

関係資料

平成 2 1 年 2 月 1 0 日
金 融 庁

日本・ドイツ・アメリカの機関投資家アンケート結果

投資期間はどの程度か？

(%)

	日本	ドイツ	USA
数日	6.7	0.8	2.0
数週間	16.8	13.2	0.7
2-6カ月	49.2	59.3	20.8
6-12カ月	19.1	21.3	38.9
数年	8.2	5.4	37.6
合計	100	100	100

トレンドをフォローするタイプか？

(%)

	日本	ドイツ	USA
非常に強い	2.3	2.3	1.4
強い	27.2	13.5	4.1
やや強い	32.8	34.4	15.5
やや弱い	17.3	24.3	27.0
弱い	15.3	17.0	35.1
非常に弱い	5.2	8.5	16.9

(出所) Megumi Suto, Lukas Menkhoff, and Daniela Beckmann (2005) "Behavioural biases of institutional investors under pressure from customers: Japan and Germany vs the US", Waseda University Institute of Finance Working Paper Series WIF-05-006.

- (備考) 1. 日本のアンケート調査は2003年10月から12月の間に信託銀行、生命保険、投資顧問業者を含む計78社に対して行い、48社、488名のファンドマネジャーからの回答を得た。
 2. ドイツのアンケート調査は2003年4月から6月の間に投資信託及び株式を組み込む年金ファンド66社に対して行い、51社、263名のファンドマネジャーからの回答を得た。
 3. アメリカのアンケート調査は2003年9月から2004年2月の間にファンドを扱うトップ250社に対して行い、74社、148名のファンドマネジャーからの回答を得た。

我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ

中間論点整理（第一次）（抄）

Ⅱ. 検討課題

3. 各市場参加者（プレイヤー）が取り組むべき課題

(4) 機関投資家

・ 市場型間接金融を支える柱となる機関投資家の質の向上

ー 我が国金融システムを、市場機能を中核とする金融システムに再構築するにあたっては、「貯蓄から投資へ」の流れを一層加速し、国民の市場への幅広い参加を促進していく必要がある。この流れを確かなものとするためには、機関投資家を通じて間接的に市場に参加する、いわゆる市場型間接金融の果たす役割が重要である。

この市場型間接金融においては、年金、投資信託、保険等の機関投資家が、情報収集やリスク管理に係る専門的な能力を発揮しつつ、受益者である年金加入者、一般投資家、保険契約者の利益の最大化に努め、フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）（注）を果たすことが必要不可欠である。

しかしながら、我が国金融・資本市場における機関投資家の実態を見ると、諸外国と比べ、運用対象の多様化や、議決権行使等を通じたガバナンスの発揮が未だ十分に進んでおらず、年金加入者、一般投資家、保険契約者に対するフィデューシャリー・デューティーが十分に果たされていないのではないかとの指摘がある。

また、機関投資家が市場で運用する資産に係る投資収益率も、必ずしも年金加入者等の期待に応える水準に達していないとの指摘もある。

このため、公的年金の資金運用のあり方等については、金融・資本市場の活性化の観点からの議論や年金制度そのもののあり方に関する議論を含め、様々な議論が当スタディグループでも行われた。この議論において、公的年金を含む年金、投資信託、保険等の機関投資家が市場で運用を行うにあたっては、オルタナティブ投資（代替投資）をはじめ、運用対象・手法の多様化などを通じて競い合い、受益者の期待に応えていくことが求められており、その促進のための具体的な施策の早期の実施が必要であるという点が一致して強調された。

また、機関投資家においては、ファンドマネージャーに係る人事・報酬体系の見直し等により、リスクテイク・運用技術力の向上を図ると同時に、受益者に対するフィデューシャリー・デューティーを一層十分に果たしていくことが期待される。

(注) ここでは、「受託者」という用語を、我が国で一般的に使用されている信託契約における trustee を指すものではなく、英米における fiduciary、すなわち他者の信認を得て一定範囲の任務を遂行すべき者を指す幅広い概念として用いており、fiduciary（受託者）が負うさまざまな責任を総称して fiduciary duty（フィデューシャリー・デューティー）として広く捉えている。なお、フィデューシャリー・デューティーの具体的な内容としては、説明義務、分別管理義務、忠実義務（利益相反防止義務）、善管注意義務等が挙げられる。

厚生年金基金受託者責任ハンドブック(運用機関編)(抄)
＜厚生年金基金連合会 受託者責任研究会(平成12年4月発行)＞

資産運用・資産管理プロセスにおける受託者責任(43項目)

33. 株主議決権の行使

〔基本的な考え方〕

- 運用機関は、もっぱら委託者たる基金の利益の増大のために、株主議決権を行使すべきである。
- 受託者責任という観点からも、運用機関が株主議決権を適切に行使し株式の価値の増大を図ることが必要である。

〔運用機関として行うことが行われることが期待される事項(例示)〕

- 株主利益の増大を図るという観点から、各議案を検討し株主議決権を適切に行行使する。
- 恣意的な議決権行使を回避するために、費用対効果も考慮した上で、「議決権行使ガイドライン」等の社内規程等を設け、議決権行使の意思決定プロセスや組織体制を整備する。

議決権行使に関する最近の取組み

- 平成13年 ◆ 「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」制定
厚生年金基金連合会(現 企業年金連合会 以下同じ)
- 平成14年 ◆ 「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」制定
日本証券投資顧問業協会
- ◆ 投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート開始
日本証券投資顧問業協会
- 平成15年 ◆ 「厚生年金基金連合会 株主議決権行使規準」制定
(現 「企業年金連合会 コーポレート・ガバナンス原則」)
厚生年金基金連合会
- ◆ 業務規程にて、議決権の指図行使の基本的考え方及び意思決定に係る権限等に関する規定の作成を義務化
投資信託協会
- ◆ 「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」制定
投資信託協会
- 平成18年 ◆ 議決権行使状況アンケート調査開始
投資信託協会

議決権行使ルールの整備状況

	投資信託	証券投資顧問	信託	生命保険
ガイドラインの作成	<p>【投資信託協会ルール】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●「会員の業務運営等に関する規則」 ⇒議決権の指図行使の基本的考え方及び意思決定に係る権限等に関する規定の策定を義務化。 <i>(平成 15 年 3 月改正により追加)</i> ●「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」 ⇒作成上の留意事項を規定。 <i>(平成 15 年 3 月制定)</i> 	<p>【日本証券投資顧問業協会ルール】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」 ⇒議決権等行使指図のガイドライン等の策定を義務化。 <i>(平成 14 年 4 月制定)</i> <p>※協会が、「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」にて、自主規制ルールの遵守状況等の調査を実施。</p>	<p>【信託協会】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●各社に社内規定の整備を要請。 <i>(平成 15 年 3 月)</i> <p>【当局の監督指針】</p> <p>信託財産の市場運用に関し、機関投資家の受託者責任の実効性を確保するとの観点から、社内規則の策定及び適切な運用体制の整備を求めるとともに、当該社内規則の策定に当たっての留意点を明示するための規定を追加。 <i>(平成 15 年 6 月改正(当時の事務ガイドライン))</i></p>	<p>【生命保険協会】</p> <ul style="list-style-type: none"> ●社内規定策定に当たっての Q & A を作成。 <i>(平成 15 年 3 月)</i> <p>【当局の監督指針】</p> <p>保険会社の特別勘定における運用に関し、機関投資家の受託者責任の実効性を確保するとの観点から、内部規定の策定及び適切な運用体制の整備を定めるとともに、当該内部規定の策定に当たっての留意点を示すための規定を追加。 <i>(平成 15 年 6 月改正(当時の事務ガイドライン))</i></p>
ガイドラインの公表	<ul style="list-style-type: none"> ●「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」 ⇒その他の留意事項として、議決権行使の考え方を具体的に開示することを規定。 	/	/	/
行使結果の公表	<ul style="list-style-type: none"> ●特に規定なし。 <p>※協会が、アンケート調査を実施し、業界全体としての「議決権行使状況アンケート調査結果」を公表。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ●特に規定なし。 <p>※協会が、「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」にて、議決権行使状況の調査を実施し、業界全体としての結果を公表。</p>	/	/

