

第6回
資金運用基本問題研究会

平成25年12月25日（水）

地方公務員共済組合連合会

午前10時01分 開会

○酒巻企画管理課長 皆様、おはようございます。

まだお見えになっていない委員の方もいらっしゃるんですが、定刻となりましたので、ただいまから第6回資金運用基本問題研究会を開会いたします。

最初に、前回の研究会以降、連合会の役職員に人事異動がありましたので紹介いたします。

理事の渕上でございます。

○渕上理事 今年の4月1日に就任いたしました渕上でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

○酒巻企画管理課長 続きまして、事務局長の荒井でございます。

○荒井事務局長 荒井でございます。よろしくお願いいたします。

○酒巻企画管理課長 議事に入ります前に、本日の配付資料の確認をさせていただきます。

お手元に配付してございます資料ですが、まず次第が1枚ありまして、あと資料1として基本ポートフォリオの許容乖離幅の拡大について、資料2-1として株主議決権行使状況と対応について、同じく2-2として株主議決権の行使状況報告、同じく2-3として日本版スチュワードシップ・コードについてでございます。あと前回第5回の研究会の議事録案を別途用意してございます。まず資料に不備があれば事務局に、何なりと申しつけていただければと思います。よろしいでしょうか。

では、続きまして、第5回研究会の議事録の確認をお願いしたいと思います。本日皆様には議事録案をお配りしておりますので、そちらをご覧ください。研究会議事録作成及び公表要領では、議事録は研究会の確認を得て作成するものとするとしておりますので、本日ご出席の委員各位のご了承の上、確定となります。なお、委員の皆様とメールでやりとりをさせていただき、発言された委員のご確認の上、発言の趣旨を損なわない範囲で訂正、加筆を行っております。

本議事録につきましてはこちらの内容でよろしいか伺います。よろしいでしょうか。

ありがとうございました。

それでは、第5回研究会の議事録はこれで確定したいと思います。

本議事録は、前回研究会の開催日から7年後に公表することとしておりますので、ご了承願います。

では、以降の議事進行は若杉座長をお願いしたいと思います。なお、本日は使用可能なマイクの本数に限りがありますことから、テーブルにつき1本を共有していただきたく存じます。

ご不便をおかけして申しわけございませんが、ご了承くださいますようお願いいたします。

それでは、座長、お願いします。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。

きょうはクリスマスの会議ということで、プレゼントをいただいたような感じです。それとはかく、3月25日以来の久しぶりの研究会を進めていきたいと思っております。議事進行についてご協力のほどよろしくお願いいたします。

本日の議事は、基本ポートフォリオの許容乖離幅の拡大と、株主議決権行使の2つとなっております。

最初に議事1ということでございますが、最初に事務局よりご説明をお願いしたいと思います。

○酒巻企画管理課長 それでは、許容乖離幅の変更につきまして私から説明いたします。お手元の資料の右上に資料1と記載しております「許容乖離幅の変更について」をご覧ください。

現在当連合会では、長期給付積立金の運営におきまして基本ポートフォリオの中心線は、1枚おめくりいただいた参考1のところに具体的な数字が記載してございますが、国内債券64%、国内株式14%、外国債券10%、外国株式11%と資産クラスにより異なりますが、基本ポートフォリオからの許容乖離幅を、4資産とも一律にプラス・マイナス5%で運営しております。また1ページにお戻りいただいて恐縮ですが、今回、国内債券の許容乖離幅を、プラス・マイナス5%からプラス・マイナス10%に変更したいと考えております。国内債券以外の資産につきましては現行の許容乖離幅を変更せず継続いたします。

資料3ページの下段です。参考4に連合会の長期給付積立金の本年3月末の資産構成比と乖離幅を記載しております。これは当連合会が公表している直近の数字ということで掲載してございますが、この前後の動きを簡単にご説明させていただきますと、平成24年度の前半までは全資産ともプラス・マイナス1%未満の範囲で推移してございましたが、昨年秋以降、国内債券以外の株式や外国債券の資産の価格の上昇と、それに伴う国内債券の割合の低下が徐々にあらわれてまいりまして、適宜中心へのリバランスを行ってまいりましたが、平成24年12月末ですと国内債券がマイナス2.3%、25年3月末がこちらの資料にございますようにマイナス3.5%というように、徐々に国内債券の乖離幅の低下が顕著になってまいりまして、25年度に入りましてからもその傾向は続きまして、平成25年5月に大きなリバランスを行いました。

その結果、このときは相場の月末の動きも重なって国内債券はマイナス3.5%におさまったんですが、その後も相場の変動はありながらも同じような傾向が続いてまいりまして、25年9

月には国内債券の乖離がマイナス4.0%、10月にはマイナス4.5%というふうに徐々に下限に近づいてまいりまして、直近の数字でございますが、これはおととい12月23日、月曜日時点です。足元の資産構成比の推計値ですが、国内債券がマイナス5.4%、国内株式2.8%、外国債券1.0%、外国株式2.4%で、国内債券が許容乖離幅の下限であるマイナス5%に抵触している状況でございます。

国内株式、外国株式も、今年度のベンチマークの収益率はそれぞれ20%を超える状況となっておりますが、両資産の基本ポートフォリオからの乖離は現状中程度の上方乖離と、双方とも2%台という状況となっております。当連合会の長期給付積立金の運営としましては、より有利な運用をとという観点から、国内株式や外国株式を売却せずに保有し続けたいという思いもございますが、現状そういった乖離状況から、国内債券自体の収益率の変動ということではなく、国内株式や外国株式の資産価格の上昇に伴います相対的な国内債券の割合の低下による許容乖離幅の下限抵触によって、リバランスを検討するという状況でございます。

