

制定 平成 17 年 6 月 15 日

改正 平成 27 年 10 月 1 日

## コーポレートガバナンス原則

国家公務員共済組合連合会（以下「連合会」という。）は、「厚生年金保険給付積立金の管理運用の方針」（以下「管理運用方針」という。）第 1 1 章第 4 節の規定（議決権行使）に基づき、厚生年金保険給付積立金の運用に関し保有する株式について、コーポレートガバナンス（企業統治）への取組み方針を定めることとし、コーポレートガバナンス原則を以下のとおり制定する。

### 第 1 章 基本的考え方

#### 第 1 節 株式投資の考え方

##### 1. 株式投資の必要性

連合会は、積立金等について、組合員の利益のために長期的な観点に立って、安全かつ効率的に運用を行うことが求められている。この使命を果たすため、連合会では、管理運用方針において、基本ポートフォリオにしたがった分散投資を行うこととしており、その一環として株式投資を実施している。運用上のリスク・リターンの効率性を高めるために、株式は必要不可欠な投資対象であるといえる。

##### 2. 株式投資の意義

一方、連合会は、株式投資を行うにあたり、株式の保有を通じて長期的に財産価値を増殖させ、組合員のための利益を最大化させる責務を負っている。このため、連合会は、投資先企業の選定についてはもちろんのこと、投資先企業が長期的に株主の利益を最大にするような経営を行っているかについて常に関心を払うことが求められている。

##### 3. 株式投資とコーポレートガバナンス

連合会の株式投資は、運用機関（以下「運用委託機関」という。）にその運用を委託しており、うち 2 / 3 程度はパッシブ運用であり、残りはアクティブ運用である。

仮に株主価値の長期的な増大が見込めない場合、アクティブ運用では、一般的に当

該株式を売却する（EXIT）こととなろうが、パッシブ運用では、原則としてベンチマークが対象とする全銘柄を保有することが前提であり、マーケットインパクト等から必ずしも株式売却が効率的になるとは限らないことがあり得る。この場合、EXITの代わりに企業経営者に対し株主として議決権行使等を通じて連合会の意思を明確に伝え（VOICE）、企業経営に反映させることが必要となる。

これらの一連の取組みが連合会としてのコーポレートガバナンス活動であるが、この視点からは、パッシブ運用とアクティブ運用を特に区別する意義は乏しいことから、本コーポレートガバナンス原則は、連合会が保有するすべての株式を対象とするものとする。

## 第2節 コーポレートガバナンスの考え方

### 1. 定義

コーポレートガバナンスとは、「企業が組織として一定の目的を実現するようコントロールされたシステム」であり、より具体的には「企業の経営者を評価するシステム、パフォーマンスを監視するシステム、及び経営者に動機付けし、経営者の報酬体系を決めて経営者を働かせるシステム（さらに、経営者が期待通りに経営していない場合は経営者を入れ替えるシステム）」である。要すれば経営の「規律付け」と「動機付け」の仕組みであり、以下においては、企業組織内部における「内部ガバナンス」と株主等企业組織外部からの「外部ガバナンス」に区分することとする。

### 2. 問題の認識

#### (1) 日本型ガバナンスシステムの問題点

旧来の日本型ガバナンスシステムは、金融機関や取引先企業との長期的な協調関係を基礎とするいわば「仲間内のシステム」であり、生涯所得を保証する報酬体系とあいまって、企業組織内での規律付けのメカニズムが働きにくくなっており、同時に、積極的にリスクを取る経営への動機付けが弱くなっていると指摘されている。また、株式の持合い解消に伴い、モニタリング機能を補完してきたメインバンクの機能が低下していることから、ガバナンス構造に一種の真空地帯が発生しているとの指摘もなされている。

その結果、旧来の日本型ガバナンスシステムは、外部者との利益相反に鈍感なシステムとなっており、企業は株主のものであるという欧米における自明のコンセンサスが根づいておらず、外部ガバナンスとの関係では、大株主やメインバンク等の債権者との閉ざされた情報交換が企業経営の意思決定に影響を与え、企業経営の透明性を高

めるインセンティブが働かないため、企業価値と市場価値のギャップを生み出しやすくなっていると指摘されている。

## (2) 日本型内部ガバナンスシステムの二分化

日本型内部ガバナンスシステムは、従来、監査役制度を主軸としてきたが、バブル崩壊以降、企業の収益力が容易に回復してこなかったことから、「会社は株主のものであることを前提とし、株主価値の最大化が経営目標である。」とする欧米型ガバナンスシステムと比較され、種々批判された結果、商法等が改正され、欧米型の基幹システムである委員会等制度が導入されるに至っている。