投資信託委託会社における議決権等行使指図ガイドラインの例

I. 基本的な考え方

1. ■■■■■の使命

■■■■■は、投資家の皆様から運用を委託された資金の中長期的な成長を目指すことがその使命であります。株主重視の企業経営の必要性が年々認識されつつある状況の下、投資家の皆様を代表して議決権を行使することによって投資先企業のコーポレートガバナンスに参加することが、長期的観点から投資家の皆様の利益増大に資するものと判断しています。

2. コーポレートガバナンスの基本

株式会社においては、出資者たる株主は自ら直接企業経営を行なうわけではありません。したがって、必然的に経営者の権限濫用の問題や株主利益の侵害の問題が生じます。このような問題を解決するには、消費者、債権者、従業員、取引先、事業所所在地のコミュニティといった株主以外のステークホルダーと良好な協力関係を確立するとともに、会社の意思決定機構のあり方、会社運営のあり方、および経営機関の監視・監督のあり方を株主利益尊重の方向へと向かわせることが重要になってくると考えています。■■■■■では、会社の意思決定、企業運営、経営機関の監視・監督のそれぞれの場面における株主利益保護の担い手として社外取締役の登用を推奨しています。また、株主等に対して経営情報の十分な開示と説明責任が果たされることも、投資先企業に求めています。

3. 議決権行使

投資先企業に対する議決権の行使は、企業価値を増大させ、または企業価値毀損を防止するための重要な手段です。■■■■■に課されている受託者責任を果たすためにも、より適切な議決権行使が求められていると自覚しています。議決権の行使にあたっては、独立した立場から専ら投資家（投資信託の受益者および投資顧問契約の顧客を指します）の利益のみを図ることを目的とし、自己または投資家以外の第三者の利益を図るような議決権行使は行ないません。■■■■■は、会社のあるべき「コーポレートガバナンス原則」を定め、その原則にしたがって投資先企業の議決権を行使することにより、長期的に株主利益を最大限尊重した経営を行なうよう求めて参ります。

II. コーポレートガバナンス原則

1. 株式会社の目的

株式会社においては、株主利益の最大化がその経営目的になるべきです。もちろん、現代社会では会社が社会的存在となっている場合には、株主以外のステークホルダーの利益も配慮する必要は否定できません。しかし、株主利益の最大化は、株主以外のステークホルダーの利益と矛盾するものではないと考えられ、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することができるでしょう。

また、株主の利益の確保は、会社のガバナンス機構によって図られるべきものですが、一方、ステークホルダーの利益は、会社とステークホルダーとの契約（例えば、従業員と会社との労働協約等）や個別の法的規制（例えば、労働法や公害法等）によっても確保することが可能です。会社が株主利益以外にステークホルダーの利益も最大限尊重しなければならないとすると、錯綜した利益のいずれを優先すべきかといった問題について結論が得られない事態も予想され、結局、いずれにしても会社の社会的責任が果たせないこととなってしまいます。会社の社会的責任も、原則としてその利潤を追求する活動のなかで果たされるべきであると考えます。

2. 取締役会

①有効に機能するコーポレートガバナンスを実現するためには、業務の執行機能と監督機能が分離されることが必要であり、各取締役は、株主利益の観点から会社の業務執行を実行する者に対する監視・監督機能を適切に果たすべきであると考えます。

②取締役の員数は、取締役間で十分に議論を尽くすことができ、適時・適切な意思決定が迅速に行なえる人数までとします。

③取締役の3分の1以上が社外取締役であることが望ましいと考えます。社外取締役は、当該会社と利害関係を一切有しない「独立性」が要件となり、親会社関係者や取引先関係者等でないことについて十分な説明が行なわれなければなりません。

④委員会設置会社への移行は、原則として積極的に評価します。

3. 監査役会（監査委員会）

①監査役（監査委員）および会計監査人は、当該会社からの「独立性」の確保が重要であり、選任にあたっては、株主に対してその旨の十分な説明が行なわれなければなりません。

②監査役会（監査委員会）は、取締役の職務の執行を監督する機関ですので、業務全般について、適法性監査にとどまらず、妥当性監査に踏込んだ監督機能を適切に発揮しなければなりません。

4. 情報開示、説明責任

①取締役会は、株主や債権者等に対して業績および財務状況等について適時・適切な情報を開示し、積極的に説明責任を果たさなければなりません。

②各取締役は、取締役会および監査役会（監査委員会）に対し、自らの職務の執行の適法性および妥当性を判断するに足る十分な情報を提供しなければなりません。

5. 役員報酬

①個別の報酬額が決定されるための基準を開示することが望ましく、かつ、報酬額は会社業績や株主に対する利益配分と整合性のとれた水準となるべきです。

②業績連動型等のインセンティブ報酬を固定報酬の代替として導入することは、原則として積極的に評価します。

③役員報酬の額は、当該役員の再任議案を検討する際に有益な情報であると考えられますので、非現金報酬も含め個別に開示されることが望ましいといえます。

6. 株主還元政策

①株主還元政策は、会社にとって最も重要な政策の1つであると考えます。当期および将来の業績や将来の経営環境を総合的に勘案し、役員報酬、従業員処遇、将来の事業計画等ともバランスのとれた還元がなされることを求めます。

②株主還元政策は、中長期的観点から株主利益を重視して行なわれるべきであり、具体的な今後の事業展開が計画されていないにもかかわらず必要以上の内部留保を確保しようとする投資先企業に対しては、適切な株主還元を求めます。

7. 経営戦略の変更

重要な経営戦略を変更する場合や株主利益に大きな影響を与えることとなるような経営方針の変更を行なう場合には、決定前に株主の承認が求められる必要があり、株主が適切な判断ができるよう十分な情報と時間が提供されなくてはなりません。

8. 支配権争い

会社の支配権を維持するためになされる議案には、基本的に反対します。かかる議案は現在の経営を固定化させるものと思われるからです。自由資本主義においては、株式の取引や支配権の移転は、敵対もしくは友好かを問わず、起こるべきものと考えます。

9. 社会的責任

会社は、法令等を遵守し、消費者、債権者、従業員、取引先、事業所所在地のコミュニティー等のステークホルダーの利益も配慮しなければなりません。また、様々なCSR（Corporate Social Responsibility）活動を通じて、社会的責任を果たして行くべきであり、環境・社会・ガバナンス（以下、ESG）関連の情報開示は積極的に奨励します。

10. ■■■■■の株主責任

■■■■■は、投資家を代表する安定株主として、会社と積極的に意見交換を行なうよう努めます。

総則

（目的）

第1条 このガイドラインは、当社の議決権等行使指図に係る意思決定手順および判断基準を定め、組織的かつ整合的な議決権等行使を目指すとともに、もって受託者責任の忠実な履行に資することを目的とする。

(定義)

第2条 このガイドラインにおいて「議決権等」とは議決権を含む会社法上の株主権をいう。

2. このガイドラインにおいて「受益者」とは投資信託業務における各ファンドの受益者をいう。
3. このガイドラインにおいて「顧客」とは投資顧問業務における各顧客をいう。
4. このガイドラインにおいて「受益者（顧客）の利益」とは、株主価値の増大またはその価値の毀損防止をいう。

(顧客への提示)

第3条 顧客から請求があった場合には、このガイドラインを顧客に提示しなければならない。また、以下に掲げる事項について、当社ホームページにおいて開示しなければならない。

- (1) このガイドライン作成の目的および議決権等行使指図に当たっての基本となる考え方
- (2) 議決権等の行使指図の意思決定プロセスおよび意思決定に係る権限ならびに責任の所在
- (3) 議決権等行使指図の判断基準

2. 顧客から議決権等行使指図の方針が提示された場合には、このガイドラインを顧客に提示し、顧客との間で主体的、合理的な調整を行なわなければならない。

(判断権者等)