以上から、国内債券の許容乖離幅のみを変更いたしたいと考えておりますが、資料1ページの2に、繰り返しになる点もございますが、その理由を記載しております。近年、国内株式、外国株式、外国債券の3資産間の相関が高まってきております。後ろに参考資料をつけていますが、この後ご説明をいたします。国内債券は、これらの3資産の上昇の影響を受ける形になっております。

先ほどご説明しましたとおり、連合会の長期給付積立金の運営におきまして国内株式、外国株式、外国債券の基本ポートフォリオからの乖離は、各資産の許容乖離幅の中低位で推移しておりますが、国内債券は国内債券自身の収益率の変動ではなく、これら3資産の資産価格の変動を受ける形で許容乖離幅の下限に抵触するという状況でございます。また、主要な公的年金団体との許容乖離幅の比較という意味では、GPIFを初めとしまして、資産ごとに許容乖離幅の水準に差を設けていることが多いという状況でございます。これは2ページの参考の2につけてございますので、この後触れます。

程度は団体によって差はございますものの、各団体においても連合会同様、基本ポートフォリオの中で国内債券の構成比が大きい状況でございますので、国内債券の許容乖離幅を他の資産と比べまして広く設定しているという状況でございます。今回の国内債券の許容乖離幅の変更に当たりましては、平成26年の財政再計算ですとか平成27年10月の被用者年金一元化で、基本ポートフォリオ自体の見直しが予定されているということも踏まえて検討してございます。

3の今後のスケジュールでございますが、本研究会にお諮りした後に総務省への変更承認申

請を行いまして、承認手続が完了次第、本年中をめどに速やかに変更を実施したいと考えております。

許容乖離幅の変更についての説明は以上でございますが、資料の2ページ、3ページ目は、ご参考として各種資料を記載してございます。まず2ページ目の上段の参考1でございますが、連合会の長期給付積立金に関する基本運用方針の一部抜粋を記載してございます。連合会の基本ポートフォリオ及び許容乖離幅は、この基本運用方針において規定しております。今回承認手続が完了次第、この基本運用方針の規定を変更いたしたいと考えております。

続きまして、参考2としまして主要公的年金団体としてGPIF、国共連、私学共済の許容乖離幅を参考に記載しております。1ページ目でご説明いたしましたように、各団体とも資産ごとに許容乖離幅の水準に差を設けておりまして、国内債券の資産構成割合が各団体とも一番大きいということで、国内債券の許容乖離幅を広くとっているという状況となっております。

資料の3ページでございますが、参考の3として各資産間の相関係数を記載しております。上段は平成17年度、基本ポートフォリオ策定時の前提条件としての相関係数、下段はリーマン・ショック以降、平成20年9月から25年9月までの各資産の月次のベンチマーク収益率を使用して算出した相関係数となっております。近年は国内株式、外国株式、外国債券の連動性が非常に高まっている状況となっております。参考4につきましては、その前後の状況もあわせて先ほど説明いたしましたので省略させていただきます。

国内債券の許容乖離幅拡大後でございますが、短期的な相場変動に左右されず、長期的な観点から適正なリスク管理のもと、より多くのリターンの確保と安定的なポートフォリオ運営の両立を図っていきたいと考えております。

説明は以上でございます。よろしく願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明につきましてご質問とかご意見がありましたらよろしく願いします。

どうぞ。

○千田委員 そもそもリバランスルール設定の目的は、リスク管理の観点から基本ポートフォリオを効率的に維持することと理解していますが、この目的に照らして考えますと、ポートフォリオ全体として最大のトラッキングエラーをどのようにコントロールするかが重要になると思います。

同じ乖離幅であっても、投資対象資産のリスクや他資産との相関関係によってトラッキング

エラーへの影響が異なりますが、今回の国内債券の許容乖離幅を大きくしても、株式等のリスク資産の乖離幅を変更する場合と比較して、トラッキングエラーへの影響が小さいことがまず一点。さらに、基本ポートフォリオ上、債券の比率が相対的に高い点、そして株式などのリスク資産の上昇トレンドを確実にとっていくことの足かせにもなりにくくするという点でも、今回の5%から10%への変更は合理的であると考えます。また、ご説明にございましたが、他の主要公的年金団体と異なる考え方を維持しなければならない特別の理由もないのであれば、平成27年10月の一元化を見据えても適切な判断と考えます。

ここから質問ですが、リバランスは基本的には月次で行われている旨伺っていますが、実際の運用上は、取引コストやマーケットインパクトを総合的に判断された上で行うことが重要になります。その点どのような工夫をされていますでしょうか、確認させていただきたいと思えます。

○川島資金運用部長 ただいまのリバランスについてのご質問なんですけれども、まず基本的なルールといたしまして大臣承認の基本指針がございますけれども、その基本指針の中で基本ポートフォリオの管理というところで、ポートフォリオが基本ポートフォリオに対してあらかじめ定められた乖離幅に存在することを、毎月原則として時価評価して確認するというふうに書いてございます。それなので、月次の管理が基本というような形になっているところでございます。

そういった中で取引コストの面を考えるとリバランスに当たりましては、リバランス用のファンド、パッシブファンドですけれども、そのファンドを利用してリバランスを行っているというようなことがございます。また、マーケットインパクトにつきましても、日次の売買高につきましてある一定程度に抑えまして、特別のマーケットインパクトが生じないような工夫を行っているというところでございます。また、手続的にも各信託銀行と密に意見交換をいたしまして、リバランスを行う前には、どういった方法が一番マーケットに対して影響を与えづらいのかということ、意見交換を行った上で実施しているというようなところでございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにご意見とか質問ありませんか。

