の最大化は、従業員、取引先、地域社会などのステークホルダーの利益と矛盾するものではなく、これらのステークホルダーとの良好な協力関係の確立によって達成できるものである。

### ◆ 取締役会

- ・企業の目的を達成するためには、企業経営における執行と監督の機能を分離することが必要であり、取締役会は株主の立場から最高経営執行者（以下「CEO」という）の経営執行を監督する機能を適切に果たさなければならない。
- ・取締役の少なくとも3分の1は、社外取締役とする。社外取締役は、当該企業と利害関係を一切有しない「独立性」を要する。
- ・CEOが取締役会の議長を兼ねることは望ましくない。
- ・「委員会設置会社」への移行は、積極的に評価する。

### ◆ 監査役会（監査委員会）

- ・監査役（監査委員）は、当該企業からの「独立性」を要する。

# 3. 企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス原則③

## ■コーポレート・ガバナンス原則（抜粋）

### ◆ 会計監査人

- ・会計監査人は、当該企業からの「独立性」を要する。
- ・会計監査人の選任および報酬の決定に際しては、監査役会（監査委員会）の意見が十分尊重されるべきである。

### ◆ 情報開示、説明責任

- ・CEOは、株主等に対して事業計画や経営活動等について正確で適切な情報を迅速に提供し、説明責任を果たさなければならない。

### ◆ 役員報酬

- ・株主等に対し役員報酬の基本的な考え方が示されるべきであり、報酬体系の中には業績や長期的な株主価値と連動する要素が組み込まれるべきである。

# 3. 企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス原則④

## ■ 議決権行使基準

連合会は、前述のコーポレート・ガバナンス原則を踏まえ、次の基準に従い株主議決権を行使する。  
なお、提案された議案がこの基準に適合しない場合でも、企業から納得のいく説明あるいは取り組みが得られれば、議案に賛成する。

### ◆ 取締役の選任

- ・委員会設置会社への移行は肯定的に判断する。
- ・取締役会は適正な規模(20名以内)であることを要する。
- ・当面、少なくとも社外取締役が1名含まれていることを要する。
- ・3期連続してROEが8%を下回る企業の場合、事業計画や資本政策について納得のいく説明が得られなければ、再任候補者に肯定的な判断はできない。
- ・不祥事が発生し、経営上重大な影響が出ている場合、再任候補者に肯定的な判断はできない。
- ・取締役会の判断で買収防衛策を導入した企業、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企業は、そ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、取締役再任議案に肯定的な判断はできない。
- ・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、取締役再任議案に肯定的な判断はできない。

# 3.企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス原則⑤

## ■ 議決権行使基準

### ◆ 監査役の選任

- ・不祥事が発生し、経営上重大な影響が出ている場合、再任候補者に肯定的な判断はできない。
- ・監査役を増員は肯定的に判断する。減員はその理由が明確に示されない場合肯定的な判断はできない。
- ・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は、この限りではない。

### ◆ 役員報酬、役員退職慰労金、ストックオプション

- ・3期連続赤字かつ無配、または5期通算の最終損益がマイナスの場合、役員報酬は減額または無報酬とすることが妥当である。また、この場合退任取締役への退職慰労金支給は肯定的な判断はできない。
- ・不祥事に関与し、退任した役員に対する退職慰労金支給は肯定的な判断はできない。
- ・社外取締役・社外監査役への退職慰労金支給は、肯定的な判断はできない。
- ・ストックオプションについては原則として肯定的に判断するが、株主価値の大幅な希薄化を招く場合、業績向上との関連性が乏しい者(監査役、外部者等)に対する付与、行使価格の引き下げについては、肯定的な判断はできない。

### ◆ 剰余金の処分等

- ・株主に対しては、将来の事業計画、従業員処遇、役員報酬などとバランスのとれた利益配分がなされるべきである。
- ・既に厚い自己資本を有していながら、納得のいく説明もなく内部留保を積み増している場合、肯定的な判断はできない。

# 3.企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス原則⑥

## ■ 議決権行使基準

### 【社外役員の独立性に関する判断基準】

●次のような関係がある場合には、「独立性」があるとはしない。

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。

# 4.機関投資家からみた企業法制に関する課題①

## (1) 基本的な問題認識

### ① 日本企業の低い「効率性」

一般にガバナンスの役割は、経営の「健全性」と「効率性」の確保にあるとされるが、日本企業の場合、とりわけ「効率性」（企業価値向上のために、経営者の経営判断を監視あるいは助言する機能）の面に大きな課題がある。

「会社法」は、企業のガバナンスを規定する基本法であるが、この問題に十分応えられているか。

### ② 一般株主（少数株主）保護の視点の脆弱性

近時の商法改正は、事前規制の緩和によって、経営のスピード化、効率化を高めようとしたものと理解されている。

たしかに、経営の効率性を高めるために、経営の自由度を高めることは有効であろう。しかしそのことによって、経営者に対する監督機能が弱まり、株主（特に一般株主）の権利・利益が軽視されてよいということではない。

企業法制において「一般株主（少数株主）の利益保護」という視点をより明確にすることが必要ではないか。

### ③ グローバルな投資家の納得性

資本市場のグローバル化が進む中では、国際的なコンバージェンス、国際的投資家の納得性という視点も求められているところである。また、日本企業の国際競争力の向上という観点からも、国際的投資家からの、日本企業への信頼を得られるような法制度であることが必要ではないか。

# 4.機関投資家からみた企業法制に関する課題②

## (2)検討すべき法的課題

### ①「株主」の法的位置づけの明確化

現行の会社法では、「株主」の法的位置づけが必ずしも明確ではない。「株主」の法的位置づけを明確にした上で、経営者が「株主」に対し負うべき責任等をもう少し明確にすべきではないか。

### ②上場会社における「一般株主(少数株主)保護」の強化

会社法は「株主平等の原則」を謳っている(会社109条)が、株主平等の原則の機械的運用が、一般株主の権利を事実上制限する虞もないとはいえない。

上場会社については、一般株主に対する法的保護を強化する必要があるのではないか。

### ③「独立社外取締役」の設置

独立社外取締役の義務化や、独立性要件の強化によって、海外投資家からの、日本企業のガバナンスへの信頼が向上するものと思われる。

一般株主に代わって経営陣を監督する「独立社外取締役」の設置の義務化、あるいは、設置を誘導する法規定の創設を検討すべきではないか。

### ④委員会設置会社の法的メリットの明確化

委員会設置会社が選択されない法的な障壁を検証し、改善できる点を改善する必要があるのではないか。

### ⑤株主による監視機能の強化

わが国において株主による監視機能が働きにくいこと背景には、株式持合い等による議決権の空洞化と、企業買収市場の機能不全があるものと考えられる。

これらの問題について、ソフトローを含めた企業法制全体で対応を検討すべきではないか。