第4条 当社は、議決権政策委員会を設ける。議決権政策委員会は、議決権等の行使指図に関する基本的な事項を定める。

2. 議決権等行使指図の判断は、議決権政策委員会の委員長がその責任を負う。なお、委員長は、委員会事務局に、このガイドラインに基づき判断することを代行させることができる。
3. 委員会事務局は、このガイドラインによる判断が難しい議案について、委員長または副委員長の判断を仰がなければならない。

(指図の種類)

第5条 議決権等行使指図は、各議案に対し、「賛成」、「反対」または「棄権」のいずれかとし、「白紙委任」を行なってはならない。

(基本姿勢)

第6条 議決権政策委員会の委員長、副委員長または委員会事務局は、このガイドラインにより各議案を精査し、受益者もしくは顧客の利益に反すると認められる場合には、その度合いに応じて「棄権」または「反対」の意思表示を行なう等、このガイドラインの趣旨に沿って議決権等行使の指図を行なうものとする。必要に応じて、外部内部の各専門家からの助言を利用するものとする。

2. 自己または受益者もしくは顧客以外の第三者の利益を図る目的で議決権等行使の指図を行なってはならない。
3. 外国株式に係る議決権行使にあたっては、当該国の実情に応じて指図を行なうものとする。

(不統一行使)

第7条 原則として議決権の不統一行使指図は行なわない。ただし、第11条の場合および第12条第2項の場合は、この限りではない。

(指図結果の報告)

第8条 委員会事務局は、議決権等行使指図の指図結果を、少なくとも年1回、議決権政策委員会に報告しなければならない。

(指図結果の開示)

第9条 議決権政策委員会より、議決権等行使指図の指図結果、および判断の根拠について開示要請があった場合には、委員会事務局は、議決権等行使指図の内容を開示しなければならない。

2. 顧客より、前項に定める開示要請があった場合は、当該顧客資産の運用対象となっている銘柄に限り、議決権等行使等指図の内容を開示しなければならない。

(指図結果等の保存)

第10条 議決権等行使指図の指図結果は、その全てを指図書控えとともに委員会事務局が保存しなければならない。

2. 疑義のあった議案については、株主総会招集通知、問題となる理由および意思決定の理由ならびに意思決定の根拠となる資料がある場合にはその資料を、委員会事務局が保存しなければならない。
3. 指図書の控えの保存期間は、株主総会日が属する月の月末から11年間とする。
4. 指図結果、疑義のあった議案についての株主総会招集通知、問題となる理由および意思決定の理由ならびに意思決定その根拠となる資料の保存期間は株主総会日が属する月の月末から6年間とする。

(議決権等の留保)

第11条 顧客に議決権等行使の指図権が一部留保され、顧客から当社に対して具体的な議決権等行使の指図が提示された場合において、当該指図が明らかに非合理的であると判断された場合には、顧客に対して意見を述べるよう努めなければならない。

(外部委託ファンドの取扱い)

第12条 運用指図権の行使を外部に委託している場合においても、原則として当社が議決権等行使の指図を行なうものとする。

2. 前項の規定にかかわらず、外部委託先が議決権等の行使を希望する場合には外部委託先と協議の上、個別に検討することがある。

(スクリーニング)

第13条 当該企業の経営が信頼に足るか否か、または、その他精査の必要性を判断する一助として、スクリーニングを利用する。

2. 前項に定めるスクリーニングには、以下の項目を採用する。なお各項目の基準に関しては別途社内規定に定める。
 - 一 株主資本利益率 (ROE)、総資本利益率 (ROA) の推移と現状
 - 二 株主還元の推移と現状
 - 三 不祥事発生の有無
 - 四 会計監査人または監査役会の異例意見の有無
 - 五 被公開買付の有無

(改廃)

第14条 このガイドラインの改廃は、議決権政策委員会の決議による。

各 論

(剰余金の配当)

第15条 剰余金の配当には、以下の各号に定める事項を勘案し、配当水準が著しく疑問である場合を除き、議案に賛成する。

- 一 当該企業の利益水準
 - 二 利益の一過性
 - 三 内部留保額
 - 四 投資機会
 - 五 株主構成
 - 六 他の議案
2. 前項の場合において、配当水準が著しく疑問である場合には、反対する。
 3. 剰余金の配当につき、株主側提案がなされた場合には、以下の各号のとおりとする。
 - 一 株主側提案が妥当とは考え難い場合には、会社側に賛成、株主側に反対とする。

二 会社側提案と株主側提案に大差がなく、どちらも妥当な範囲にあると考えられる場合には、会社側に賛成する。

4. 剰余金の配当を取締役会による決議とする議案については、取締役会における経営執行からの独立性が高いと判断される場合、賛成する。

(定款変更)

第16条 定款の変更が、以下の各号に定める事項である場合には、賛成する。

- 一 法改正に伴う形式的な修正または文言の変更である場合
- 二 本店所在地の変更
- 三 事業目的を合理的な範囲で拡大・変更する場合
- 四 基準日が著しく株主の不利益になる日ではない場合
- 五 取締役、執行役、監査役の定員変更が企業規模（時価総額、類似業種内類似企業規模比較、業績、役員報酬等）を総合的に勘案して合理的な場合
- 六 取締役の任期を法定年限より短くする場合

2. 前項各号に掲げる事項以外の定款変更については、個別に精査のうえ、拒絶すべき事項が一つ以上ある場合には、変更案全体に対し反対する。

(事業年度の変更)

第17条 事業年度を変更する議案に対しては、合理的な説明があり、業績に与える影響が無いまたは軽微な場合には、賛成する。ただし、当該変更の目的が定時株主総会の延期を主目的とするものである場合には、反対する。

(委員会設置会社制度の導入)

第18条 委員会設置会社制度を導入する議案には、賛成する。ただし、社外取締役が親会社関係者や重要な取引先等の関係者であるなど、社外取締役としての独立性に疑問がある場合には、総合的な観点から精査する。

(決議要件の変更)

第19条 決議要件を加重または緩和することについては、その必要性や株主価値を損なうものではないことについて十分な説明がない限り、反対する。

2. 頭数要件を加えとか、総株主の同意を決議成立要件とするなどのように特別決議の決議要件を加重する議案（いわゆるスーパー・マジョリティ）には、反対する。

(取締役の選任)

第20条 取締役選任案については、賛成する。ただし、以下の場合は精査のうえ、棄権または反対する。

- 一 個人的な資質など取締役候補として問題があると判断される場合
- 二 取締役会の構成上、適性な能力発揮が期待できないと判断される場合
- 三 取締役として不適切な行動をとったと判断される場合

2. 経営に重大な責めがある場合、経営への関与が認められる現取締役の再任が提案された場合には、反対する。特に下記に関しては注視する。

- 一 重要な事項が株主の意思確認なしに決定・導入された場合
- 二 経営資源が効率的に運用されていないと考える場合

3. 社外取締役の選任には賛成する。委員会設置会社の社外取締役候補など、その適性を判断する場合、その独立性を吟味する。また、以下の各号に定める者は、社内からの取締役候補とみなす。

- 一 当該会社または子会社の常勤役員または従業員であった者で退職後5年が経過していない者
- 二 総議決権の3分の1を保有する大株主
- 三 主要な取引先企業の常勤役員または従業員
- 四 当該企業と利害関係にある顧問弁護士、会計士、税理士、コンサルタント

五 当該会社の取締役の親族

六 当該企業と相互に役員派遣をしている会社の常勤役員または従業員

4. 累積投票により取締役を選任する提案には、賛成する。

(監査役の選任)

第21条 前条の規定は、監査役選任案（監査役補欠選任案を含む）に準用する。ただし、監査役を定期的にローテーションさせる議案については、精査のうえ、棄権または反対する。

(会計監査人の選任)

第22条 会計監査人の選任議案については、賛成する。ただし、他会社の粉飾決算等を見抜けなかった会計監査人については棄権し、また、会計監査人の独立性に疑義がある場合には、反対する。