現状、日本の内部ガバナンスシステムは、監査役（会）制度と委員会等制度と二分化しているが、欧米型ガバナンスの形式的な導入だけでは、必ずしも企業のパフォーマンス向上に寄与しないという研究結果もあるとおり、いずれのガバナンスシステムが優れたシステムであるかについて形式的に判断することはなかなか難しいことである。

コーポレートガバナンス問題について形式の議論が先行し、実質の議論が置き去りにされているようなところがあるとすれば、かえって旧来の日本型ガバナンスシステムが姿を変えて生き残ってしまう恐れがある点に留意する必要がある。

## 3. 望ましいコーポレートガバナンスの方向性

連合会として望ましいコーポレートガバナンスのあるべき方向性は、次のとおりである。

### (1) 改善の必要性

旧来の日本型ガバナンスシステムは、一般的に「仲間内のシステム」に陥っており、株主等からの外部ガバナンスが働きにくくなっているところが最大の問題点であり、早急に改善される必要がある。

### (2) 欧米型のコンセンサス

この解決のためには、取り敢えず、企業経営者があまねく次のような欧米型のコンセンサスを持つことが必要である。

- ① 企業は、本来、株主のものであり、最終的な経営目標は、株主価値の最大化である。
- ② 株主は、経営を監視する権利がある。
- ③ 経営者は、株主に対し受託者責任を負っている。（株主と経営者は、プリンシパル（本人）とエージェント（代理人）の関係と考える。（注）

④ 経営者は、株主に対し十分に説明責任を果たさねばならない。

(注) エージェンシー理論

経済学上の制度理論の一つであるエージェンシー理論によれば、『①プリンシパル（本人）とエージェント（代理人）の間には、信認関係に基づいた契約関係が生じているものの、②双方がそれぞれの効用を極大化しようとするれば利害相反関係が生じ、③情報の非対称性から、資源の非効率的な利用・分配が行われることがあり得る。』とされる。

この非効率な状況に陥ることをエージェンシー問題といい、それを防止する観点から制度設計等について検討がなされることになる。

欧米においては、株主と企業経営者との関係は、エージェンシー関係として捉えられており、エージェンシー問題の発生を前提としてガバナンス制度のあり方が議論されるのに対し、日本では、いまだ会社は誰のものかといったこと自体が論争の対象となっており、玉虫色の対応が行われているとの批判もある。

(3) 他のステークホルダーとの関係

株主価値の最大化は、従業員を始めとする他のステークホルダー（利害関係者）の利害と必ずしも相反するものではなく、新しいガバナンスシステムとしては、例えば長期雇用の基盤を維持するとしたような日本型の改革モデルを目指すべきである。

(4) 実質判断

コーポレートガバナンスの良否は、畢竟企業経営の優劣に大きく左右されることからすれば、ガバナンスシステムの評価については、形式にとらわれることなく、実質で考えるべきである。

(5) 外部ガバナンスの充実

日本型ガバナンスシステムの改革は急務であるが、その推進のためには、これまでのメインバンクに加え、年金制度等機関投資家が外部ガバナンスの主体の一角として、議決権行使等を通じて積極的に関与していく必要がある。その際、外部モニタリング機能を強化していくために、企業は、積極的な情報公開を推進すべきである。

### 第3節 その他

#### 1. 貸株の取扱い

連合会は、パッシブ運用を行う株式について、手数料を確保する目的で保有する株式の貸付け（貸株）を行うこととしているが、貸株対象銘柄に係る議決権行使に支障がないように貸付株数や貸付時期を調整することとする。

## 2. 外国株式の取扱い

外国株式については、情報入手に限界があることもあり、コーポレートガバナンスについては、国内株式とはその考え方を区々にせざるを得ない。本コーポレートガバナンス原則については、適用可能な箇所を除き、当面、外国株式には適用しないこととする。

## 3. 連合会の体制づくり

連合会は、実質的な株主として外部ガバナンスを担える体制を構築していくことを目指すものとするが、自らコーポレートガバナンスを遂行できるまでの間については、原則として運用委託機関にガバナンスに係る業務を委任することとする。

## 4. コーポレートガバナンス原則の見直し

日本の企業におけるコーポレートガバナンスについては、徐々に改善・進化していくものと期待され、また、連合会の体制も徐々に整ってくるものと想定されることから、本コーポレートガバナンス原則については、状況の変化に応じて適宜見直すものとし、必要ある場合、改正を行うこととする。