どうぞ。

○村上委員 今回の千田委員のお話とも関係しますが、そもそも乖離許容幅を設けている意味というのがどのようなところにあるのかという基本的な点について質問させていただきたいのですが、乖離許容幅というのは、一つは基本ポートフォリオの時価ぶれをコントロールするため

に運営上必要な許容幅という意味合いがあると思うのですが、もう一つはアセットミックスにおけるアクティブリスク、すなわち乖離させることによってそのところで超過収益を取っていくという考え方があります。この後者のほうの意図というのが、もともと方針の中に含まれていたかどうかという基本的なところの確認をさせていただきたいと思うのです。

○川島資金運用部長 許容乖離幅の持つ意味でございますけれども、許容乖離幅につきましては2点あるというふうに考えておりまして、1つは資産構成比の乖離を上下限まで許容するというので我々の投資行動を縛るという面と、あと逆に、そこまでは許容されるということで、ある一定の判断を含んだような意味で、各市場の動向でありますとかそういったことを総合的に判断して、リバランスを行っているというような状況でございます。

○板倉理事長 今のご質問の点は、私個人にとりましてもどういうふうに考えるべきかというのは、ずっとアベノミクスが始まって以来考えていたところでございます、正直言いますと、それまでは非常にこの運用については、いわばコンサバティブに運用するといえますか、乖離幅を非常に狭くみなしてちょっと上回るとリバランスをするというような、一つの規則的なものを設けるような形で運用してきたのが実態なんです。

したがってそれをずっと実行し続けておればこういう問題は、正直言うと生じないわけでございます、その間、上がっているものをどんどん処分していくという、それで処分したお金で今度は国内債券を購入するという格好でやれば、こういう問題は生じないだろうと思うわけでありまして、そもそも考えますと、5%という幅で乖離幅が認められているということは、そういうことを当然のことのようにしてやるという前提ではないのだろうと、今、部長が説明しましたように、やはりその場その場の経済環境に合わせて、ある程度やはり我々のほうで考えてやるべきだということを、含んでいるのではないかと私は考えておりまして、したがって一定の時期から今のリバランスをやや控えるといいましようか、従来考えていたほど厳格には考えないで、ある程度相場の動きを見ながら進めていくという形にいわば方針を少し変えたわけでありまして。したがって現在、株式とか何かの比率が少し上がってきていると、こういうことでございます。

そういうことで私としては、今のやり方が正しいのかどうかはわからないんですけれども、こういう時期にはそういうことも考えてやるべきじゃないかというふうに思っております、今のやり方を今後とも続けていきたいと考えているわけですが、特に先生方の中で、リバランスというのはそういうものじゃなくて、要はもっと厳格にやるべきものなんだというお考えがあれば、我々もそれは尊重してまたやっていきたいとは思いますが、そこを

容赦いただけるのでしょうか、そういう考えでいいんだというようなことであれば、今回決めましたのは要するに株式等については5%の範囲内で、あとは今の債券で10%というので、ある程度今の状況というのは乗り切っていけるのではないかなと、今後もしももっとも株が上がってくるといことになりますと5%に抵触してくることになりますので、これについてはリバランスをすることでそのところは守っていきたいと、こういうふうに考えているところでございます。

○浅野委員 乖離許容幅のそもそもの考え方はどういうところから出てきているかというところ、アクティブに相場観を入れてウェートを、この範囲だったら変えてもいいという意味ではなくて、むしろアセットアロケーションはパッシブというのか、一定に維持するというのが基本的な考え方です。しかし、そこから乖離したときにもとに戻すとコストがかかるので、そのコストとリスク・リターンから得られる効用との関係で、ちょっとした乖離だったら戻さないほうがいい。こういうことで乖離許容幅というのができているのです。もしアベノミクスのおかげで株式の見通しがいいからこのウェートをふやしたいというのであれば、基本ポートフォリオの見直しということで対応すべきではないかと思えます。ただし、今回、債券の乖離許容幅を10%に上げることにについて、私は特に異存はございません。

というのは、リスク・リターンとコストの関係から多分計算すると、厳密に言うと多資産の場合はすばっと答えが出てこないのですが、それを2つに組み合わせて考えていくと、債券の乖離許容幅は株の乖離許容幅より多分高くなると思えます。従来の一律に5%というほうが暫定的にどうか、少し簡単に扱っていたということでしょう。今回それを少し厳密に見直したら、債券のほうの乖離許容幅を増やしたほうがいいんじゃないかという、こういう理解ではないかと思えます。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにご意見ありますか。

金崎委員、どうぞ。

○金崎委員 まず最初に質問なんですけど、私の理解ではリバランスは基本的にニューマネーで行っているという理解だったんですけども、今お話を伺っていますと売り買いできるということですね。そうなんです。

あと大きなリバランスとかという話が先ほど出ましたけれども、大きなリバランス、小さなリバランスを裁量で行うことができるということなんです。

○酒巻企画管理課長 はい。そのときそのときの乖離の状況を見ながら、ある資産を売ってそ

のお金を別の不足している資産に充てるとか、もちろんニューマネーをそのまま充てるという方法もありますし、その都度行っております。例えば債券の償還金を手持ちの現金として使って充てるとかですね。ニューマネーという観点でございますと、最近では地共済内の各団体からニューマネーという形では入ってきていない状況ですので、そういった事情もございますので売って買ってというような形、あるいは償還金などで手持ちの現金を充てるといったような形で行っております。

○金崎委員 あと基本ポートフォリオについての考え方は、私も浅野さんがおっしゃっていることは正しいと思うんですが、もし仮に相場観で多少株式を増やしたり、あるいは債券を減らしたりしているのであれば、しかもそれは相場観に基づいて行っているということであるなら、後で検証したほうが良いと思います。アセットアロケーションを変更したことによってプラスの効果があったかどうかというのは、きちんとその時その時の判断に基づいてこれだけプラスにしたとかマイナスにしたとかということ記録しておいて、後で検証する必要があると思います。