2. 会計監査人が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。

(役員報酬)

第23条 役員報酬に関する議案については、以下の各号に規定する条件が全て該当する場合には、賛成する。

一 各役員の報酬について個別開示されている場合

二 報酬が業績に連動しており、その計算根拠が明確な場合

2. 以下の各号に規定する条件のいずれかに該当する場合には、原則として賛成する。

一 役員報酬について社外取締役が過半数を占める組織が決定する仕組みが確保されている場合

二 役付役員の報酬が開示され、かつ、役員報酬総額が開示されている場合

三 報酬額について個別報酬は取締役会に委任されている場合でも、その総額について業績連動になっている場合

3. 役員報酬総額が提示されているものの、業績に連動しておらず合理的な説明が無い場合、棄権または反対する。

4. 役員賞与金は、原則として賛成する。ただし、経営に重大な責めがある場合は、精査のうえ、賞与金の支払いがあれば、これに反対する。

(退任慰労金)

第24条 退任慰労金に関する議案については、以下の各号に規定する条件が全て該当する場合には、賛成する。

一 各役員に支給される慰労金の額が個別開示されている場合

二 業績不振、不祥事等による経営責任が無い場合

2. 以下の各号に規定する条件のいずれかに該当する場合には、原則として賛成する。

一 慰労金の打ち切り支給案

二 慰労金の個別額が取締役会（監査役にあつては監査役会）に委任されている場合で、その総額が株主総会で提示されているか、または支払支給基準が明確な場合（ただし、前項第二号に該当することを条件とする）

三 前項第二号に該当することを条件に、慰労金の個別額が取締役会（監査役にあつては監査役会）に委任されている場合

3. 社外取締役および社外監査役への退任慰労金議案には、棄権または反対する。

4. 敵対的買収に備えての役員退任慰労金を支給する議案（ゴールデン・パラシュート）については、反対する。

5. 買収時に備えて巨額の割増退職金を従業員に与えることとした場合（いわゆるティン・パラシュート）には、次回の役員選任議案を棄権する。

(役員・会計監査人の責任)

第25条 取締役、監査役または会計監査人の責任を加重する議案には、賛成する。ただし、取締役、監査役または会計監査人の軽微な過失を理由として巨額の損害賠償責任を負担させるような議案には、総合的な観点から精査のうえ、棄権または反対する。

2. 取締役、監査役または会計監査人の責任を減免する議案には、反対する。ただし、合理的な説明があり、かつ、会社法等の法令に基づいており、総合的に勘案して会社の利益になる場合には、賛成する。

(ストックオプション)

第26条 役員に対するストックオプション付与議案については、役員報酬または役員退任慰労金の行使基準を基に議決権を行使し、以下の各号に規定する条件も考慮し、総合的な観点から精査する。

- 一 税法に従ったプランであるかどうか
- 二 会計上適切な手当がされているかどうか(費用計上等)
- 三 付与数が合理的な数であり、会社の損益に著しい悪影響を及ぼさないかどうか
- 四 失権等の手続きが確保されているかどうか
- 五 権利行使価格の下方修正条項の有無

2. 従業員に対するストックオプション付与議案については、前項各号に規定する基準に加え、付与対象従業員の範囲についても考慮にいれ、総合的な観点から精査する。

3. 役員・従業員以外の第三者に対するストックオプション付与議案については、以下の各号に規定する事情を考慮して、総合的な観点から精査する。

- 一 付与対象者と会社との関係
- 二 対価が労働または報酬の代替である場合、その付与について合理的説明があるかどうか
- 三 当該第三者が権利行使した場合、他の株主の持分の希釈化の程度
- 四 スtockオプションの付与条件、行使条件等

4. 権利行使価格を引き下げる議案には、反対する。

(自社株買い)

第27条 自己株式の取得(株式の種類、総数、取得価格の総額)、または取得のためにする法定準備金の減少もしくは資本減少については、賛成する。ただし、当該企業の自己資本が過小である場合、または特定の株主に対する利益供与である疑いが濃い場合等には、この限りではない。

(優先株式・劣後株式)

第28条 優先株式および劣後株式の発行については、賛成する。ただし、以下の各号に定める場合には、反対する。

- 一 普通株式への取得請求権が合理的なものでない場合
- 二 財務上の目的との関連性が認められない場合
- 三 既存の株式を著しく希薄化させる場合

(議決権制限株式の発行)

第29条 議決権を行使することができる事項について内容の異なる種類の株式を発行する議案には、反対する。ただし、発行する議決権制限株式の総数が発行済株式総数に比較して少量である場合など経営者支配の強化につながるおそれがない場合には、この限りではない。

(発行可能株式総数の増加)

第30条 法定上限内で発行可能株式総数を拡大する議案に対しては、合理的な説明がある場合には、賛成する。ただし、買収防止が主目的である場合には、反対する。

(第三者割り当て)

第31条 株主に株式の割当てを受ける権利または新株予約権を与えない形でなされる、新株発行または自己株式処分が、株式を著しく希薄化する場合または新株引受人にとり特に有利な発行価格でなされる場合には、総合的な観点から精査する。

(従業員のス톡パーチェスプラン)

第32条 従業員または従業員持株会に対する新株発行には、賛成する。ただし、発行価額が市場価額の80%を下回る場合には、棄権する。

(支配権を争う議案)

第33条 会社の支配権獲得を防ぐためになされる議案には、反対する。ただし、かかる対抗措置または予防措置の目的が不公正なものでないことが明らかであり、かつ、株主平等の原則に照らし許容される程度のものである場合には、総合的な観点から精査する。

(ポイズン・ピル)

第34条 買収時に備えて、新株予約権または種類株式発行の承認を求める議案(いわゆるポイズン・ピル)には、反対する。ただし、会社の長期戦略や効率性の脅威となる危険の存在が明らかである場合には、総合的な観点から精査する。

(アンチグリーンメール)

第35条 株式を買占めたうえ会社を脅すことにより保有株を高く買い取らせようとする投資家(いわゆるグリーンメーラー)に対抗するための議案(いわゆるアンチグリーンメール)には、賛成する。ただし、支配権維持が主目的であるなど経営を歪める手段に利用される場合には、反対する。

(持株会社化)

第36条 持株会社化の議案に対しては、持株会社の設立が合理的、かつ、明確で、企業価値向上につながる説明がある場合には、賛成する。

(合併契約書)

第37条 合併契約書を承認する議案に対しては、合併比率等につき、中立的な第三者による算定根拠が示されている場合には、賛成する。ただし、当該合併が株主価値を毀損するものであることが明らかな場合は、反対する。

(事業譲渡・譲受)

第38条 事業を譲渡する議案、または事業を譲受ける議案に対しては、中立的な第三者による算定根拠が示されている場合には、賛成する。ただし、当該事業譲渡等が株主価値を毀損するものであることが明らかな場合は、反対する。

(会社分割計画書・会社分割契約書)

第39条 会社分割計画書および会社分割契約書を承認する議案に対しては、中立的な第三者による算定根拠が示されている場合には、賛成する。ただし、当該分割が株主価値を毀損するものであることが明らかな場合は、反対する。

(株式交換・株式移転)

第40条 株式交換または株式移転を行なう議案に対しては、以下の各号に規定する事項が明確になっている場合には、賛成する。

- 一 株式交換・移転の目的である企業再編についての合理的な説明があること
- 二 交換比率・移転比率が中立的な第三者による算定根拠が示されていること

(資本金減少)

第41条 資本金を減少する議案は、会社財産の社外流出を伴わない形式上の資本金減少である場合には、賛成する。会社財産を株主に払い戻す実質上の資本金減少である場合には、総合的な観点から精査する。

(株主側提案)