# 第2章 内部ガバナンス

連合会は、企業における内部ガバナンスシステムは、次の基本的な考え方に基づいて構築されるべきであると考えている。

## 1. 株主の権利

企業は、本来、株主のものであり、企業の最終的な経営目標は、株主価値の最大化を図ることである。コーポレートガバナンスシステムは、株主の権利を保護し、その行使を促進するものである必要があり、その際、同種の系列に属する株主は、すべて平等に扱われるべきである。

企業支配権のための市場は、効率性と透明性が維持される必要があり、かたや企業買収防衛策については、企業経営者は、自らの保身のためではなく株主価値の最大化に資するものであることについて説明責任を果たすべきである。

なお、連合会を始めとする年金制度等信託財産の受益者は、コーポレートガバナンスシステムの中にあっては、実質的な株主として認知されるべきである。

## 2. ステークホルダーの権利

株主価値の最大化という企業の最終的な経営目標は、従業員、取引先等他のステークホルダーの利益と矛盾するものではなく、コーポレートガバナンスシステムは、企業とステークホルダーの積極的な協力関係を促進し、豊かさを産み出し、雇用を創出し、財務的に健全な企業の持続可能性を高めるものでなければならない。

## 3. 情報開示

コーポレートガバナンスシステムは、企業の財務状況、経営成績、株主構成等企業に関する全ての重要事項について、株主、監督機関、監査機関はもちろんのことアナリスト、格付け機関等投資家の意思決定についての有効な助言者に対して、適時適切に正確な情報開示がなされることを確保しなければならない。

## 4. 執行と監督の分離

コーポレートガバナンスの観点から、企業経営について、執行機能と監督機能（注）とに分離される必要がある。

執行機能は、株主のエージェントとして企業経営者が担っているが、企業経営者は、株主と潜在的に利益相反の関係にあることから、いわゆるエージェンシー問題が発生する懸念があり、この解決のために株主利益の視点に立った、独立した監督機能が必要となる。

日本の企業においては、これまで実質的な監督機能については、（ほとんど仲間内である）大株主やメインバンクが担ってきたこともあり、新たに独立した監督機関を設置することに対しては、企業経営者は抵抗したり、骨抜きを画策したりといった姿勢を示しているといった観がある。

しかし、外国人株主が増加していく中、ガバナンスシステムについてグローバルな基準を求められていくことは確実であり、いずれ多数の企業において独立した監督機関を設置する方向に向かうものと想定される。

その場合、独立した監督機関は、次のような権能を有するものとすべきである。

- ① 監督機関のメンバーは、十分な情報を基にして、誠実に、相当な注意を持って株主の最善の利益のために行動すべきであり、併せて他のステークホルダーの利益も考慮すべきである。
- ② 監督機関は、次のような重要な機能を果たすべきである。
  - ・ 会社の経営戦略、事業計画、業績目標等経営目標の設定

- ・ ガバナンスシステムの有効性の監視と必要な場合の変更
  - ・ 企業経営者の選出、報酬の決定、監視と必要な場合の変更
  - ・ 透明性を持った監督機関のメンバーの選任と報酬の決定
  - ・ 企業経営に対する適切な管理体制の確保
  - ・ 情報開示や伝達プロセスの監視
- ③ 監督機関のメンバーは、自らに利益相反の可能性がある場合を除き、企業経営について独立に判断を下すべきである。また、自らの責務を果たすために、適時適切に正確な情報へのアクセスを可能とすべきである。

(注) 監督機能・機関

欧米型の取締役（会）や日本型の監査役（会）が該当し、通常、取締役（会）の機能として規定されることが多いが、制度によって取締役（会）の意義が異なり誤解を招いたり曲解される恐れがあることから、ここでは敢えて監督機能・機関ということとする。

## 第3章 外部ガバナンス

### 第1節 外部ガバナンスの手法

株主の基本的な権利としては、本源的に株式の利益分配を受ける権利と株式を譲渡する権利があり、その本源的な権利を確保するために、議決権を行使する権利と監督機関のメンバーを選任または解任するといった権利が認められていると考えられる。

企業の内部ガバナンスが有効に機能しない場合、株主総会で株主として意思表示を行う（株主提案、議決権行使、質疑）ほか、企業と直接ミーティングを行う等外部ガバナンスの手法には様々なものが想定されるが、連合会としては、公的年金制度の一員としての立場から公正かつ妥当な手法を選択し、実行可能性、費用対効果も考え合わせて実行することとする。