あとは10%に引き上げたことがかつてあったというふうに資料に書かれていまして、過去実績ですか、これを一度また戻しているわけですね。そうすると今回もまた戻す可能性があるということなんでしょうか。

○酒巻企画管理課長 基本的には許容乖離幅というものを、基本ポートフォリオの資産構成比ですとか各資産のリターン・リスクとか、各資産間の相関係数などを考慮した上で、どのような時間軸でどのような運用を志向するかということで決定されるものと考えます。財政再計算ですとか一元化を踏まえまして次期基本ポートフォリオにつきましては、そういったものを踏まえてこれから検討していくという状況でありまして、したがって次期基本ポートフォリオの許容乖離幅につきましても、そういった基本ポートフォリオ本体も踏まえて改めて検討していくものと考えております。

○村上委員 今、議題となっている国内債券の乖離許容幅を拡大することについては、私も特に違和感がなくて賛成なのですが、先ほどのアセットアロケーションをアクティブに運営するかどうかということについては、考えていく必要がありますね。そこをアクティブに判断していくとなりますと、それなりの意思決定のプロセスだとか、ストラテジーといったものが必要になってくるのではないのでしょうか。アセットアロケーションのアクティブ運用というのは、個別資産でアルファを取る以上に難しいということが、一般的に認識されているかと思うので、どういったファクターでどのようなプロセスで行っていけば、長期的に本当にそこでア

ルファが取れるのかという、いろいろな検証が必要になってくると思います。その上で意思決定のプロセスを、その時どきの状況に流されないようにきちんと決めていく必要があるのではないだろうか考えるのです。

そのようなことで、非常に難しいことなのですが、特にその時その時の市場環境見通しで動かしてしまうと、ほとんどの場合、相場の転換点で大きくやられたりするということが、過去を見ると確率的に非常に多いということだと思いますので、そのあたりも含めて吟味してきちんとアクティブ運用の戦略書みたいなものをつくり、それで運用した結果を定期的に評価していくというプロセスが必要になるのではないかと思うのです。

○若杉座長 ありがとうございます。

高山委員、何かありますか。いいですか。

○高山委員 特にございません。

○若杉座長 皆さんからいろいろご意見が出ましたけれども、許容乖離幅の意味は浅野委員が言われたとおりで、この研究会では基本ポートフォリオを決めて、それとセットで許容幅を決めたわけです。その理由はマーケットの変動とか経済の変動とかで乖離することがあるので、それは許容しようということで、アクティブの意味はありませんでした。それは後からつけた理由ではないでしょうか。

今回こういうふう国内債が下限を切るような状況になると、本来は基本ポートフォリオを変えろという作業に入るはずですが、ただ、現実的な問題として財政再計算が間近に迫っているとか一元化の問題とかがあるので、ここは許容幅の変更ということで対応しようとしているわけですが、これはそれなりに一理あるんじゃないかと思うんです。

そもそも国内債は60何%でありながら許容幅がウェイトが小さいほかのアセットと同じというのは、狭すぎるといえます。そういう意味で許容幅を修正するという意味づけができるのではないのでしょうか。そういうことでよろしいですか。

そういうことでこの研究会としての意見がまとまりましたので、進めたいと思います。

○板倉理事長 どうもありがとうございます。

いろいろご意見を伺いまして私どものほうも、リバランスについてはよく考えて対応したいというふうに考えております。私ども国内株式の14%、これにプラス5%であるから、今例えば16%としてあとまだ3%あるから買いに入ろうと、そういうような積極的な行動をとっているわけでは決してございませんので、ただ、あちらがどんどん上がってくるのを自然にどこまで任せるかというところの判断であるわけです。

ただ、おっしゃいましたように、確かにこういうポートフォリオを設けてやる意味というのは、ほぼ機械的にやることによって、ある程度リスクを減らして一定の果実を得るというようなことだろうというふうに思っておりますので、そのところは今度10%まで拡大されたからといって、全体の趣旨を違わないように運用をさせていきたいというふうに思っておりますので、よろしくお願いいたします。どうもありがとうございました。

○若杉座長　そういうことでよろしくお願いいたします。

それでは、次の議事に移りたいと思います。株主議決権行使についてということでございます。これも事務局より最初ご説明をお願いいたします。

○酒巻企画管理課長　それでは続きまして、株主議決権行使について説明いたします。右上に資料2-1と記載されている「株主議決権行使状況と対応について」をご覧ください。今回は、平成24年4月から25年3月末までに決算を迎えた企業を対象に行使した株主議決権を、対象としております。

まず1ページ目の1、概況で、議決権行使及びコーポレートガバナンスを取り巻く概況を説明いたします。1つ目の丸ですが、こちらは法務省の法制審議会、法務大臣の諮問機関の会社法制部会におきまして、会社法制の見直しに関する要綱が昨年の9月に取りまとめられております。

2つ目、ことしの6月に閣議決定された日本再興戦略で、受託者責任を果たすための原則の検討やコーポレートガバナンスの強化が盛り込まれております。後にご説明いたします日本版スチュワードシップ・コードの検討は、これに基づくものでございます。

3つ目の社外取締役を導入している企業の数ですが、今年度はこれまでのペースをやや上回るペースで増加しております。具体的には2011年の51%、2012年の54%と、このぐらいの上昇度で推移してきたのですが、13年度には62%というふうに、これまでに比べてペースがやや上回っております。

4つ目ですが、今年の3月に実施した地共連の株主議決権行使ガイドラインの改正に伴いまして、一部の運用機関では社外役員の選任について出席率の基準を新設するなど、実効性を確認した上で議決権行使の判断を行っております。