第42条 株主側提案は、株主利益の最大化という観点から総合的に精査する。

投資信託委託会社による議決権行使結果公表の例

➤ 議案別議決権行使状況（会社提案）

総会議案	賛成	反対	棄権	小計	反対 比率(%)	反対・棄 権比率(%)
剰余金処分	1,453	10	2	1,465	0.7	0.8
定款一部変更	783	213	-	996	21.4	21.4
取締役選任	1,683	83	6	1,772	4.7	5.0
監査役選任	1,309	378	104	1,791	21.1	26.9
退職慰労金支給	691	276	10	977	28.2	29.3
役員報酬額改定	466	13	-	479	2.7	2.7
ストックオプション	133	115	-	248	46.4	46.4
再構築関連	63	3	-	66	4.5	4.5
その他会社提案	1,130	231	48	1,409	16.4	19.8
総計	7,711	1,322	170	9,203	14.4	16.2

➤ 議案別議決権行使状況（株主提案）

総会議案	賛成	反対	小計	賛成比率(%)
剰余金処分	8	13	21	38.1
役員選任	1	10	11	9.1
定款変更	2	46	48	4.2
総計	11	69	80	13.8

上場会社における議決権行使結果公表の例

株式会社■■■■ 第■■■■回定時株主総会 議決権行使の最終集計報告

議決権を有する株主数24,800人 総株主の議決権の数 399,609個

	株主総会 前日までの 議決権行使 (事前行使)	株主総会 当日出席による 議決権行使	議決権行使 合計
株 主 数	8,212人	1,142人	9,354人
議 決 権 行 使 数 (行使率%)	285,511個 (71.4%)	33,463個 (8.3%)	318,974個 (79.8%)

議 案	事前行使 による賛成数	事前行使 における賛成率	議決権行使合計 における事前行使 の賛成率
第1号議案 剰余金の処分の件	284,160個	99.5%	89.0%
第2号議案 定款の一部変更の件	283,825個	99.4%	88.9%
第3号議案 取締役8名選任の件	283,140 ～ 283,967個	99.1 ～ 99.4%	88.7 ～ 89.0%
第4号議案 監査役1名選任の件	284,085個	99.5%	89.0%
第5号議案 取締役賞与支給の件	283,812個	99.4%	88.9%
第6号議案 取締役に対する中期 インセンティブ型報酬 の決定の件	282,583個	98.9%	88.5%
第7号議案 取締役に対する長期 インセンティブ型報酬 の決定の件	236,776個	82.9%	74.2%

第1号議案から第7号議案のすべての議案は、事前行使と当日出席株主の大多数の賛成をもって可決しました。

(注) 事前行使の段階で、すべての議案は可決の条件を満たしたことから、株主総会当日出席株主の賛否集計は省略させていただきました。

米国における議決権行使と受託者責任

➤ エリサ法 (Employee Retirement Income Security Act) (1974年)

- 米国において企業年金の加入者の受給権の保護を目的として制定された、企業年金を包括的に規制する連邦法。年金基金及び受託機関の受託者責任を明記。

<第404条 (受託者責任) >

(a) 慎重人 (prudent man) の注意基準

(1) 受託者は、もっぱら加入者および受給権者の利益を図ることのみを目的として、制度に関する義務を遂行しなければならない。(忠実義務) すなわち、

(A) 下記の目的に限る。

(i) 加入者および受給権者への給付

(ii) 制度管理上の正当な経費支出

(B) 当該状況下で、同等の能力で行動し、同様の事情に精通している慎重人 (prudent man) ならば、同様の性質や目的を有する事業の運営に当たって当然発揮するであろう注意力 (care)、技量 (skill)、慎重さ (prudence)、勤勉さ (diligence) を持っていること。(注意義務)

(C) 大きな損失の危険を最小限にするため、制度資産の投資を分散させること。但し、分散しないことが明らかに慎重さの発現とされる状況下においてはこの限りでない。(分散投資義務)

(D) その制度を運営するための書面や制度規約を遵守すること。(制度規約遵守義務)

➤ エイボン・レター (Avon letter) (1988年)

米国労働省がエイボン社の企業年金からの質問に対して発出した回答書で、「議決権行使はエリサ法上の受託者責任の一部」であることを明確化。

＜エイボン・レターの概要＞

(1) 議決権行使と受託者責任との関係

- ・ 年金基金が保有する株式の議決権の行使は、受託者がなすべき資産運用行為に含まれる。

(2) 議決権行使に関する権限と責任

- ・ 投資マネージャー（＝投資顧問会社等の運用機関）に投資を委任した場合には、もっぱら投資マネージャーが議決権行使の義務と責任を負う。
- ・ 但し、基金規定に明記しておけば、指名受託者（基金規定で定められた責任者）が議決権行使権限を留保できる。その場合には、指名受託者がその義務と責任を負う。
- ・ 指名受託者は投資マネージャーの議決権行使を監視しなければならない。労働省としては、行使、監視の各行為について、（手続きや基準の）文書化・記録の保存が必要と考える。

(3) 議決権行使の基準

- ・ 受託者は、思慮深く、もっぱら加入者の利益のために議決権を行使しなければならない。つまり、投資の価値に影響を与えるであろう要素を考慮して、加入者の退職所得に関する利益を無関係な事項に劣後させてはならない。

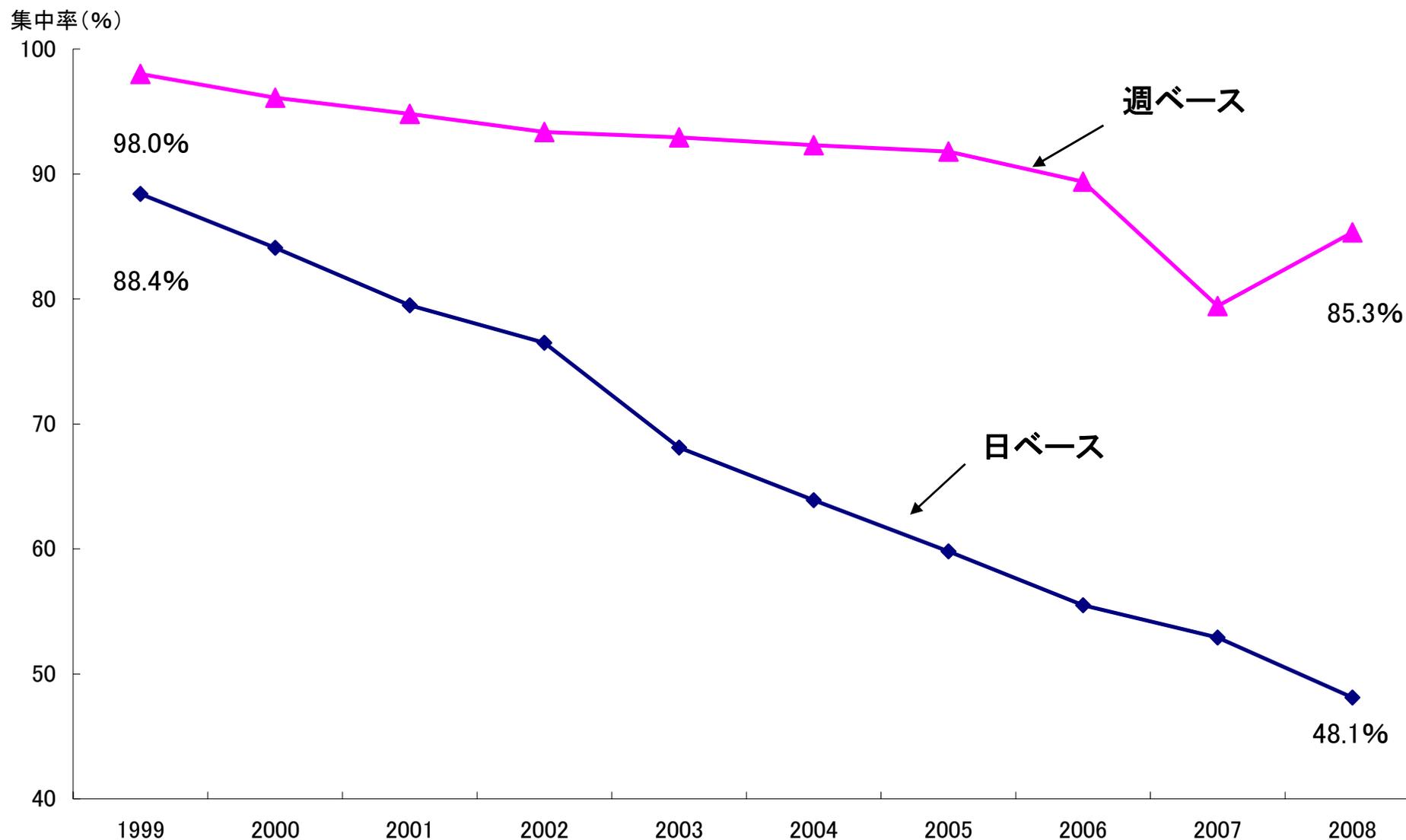
「東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集 に対して寄せられた意見の概要について」(2008年8月、東京証券取引所)