### 第2節 議決権行使

#### 1. 運用委託機関への委任

議決権の行使については、連合会の体制が整うまでの間、運用委託機関にその執行業務を委任することとする。運用委託機関は、議決権行使に関する体制を整備の上、

善良なる管理者の注意をもって議決権行使を執行する必要がある、議決権行使の結果について連合会に報告する義務を負う。

なお、連合会は、自らの判断で特定の株式にかかる特定の議案について議決権の統一的な行使を意図することがあり得るが、この場合、運用委託機関は、当該判断にしたがうものとする。

## 2. 議決権行使の基準

運用委託機関の議決権行使の基準については、連合会が別に定める議決権行使のガイドラインにしたがうものとし、運用委託機関は、当該ガイドラインの趣旨にしたがって、それぞれ具体的な運用基準を定めるものとする。運用委託機関の具体的な運用基準について、連合会の議決権行使のガイドラインに抵触する基準がある場合は、その取扱いについて連合会と協議するものとする。

議決権行使にあたっては、スクリーニング等の実務の都合上、一定の形式基準によることはやむを得ないことであるが、本来、実質的に判断されるべきであり、その場合、企業の内部ガバナンスが有効に機能しているか、また、いわゆるエージェンシー問題が発生していないかの観点が重視されるべきである。

## 第3節 コンフリクト問題

連合会は、議決権行使を始めとする外部ガバナンスの執行にあたり、投資先企業とは中立的関係を維持し、コンフリクト（利益相反問題）を惹起しないようにすべきである。

運用委託機関は、資本関係等から投資先企業とコンフリクトが起り得る可能性があるが、その場合の議決権行使についての方針をあらかじめ定めるべきである。

特に、運用委託機関ないしはそのグループ企業が投資先企業に対し貸付債権を有する場合、投資先企業の状況によっては、重大なコンフリクト（注）が発生する懸念があり、その対応方針についてあらかじめ明確に定める必要がある。

連合会は、これらのコンフリクトに対応できない運用委託機関については、運用委託機関としての適性の観点から、運用委託契約を解除することもあり得る。

（注）重大なコンフリクト

運用委託機関においては、自ら（グループ企業を含む。）の貸付債権の回収という自社の株主に対する利益追求責任と委託者である外部者（連合会）の株主利益に係る受託者責任との間にコンフリクトが生じる可能性がある。特に、投資先企業の不法行為等が原



因で株主の損害賠償請求が認められる場合は、重大なコンフリクトが発生する。

#### 第4節 他の外部ガバナンス

連合会は、議決権行使以外の外部ガバナンスの手法について、その担い手をどうするかを始めとして運用委託機関と今後協議していくこととする。

### 第4章 損害賠償請求

#### 1. 損害賠償請求（訴訟）

連合会は、保有株式について投資先企業の不法行為に起因する株式価値の毀損が生じた結果、回復できない損失を被った場合、投資先企業等に対し、損害賠償請求を行い、あるいは訴訟を起こす等法的措置を講じることがあり得る。

損害賠償請求（訴訟）を行う基準は、次のとおりとする。

- ① 投資先企業の不法行為が証券取引法等に違反するなど違法性が大きく、株主に対する重大な裏切りであると考えられること
- ② 保有株式が上場廃止になる等、損害が確定し、その回復が困難であること
- ③ 損害金額が一定金額以上であり、訴訟等における費用対効果の観点から有意な金額であること
- ④ 勝訴の可能性が高く、相応の回収金が見込まれること
- ⑤ 損害賠償請求を行わないという不作為について、連合会が説明責任を果たせないこと

#### 2. 原告適格

原告適格性を有するのは、形式上の名義人である信託銀行（以下「運用管理機関」という。）、運用委託機関及び実質的な株主である連合会の三者であると考えられている。

運用委託機関は、損害賠償請求の対象先は（そのグループも含めた）自社の融資先である可能性が高く、重大なコンフリクトを生じさせる懸念が強いこと等勘案し、損害賠償請求（訴訟）を行うにあたり、運用委託機関又は運用管理機関を原告とした場合、訴訟追行の実行性や適正性に疑問が生じると認められるときは、連合会が自ら原告となることとする。また、複数の運用委託機関が関与する場合、費用対効果の観点から訴訟の一本化が必要であると認められるときも、同様の取扱いとする。

以上