5つ目ですが、今年の11月に東京証券取引所は新たな株価指数としてJ P X日経インデックス400を公表いたしました。その選定基準はこちらの資料に記載しているとおりですが、東証の説明によれば、資本の効率的活用基準は、投資家にとって投資魅力の高い会社で構成することを意図してのこととございます。

続きまして、2の具体的な議決権行使状況結果についてですが、こちらは資料2-2と右上に記載されている「株主議決権の行使状況報告」をご覧ください。

まず1枚おめくりいただきまして(1)の、議決権行使の対象となった企業及び議案の総数です。議決権を行使した当連合会の委託先の運用機関は12社、延べ31ファンドでありまして、延べ企業数は19,731社、議案数は67,124議案でありました。企業数については前回の19,523社から増加した一方で、議案数については69,677議案から減少しております。個別の項目で見ますと監査役会、監査役に関する議案が約3,000議案減少、役員報酬等に関する議案が約1,500議案減少となっております。各々、改選期に当たる監査役が少なかったことや、退職慰労金支給に関する議案が少なくなったことが要因であると考えております。

次に、(2)の議決権行使状況の概要です。全体の反対行使比率は21.5%となりました。個別の項目で見ますと主要な議案に対する行使状況として2つ掲げてございますが、取締役会、取締役に関する議案の反対行使比率が34.2%、監査役会、監査役に関する議案の反対行使比率が20.5%となっております。その次のページでは上段に今回の行使状況をまとめた表、下段に前回の行使状況をまとめた表を掲載しております。

この行使状況を踏まえた上で再び資料2-1に戻っていただきまして、2ページの3、問題意識と今後の対応について説明いたします。まず社外取締役、監査役の独立性ですが、独立性の判断基準について、取引関係や報酬関係の数値基準を追加または修正する運用機関がございました。一方で、社外取締役の導入を促進する目的から独立性の判断基準を緩和した運用機関がございました。このような点に関しまして、企業によって導入の条件に開きがある現況の中で独立性を全ての社外取締役にすべからく求めることは難しいのではないかという認識でおります。企業ごとの導入状況や実効性との兼ね合い等にも配慮いたしまして、柔軟な対応が可能であるかどうか検討してまいります。

ここで参考としまして、役員の独立性に関する研究成果ということで、学者の方々の研究結果が証券アナリストジャーナルに掲載されておりましたので、ここで簡単に紹介をさせていただいております。簡単に内容を説明いたしますと、1つ目の「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」では、持ち合い比率が高く外国人持ち株比率の低い日本型ガバナンス構造の企業は、取締役の独立性を高めるほど企業価値が上昇するにもかかわらず、実際には独立性の低い取締役会を採用しているという趣旨のものでございました。2つ目の「取締役会の独立性の経済的意義」では、監査役会の独立性は利益調整を抑制しているという内容であり、3つ目では具体的な社名がありますけれども、大王製紙とオリンパスのコーポレートガバナンスに関して、

コーポレートガバナンス状況を各社の同業他社と比較したところ、両社に共通した特徴として、同業他社と比べて独立役員比率が低いことが挙げられるという内容となっております。以上、ご参考に紹介させていただきました。

続きまして、3ページにお移りいただきまして社外取締役の設置義務化についてでございます。社外取締役の導入に対する期待を高める方向にガイドラインの基準を変更した運用機関があった一方、特定の基準を満たした企業に対して社外取締役の導入を求める方向でガイドラインの基準を変更した運用機関がありました。いずれにしても社外取締役の一律の設置義務付けに前向きな運用機関はございませんで、これには人材確保の問題や法規制の改正を控えていることなどが理由として考えられます。

グローバルスタンダードと比較しまして日本企業のガバナンス体制は、極めて特異でありながらも、社外取締役の選任がないことでガバナンスに問題があるとは言い切れないのではないかとということで、連合会としましては、企業の自主的な導入を促していく立場をとりまして、法規制の改正の動向を注視してガイドライン等の改正について適宜検討してまいります。

次に、資本の効率性についてですが、多くの運用機関がROEなどの指標を判断基準として取り入れる一方で、一部の運用機関は判断基準を設けていないという状況となっております。日本企業全般のROEの水準は、欧米企業よりも低く一層の改善が求められる状況でありまして、ガイドラインの取締役選任に関する行使基準の中に、経営責任として資本の効率性に関する記述を追加できるか慎重に検討してまいります。

続きまして、4、企業との対話の状況をご覧ください。ご存じのように日本再興戦略において、機関投資家が対話を通じて企業の中長期的な成長を促す等の記述が盛り込まれておりまして、これにつきまして運用機関から聞き取りを行っております。まず株主総会議案、コーポレートガバナンスに関する対話ですが、運用機関は、企業との対話の中で自社の行使基準の説明や、コーポレートガバナンスの改善に向けた提案などを行っているという話がございました。ただし、対話の件数はここ5年で大幅に増加してきましたものの、足元は増加のペースが鈍ってきているようでございます。コーポレートガバナンスへの意識の高い企業は、概ね自ら運用機関を訪問するようになっており、一巡感が出てきた模様でございます。対話の内容についてですが、社外取締役ですとか買収防衛策、あるいは役員報酬についてというのものもあるようでございます。

次に、5ページ目に移っていただきまして、アナリストによる対話でございます。各運用機関は、主に資本の効率的な利用のための提言を行っておりまして、インサイダーとならないよ

う長期的な視点に立った議論に努めている模様です。中には不採算事業からの撤退を提言したような事例もあったとのことでございます。また、対話の効果としまして、対話を通じた株主側からの批判によってMSCBの発行を中止したという事例がございました。この中止した社のコメントでは、MSCBの発行に対して主要株主などから厳しい批判を受けたことなどを理由に挙げております。