- 機関投資家は議決権行使を行うべき。機関投資家は、自らの事業の利益を基に投票行動をしてはならない。
- 機関投資家が受託責任を果たしているかに関する情報を提供するため、機関投資家による議決権行使記録の公開を義務化するべき。
- 株主総会の議決結果について、賛成、反対、棄権の総投票数を含め、全てが開示されるべき。
- 株主総会の招集通知、議決権行使のための参考書面などの情報をより早期(3~4週間前)に開示すべき。
- 株主総会の招集通知、議決権行使のための参考書面などの情報をより充実させるべき。
- 株主総会招集通知書をPDF形式で閲覧できるようにする。
- 株主が効果的に投票することを制限する株主総会の集中は緩和されるべき。株主総会の集中は、物理的に株主が総会に出席することを妨げるだけでなく、機関投資家の議決権行使の意欲をそぎ、議決権行使の意思決定の質を下げる。
- 上場会社の機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームへの登録を義務づける又は促進する。
- 株主総会への出席者に対する規制を緩和し、仲介業者が合法的な代理人として認識されることが必要。
- 株主総会における議決においては、全ての決議案において投票による議決を行うべき。

株主と上場会社の対話促進のための環境の整備に向けた東証の取組み

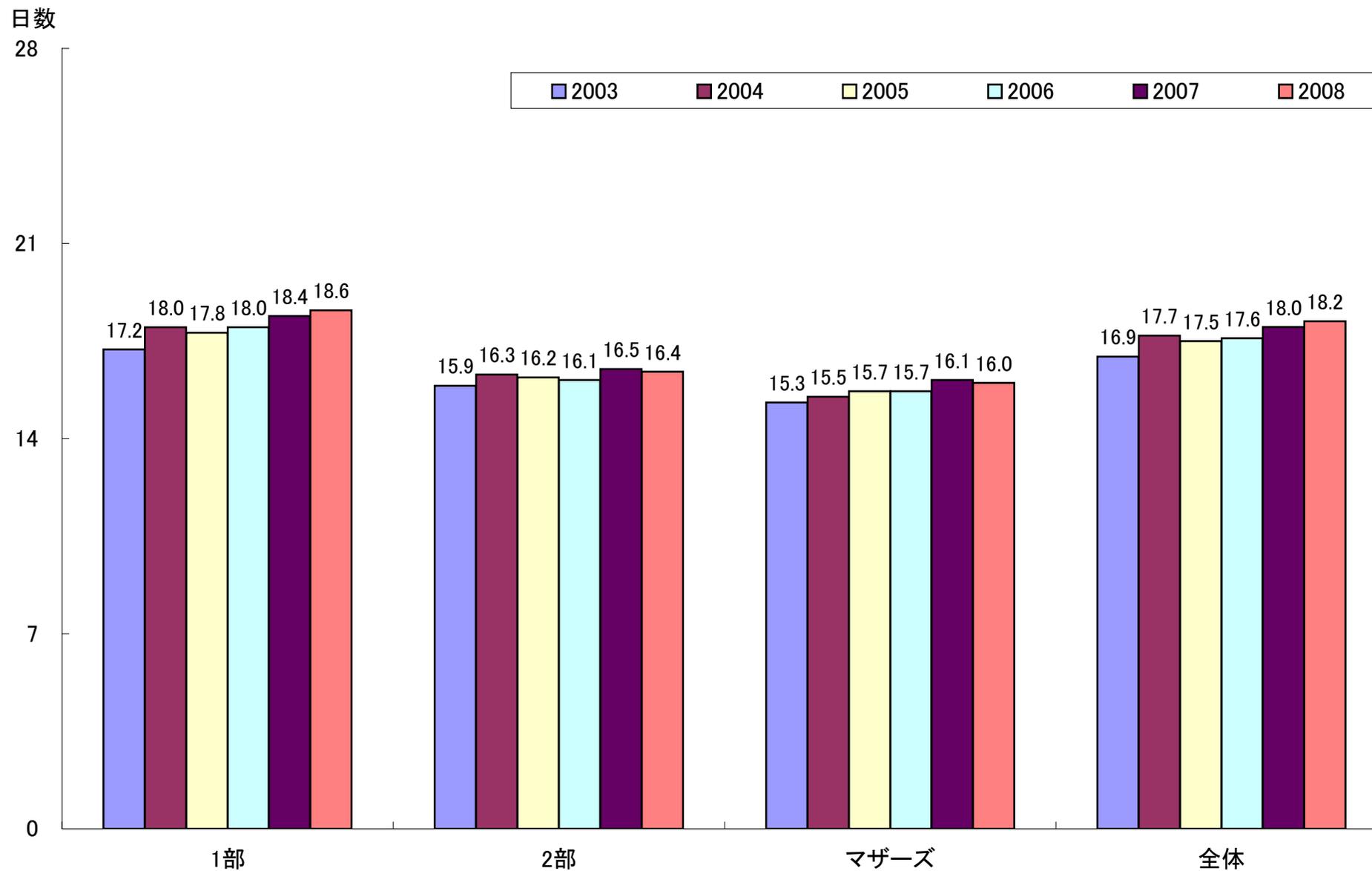
- **企業行動規範**: 議決権行使を容易にするための環境整備として次のような事項を実施するよう、企業行動規範に努力義務を規定
 - ① 株主総会日程の分散
 - ② 招集通知の早期発送
 - ③ 招集通知等の電磁的方法による提供
 - ④ 招集通知等の英訳の作成
 - ⑤ 電磁的方法による議決権行使方法の提供
 - ⑥ その他株主総会における議決権行使を容易にするための環境整備に向けた事項
- 上記①～④については、上場会社からの提出書類及びアンケートにより東証上場会社における実態を継続的に調査し、東証HPにて公表している。
- **開示**: コーポレート・ガバナンス報告書において、株主総会の活性化及び議決権行使の円滑化に向けての取組み状況を開示させている。

上場会社における株主総会開催日の集中率(日・週ベース)



- (備考) 1. 東証調べ。
 2. 調査対象: 3月決算の東証上場会社。
 3. 日ベース: 日ごとの開催率のうち最も数値の高いもの。
 4. 週ベース: 6月最終の7日間(6/24~30)における開催率。2007年は曜日等の関係から集計対象外の6/22(金)に9.4%の会社が開催。

上場会社における招集通知の発送予定日から株主総会開催予定日までの日数



(備考) 1. 東証調べ
2. 調査対象: 3月決算の東証上場会社。

招集通知の発送に関する取引所ルール

◆ 東京証券取引所

(有価証券上場規程)

第438条

上場内国株券の発行者は、株主総会における議決権行使を容易にするための環境整備として施行規則で定める事項を行うよう努めるものとする。

(有価証券上場規程施行規則)

第437条

規程第438条に規定する施行規則で定める事項とは、次の各号に掲げる事項をいう。

(2) 株主総会の招集の通知を会社法第299条第1項に規定する期日よりも早期に発送すること。

(参考)

会社法第299条第1項

株主総会を招集するには、取締役は、株主総会の日の一週間前までに、株主に対してその通知を発しなければならない。

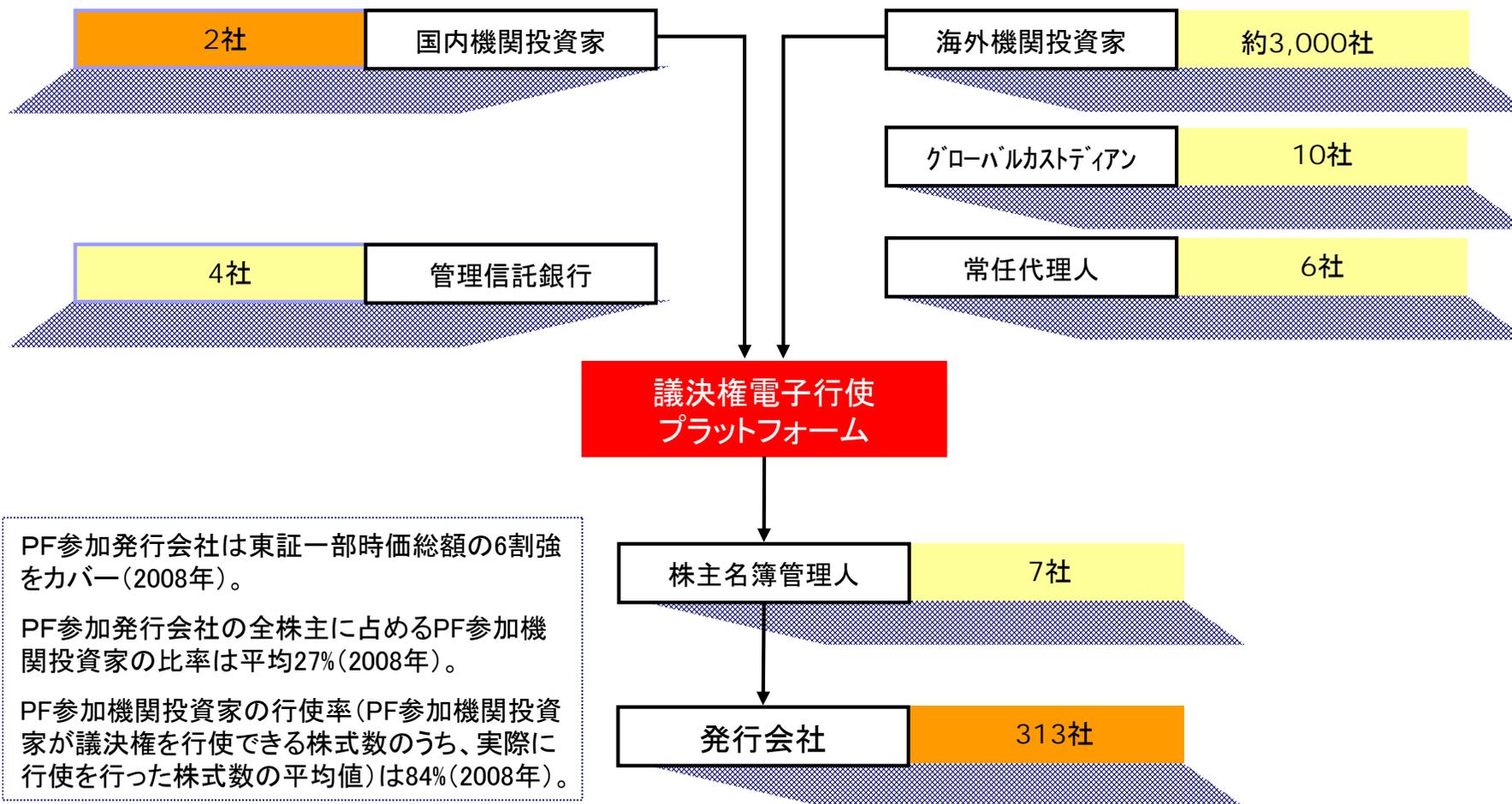
取締役（執行役）にかかる報酬の決定方針の開示

金融商品取引法上の開示は、有価証券報告書「コーポレートガバナンスの内容」欄の記載内容として、役員報酬の内容（社内取締役と社外取締役に区分）を例示。

（参考）会社法上の決定方法・開示

	監査役（会）設置会社	委員会設置会社
決定方法	定款又は株主総会決議 <ul style="list-style-type: none"> ・ 取締役の報酬の総額のみを定め、各取締役に對する具体的配分は取締役会の決定に委ねることが可能。 	報酬委員会が決定 <ul style="list-style-type: none"> ・ 執行役等の個人別の報酬の決定方針を決定。 ・ 執行役等の個人別の報酬を決定。
開示	事業報告に記載 <ul style="list-style-type: none"> ・ 取締役の報酬の総額または個別額 	事業報告に記載 <ul style="list-style-type: none"> ・ 執行役、取締役ごとの報酬の総額 ・ 執行役等の個人別の報酬の決定方針の決定方法及びその方針の概要

上場会社における議決権電子行使プラットフォーム利用の状況

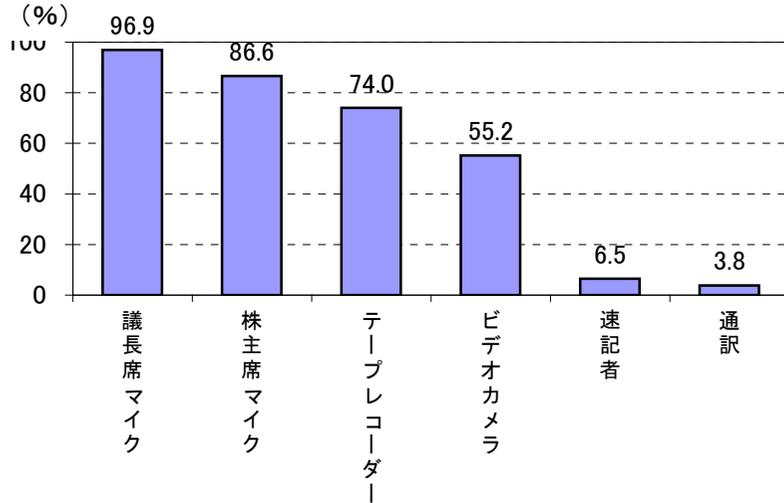


※2008年12月26日現在

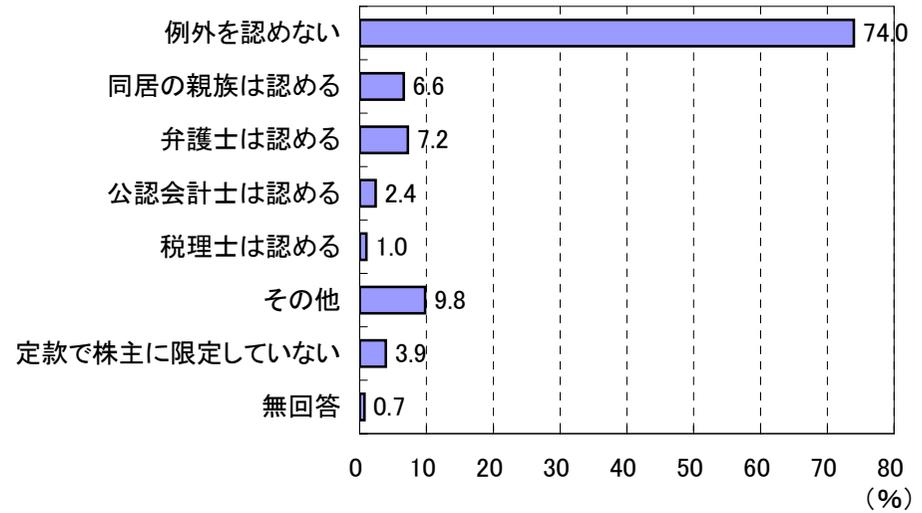
(備考) 計数は、(株)ICJ運営の機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームへの参加状況。