資料2-1につきましては以上でございまして、続きまして、資料2-3と右上に記載されている「日本版スチュワードシップ・コードについて」に移らせていただきます。ご存じのとおり日本再興戦略に基づきまして今年の8月以降、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会で議論が重ねられているところでございます。1ページ目の中ほど以降には、英国のスチュワードシップ・コードの概要を記載しておりまして、2ページ目以降で英国のコードの7原則に対する地共連の現在の対応状況について記載しております。

2ページ目をご覧ください。原則の1つ目ですが、「機関投資家は、受託者責任をどのように果たすかについての方針を公表するべき」につきましては、地共連は地方公務員共済組合連合会コーポレートガバナンス原則を公表しておりまして、その中で地共連によるコーポレートガバナンスの手法等を明らかにしております。

原則の2つ目ですが、「機関投資家は、受託に関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表するべき」につきましては、地共連運用機関に対しまして議決権行使において利益相反が想定される場合には、事前に不行使とする旨、地共連の承認を得ることを求めています。

原則の3つ目ですが、「機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべき」につきましては、地共連の株主議決権行使ガイドラインにおいて企業には、情報開示やIRを積極的に求め、運用機関にもこのような機会を積極的に活用するよう求めています。運用機関を通じたモニタリングを行っております。また、運用機関に対しましても先ほどご報告いたしましたように年1回ヒアリングを行っております。一方、運用機関においては、特にアクティブファンドで日常的にモニタリングを行っているものと認識しております。

次に、原則の4つ目でございますが、「機関投資家は、受託者としての活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべき」につきましては、地共連ではコーポレートガバナンス原則の中で連合会の基本的視点としまして、株主価値の増大が見込まれない場合には株主価値増大に必要な経営を求めていくとしております。また、望ましい企業像としまして、株主価値の長期的な増大を妨げる反社会的行為を行ってはいけないことなどを記載し

ております。一方、運用機関においては、特に不祥事が発生した企業などに対して適宜対応しているものと認識しております。

原則の5つ目ですが、「機関投資家は、必要に応じて他の投資家と協働すべき」につきましては、有識者検討会におきましては、他の投資家と協調して個別の企業に対して行動を起こすことについては、必ずしも日本の実情になじまないのではないかという意見も出ているということを確認している状況です。

原則の6つ目ですが、「機関投資家は、議決権行使及び議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべき」につきましては、地共連では株主議決権行使ガイドラインを公表して具体的な行使基準を明らかにしております。また、議決権行使の結果につきましては、毎年度運用機関の行使結果を集計して公表しております。

最後、原則の7つ目でございますが、「機関投資家は、受託者としての行動及び議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべき」につきましては、地共連では組合員向けの広報誌がございますが、その中で組合員に対して毎年度の議決権行使結果ですとか、ガイドライン改正があった場合にその考え方などについて適宜報告しております。

以上、ご参考までに日本版スチュワードシップ・コードについての検討状況を説明させていただきました。

以上が本件議題であります株主議決権行使についての説明でございます。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

今年の議決権行使の状況と、参考までにということ今議論されているスチュワードシップ・コードについてのご説明をいただきました。これについて何かご質問とかご意見とかあれば発言をお願いします。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 ご説明どうもありがとうございました。

資料2-1について順番にコメントし、その後、若干質問もさせていただきたく思います。

資料2-1の2のところでも社外取締役の独立性についてのお話がありました。社外取締役の独立性に対してどういうふうに議決権行使をするかというのは、機関投資家の方と話していても意見が2つに分かれております。社外取締役を選任する以上は独立性を重視すべきだという考えもありますし、一方で、社外取締役の導入を促進するために、独立性については若干緩和した基準でやるべきだという意見もあります。どちらも日本の今の文脈においては、それな

りに納得できる場所はあると思います。

ただ、やはりガバナンスの基本というのは、独立性が高い社外取締役、それがポイントであることは間違いないことだと思います。運用機関に対して、独立性を必ず重視し要求すべきであると当連合会が強制することは、もちろんできないと思います。しかし、社外取締役の独立性というのは極めて重要だと当連合会では考えている、そのような基本的なメッセージは、運用機関に対して伝えられたほうがいいのではないのでしょうか。そして、運用機関の側も、独立性を要求する議決権行使ガイドラインを持っていない機関であっても、自分たちは独立性は重要だと考えていると、そういうメッセージを、運用機関から企業のほうに出すということが重要ではないかと思います。

今まで何度も同じことを言って申しわけないのですけれども、企業というのは言われればわかりますけれども、言われないとわからないというところがあります。投資家が言ってくれば、それを真摯に受けとめて、社外取締役の独立性は重要なんだと考え、行動を起こします。ですので、そういうメッセージを、強制ではなくて対話を通じて企業の方に伝えられるとよいのではないかと思いました。

それから3ページ目の社外取締役の実効性についてお話しします。昨年来、社外取締役は入れることはもちろん重要であるけれども、同時に実効性というものも見なくてはいけないという議論がここでなされております。そして、当連合会では、運用機関に対して、実効性を見るようにということをお伝えしていると思います。そのような対応が今は大分進んでいるようで、運用機関と企業の間でいろいろ対話が進んでいる現在の状況は、大変結構なことだと思います。

こちらの記載にありますように、実効性を判断する材料は極めて乏しい、出席率以外にはっきりとした判断を下す材料がなく難しい、というのは確かにおっしゃるとおりだと思います。海外の状況を見ても、今でも試行錯誤しながら、どのようにして社外取締役の実効性を測るのか、投資家が悩んでいるところは間違いなくあります。