株主総会運営の状況

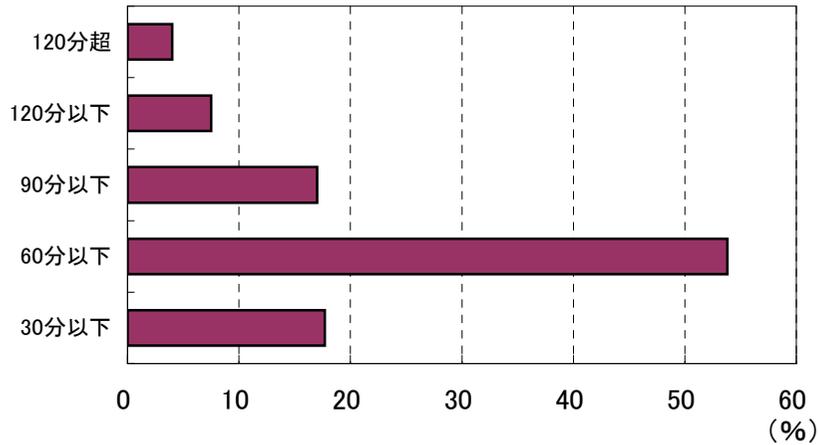
会場設備として用意した機器等(重複回答)



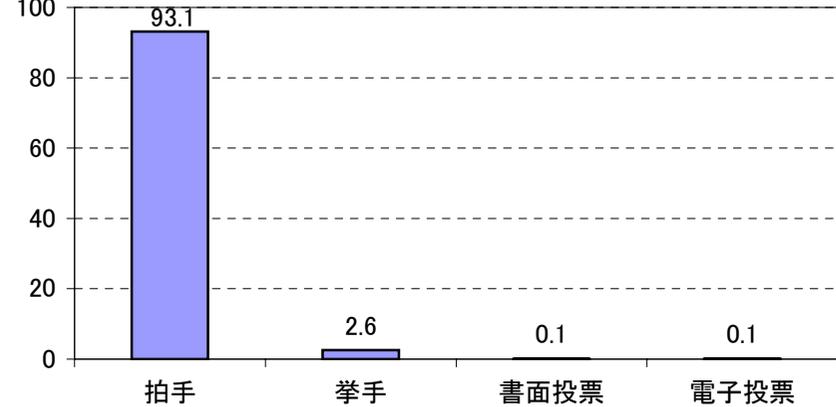
株主でない代理人の入場承認の可否(重複回答)



実際の株主総会所要時間



議場における採決方法

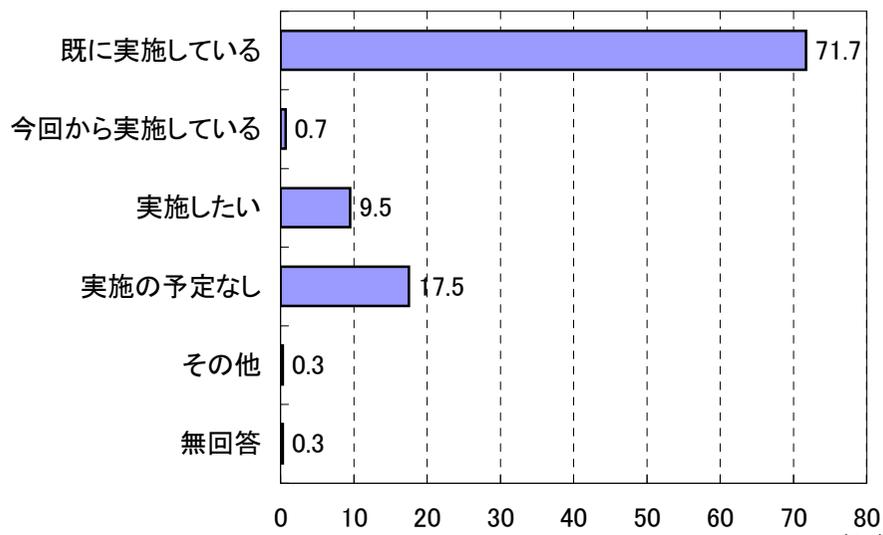


(出典)「株主総会白書2008年版」商事法務No.1850より作成

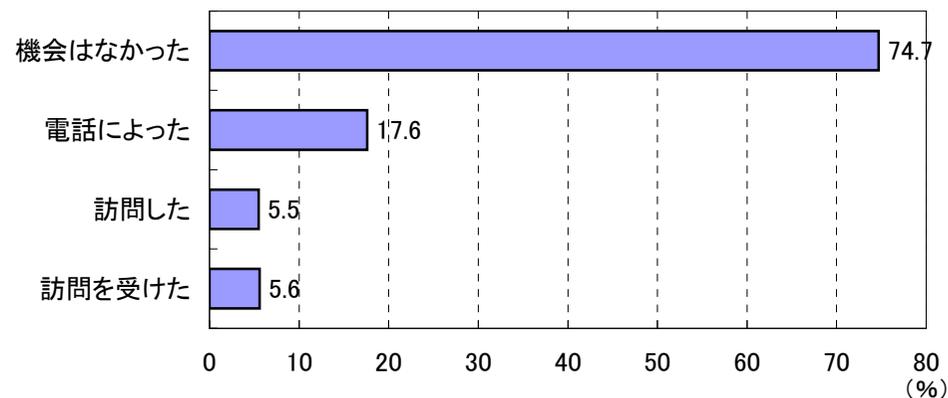
(備考)東京、大阪、名古屋等全国5証券取引所に上場されている国内会社(新興市場・外国企業を除く)2562社を対象にアンケート調査を実施。1962社が回答(回答率76.6%)。

株主・投資者と経営との対話の状況

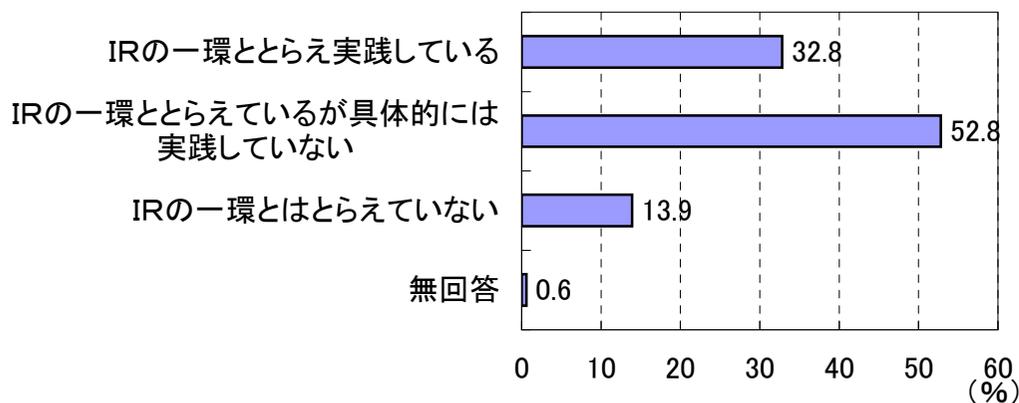
IRの実施状況・予定



総会前に株主と個別に話し合う機会の有無(重複回答)



株主総会とIRの関係



※IRの一環ととらえ実践している企業の具体的な活動内容

- ・総会のビジュアル化
- ・(総会前後の)株主懇談会、近況報告会、会社説明会等の開催
- ・(総会前後の)PRビデオの上映
- ・商品(製品)展示
- ・報告、質疑応答を丁寧に行う
- ・専門用語を使わないわかりやすい経営
- ・社長による経営施策(中期経営計画等)の説明 等

(出典)「株主総会白書2008年版」商事法務No.1850より作成。

(備考)東京、大阪、名古屋等全国5証券取引所に上場されている国内会社(新興市場・外国企業を除く)2562社を対象にアンケート調査を実施。1962社が回答(回答率76.6%)。