ただ、そうはいってもいろいろ経験するうちに、ノウハウが積み重なっていくものです。例えば実効性を見るうえで一番重要なのは、報酬を決定するところとか、あるいは指名のところで、社外取締役がどのように関与しているかだと思います。その状況を見ていけば、ある程度実効性が見えるというようなところもございます。それは委員会の有無やその構成を見ることでもいいですし、あるいは委員会がなくても、実際にそのような重要な意思決定に、社外取締役がどういうふうに関わっているかということ、企業との対話によって探っていくということでも、ある程度測れると思います。

いずれにしても運用機関と企業との対話は非常に重要だと思いますので、実効性に関してははっきりした基準を定めるのは難しいというのはわかりますけれども、今後とも運用機関と企業の対話を進めていただければと強く望んでおります。

それから社外取締役の設置義務化の記載のところで、例えば社外取締役不在でも業績良好でガバナンスの問題はないと思われる企業の存在があるとか、それから社外取締役を選任していないからガバナンスに問題があるとは言い切れないというコメントがありました。これは恐らく、運用機関への聞き取りでこういう意見が挙がってきたのではないかと思います。

まず、1番目の社外取締役がいなくても業績良好でガバナンスの問題はない、というコメントについて、意見を述べさせていただきます。海外の長期運用の公的年金基金や私的年金基金の方と話していても、社外取締役を軸としたガバナンスは、短期では業績とはあまり関係ないというエビデンスは幾らでも挙げられますけれども、長期では双方は連動するという前提に基づいて、彼らは行動しております。当連合会の運営方針は、短期でということではなく、年金基金として長期で臨むということであると思います。もし、このようなコメントが運用機関から上がってきた場合は、社外取締役がいるガバナンスというのは非常に重要だと考えているという当連合会の考え方を、伝えたほうがよいと思います。

それから次の問題意識のところで、社外取締役を選任していないからガバナンスに問題があるとは言い切れないという記載がございました。その上の文章にありますように、独立した社外取締役というのは良いガバナンス体制の基本です。このようなことをおっしゃる運用機関さんに対しては、当連合会は独立性のある社外取締役は重要だと思っているという考え方を、伝えられてはどうかと思います。

それから4ページ目のところで、資本の効率性に関連してROEを取締役選任基準に入れるかどうか、という記載がございました。ここは非常に意見が分かれるのではないかと思います。国内の投資家や海外の投資家といろいろお話しておりますが、むしろ国内の投資家においてROE基準を持って判断するケースが見られ、海外の投資家はそのような基準を持っていないことが多いです。ROE基準を持っているからいい、ないから悪いとは一概には言い切れないと思います。

ただ、先ほど来から、ガバナンス、ガバナンスと言っておりますが、それは手段であって、その手段によって目標を達成することが重要です。何を達成したいかという、その目標は、株主価値を高めるということでございますので、ROEに注視するということはもちろん重要だと思います。

次の企業との対話の状況についてですが、コーポレートガバナンスに関する対話のところで、ここにありますように基本的にガバナンスの対話が起こる状況というのは、企業の方が総会を控えて議案の説明のために運用機関を訪問する場合というのがほとんどであるように見えます。

ところで、いろいろな機関投資家と話していると言われるのですけれども、いい企業は非常にいい。大体投資家を訪問してくるような企業というのは意識が高く、ある意味ほっておいても自分たちで一生懸命業績を上げ、ガバナンス体制を整える企業である。しかし、ガバナンスの対話のために投資家に会いに来ない企業、余りそういう意識がない企業に対しては、どうしていいかわからないというか、なかなか難しいところがある、企業の間で二極化が進んでいるというようなお話がありました。

そのような状況に関連してですが、アナリストによる対話について次のページに書いてございますけれども、大体企業や投資家の方々からうかがうと、対話の数で言うと、総会関連あるいはガバナンス関連の対話というのは、意識のあるところは最低1年に1回、余り意識のないところはゼロ回、つまり、多くの企業においては、1年に1回かゼロ回の頻度でしか起こらないことが多いということです。

一方、アナリストというのは、前に確認させていただきましたけれども、ここではセルサイドアナリストではなくて、バイサイドのアナリストを指すと伺っておりますけれども、そのアナリストとのミーティングというのは、運用機関が企業分析のために訪問するいわゆるIRミーティングのことを、ここでは指していると理解しています。それで、アナリストのいわゆるIRミーティング・接触というのは、通常1年に複数回、1つの運用機関と1つの企業の間で行われます。企業のほうがガバナンス意識が薄かったり、あるいは余り業績向上に熱心ではない場合でも、運用機関としては情報収集しなくてはいけないので1年に複数回コンタクトする。そういう状況を考えると、1年に1回かゼロ回のガバナンスミーティングは非常に重要ではあるのですけれども、実効性とか頻度の面では、通常のIRミーティングというのは非常に重要というか、企業に対してインパクトがあるところではないかと思えます。

ところで、このIRミーティングに関して企業の方からよく伺うのは、業績の話はよく聞かれますが、ガバナンスの話は一回も出てこない。だから、機関投資家というのは全然ガバナンスを重視していない、あるいはその後ろにいるアセットオーナーも余り重視していない、という話です。誤解されているところがあります。

ですので、ガバナンスの対話の数が、余り増加しないと、1年にもしかならばゼロ回のところもあるかもしれないという状況では、運用機関としては、例えばIRのミーティングにお

いて、別に社外取締役を入れなさいとかそういうことを言わなくてもいいのですが、社外取締役の導入状況はどうかとか、あるいは独立性についてはどう考えますかということで、間接的にガバナンスに関して企業の意識を喚起するような質問をされたらいいのではないかと思います。

以上が私からのコメントです。次にROEに関連した東証の新しい株価指数の基準に関して質問させていただきます。

1 ページにあります指数なのですが、この指数は、今後どれだけ投資家に使われていくのかわからないところでもございます。ただ、海外の投資家と話していると、この基準に対する非常に関心が高いです。例えば、ある英国の大手の運用機関から、多くの日本企業にレターが送られて来ました。そのレターの内容は、おたくはこの新しい株価指数に入っていないが、その理由は何か、入るためにこれからどういうふうなプロセスを踏んでいくのか、そういうようなレターでした。だからこの株価指数を導入すべきだとまでは申しませんが、内外で関心が高まっているこの株価指数について、当連合会では、今後この指数を運用の基準に入れる方向について考えられるのか、あるいはまだしばらく様子を見られるのか、この指数に対するお考えをお聞かせいただければと思います。

○若杉座長 コメントもたくさんありましたが、最後に質問がありましたので、そこからお願いします。

○川島資金運用部長 ただいまご指摘いただきました J P X 日経400の件でございますけれども、この点につきましては、11月に出されております公的・準公的資金の運用リスク管理の高度化等に関する有識者会議の中でも触れられておりまして、ここで「インデックスからの乖離を許容したりより効率的な運用が可能となる指数、例えば日本取引所グループと日本経済新聞社が共同で開発し、平成26年当初より算出を開始する予定の、ROE等も考慮した新たな株価指数（J P X 日経400）等を利用したりするなど、改善策についても検討すべきである」というふうに、パッシブ運用のベンチマークについて指摘をされているというところがございます。これにつきまして、この報告書全体にわたりましてどういったことが取り入れられるのか、取り入れられないのか、しっかりと検討した上で、パッシブ運用のベンチマークについて研究しているというような段階でございます。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

○高山委員 結構でございます。

○若杉座長 ほかにその前の高山委員のコメントについて、連合会から何かレスポンスするこ

とがありますか。

○酒巻企画管理課長 各項目にわたりましていろいろご意見をいただきましてありがとうございます。
います。

今後は委託機関とのヒアリングですとかそういった中で、ご指摘の点を踏まえまして、意見交換の際にこちらから提案などを行っていきたいと考えております。

○若杉座長 ROEですけれども、言うまでもなく二つのレバレッジ効果が働くのでROEの水準だけ見ても意味がないということです。当然リスク・リターンとのトレードオフ関係で、ROEが高ければリスクも大きいわけですから、こういうプリミティブな設定は困ったものですね。リスクのことを考えない幼稚な議論と言わざるをえませんね。

社外取締役についてはいつも申し上げていることですが、残念ながら経営者は必ずしもというかほとんどの場合、ガバナンスを期待しているわけではありません。社外取締役が義務づけられている委員会設置会社でも、自主的に入れている監査役会設置会社でも指名・報酬・監査の機能を確立させることが社外取締役の本来の意義ですが、残念ながら認識も実務もそこまで行っていないわけです。結局、ほとんどの場合、取締役会での意思決定に対するアドバイスとか、情報提供に留まっているのが現状のようです。そういう状況を変えるというのはなかなか大変なことだと思います。他に議決権行使についてご意見があればどうぞ。

○高山委員 今の先生のお話のとおりで、状況を変えるのは非常に難しいと思います。ただ、例えば社外取締役の導入状況も50%から62%に上がっているのを見ますと、企業のほうでは、自らガバナンスを向上させるインセンティブはあまりないかもしれないけれど、投資家からいろいろお話があって対話を重ねるうちに、次第にその必要性を感じてきたのではないかと思います。

その対話において当連合会は重要な役割をこれからも果たすと思いますし、今までも果たしてきたと思います。恐らくこの62%に上がった要因の何%かは、当連合会が運用を委託している機関に対して、きちんとメッセージを伝えたところによるところも多いのではないかと、私は思っております。これからも道は遠いとは思いますが、たゆまず対話をするように運用機関の方にお伝えしていただければと思います。

○若杉座長 あと高山委員も言われていましたけれども、連合会なりに正しいガバナンスはこうあるべきだという信念を持ち、それを発信するということが大事だと思います。そういう考えを持っている投資家が存在するということを認知してもらうことは大事ななことだと思います。

あとスチュワードシップ・コードに機関投資家は協働すべきだとあります、日本はその点が

うまく行ってないのですよね。ここにも有識者の意見として日本では協働は無理だと書かれています、いいわけに過ぎないように思えます。

○酒巻企画管理課長 その点、過去の検討会議事録で、金融庁の側の説明でその辺の中身を調べてみましたところ、これは委員さんからの意見として、投資家の間では日本の現状として、個別の投資先企業に関する具体的な課題についてではなくて、議決権行使に当たっての一般的な考え方などについての意見交換は現状行われているというのが挙がっていました。あと、他の投資家と協調して個別の投資先企業に何らかの行動を起こすということについては、投資先企業との信頼関係、それから秘密保持の必要性といった観点から実務では行われていないという意見が出たということでした。

○若杉座長 企業年金の場合は、他の企業に対して議決権行使がしづらいということはあると思いますが、企業以外の年金がもうちょっと力を合わせることであればいいなと思います。他にこの議決権行使についてご意見等ありませんか。

どうぞ。

村上委員 ガバナンスのところについての今までの議論に特に異存はないのですが、やはり株主価値向上という、そもそもの目指す目的に対して、資本の効率性というところは非常に重要な部分だと思います。資本の効率性、経営の効率性ということを見ればROEだけで見るのはいろいろと問題があるとは思いますが、それでも何か資本の効率性を表すような指標を企業に目標として持ってもらいたいと思います。EPSを目標にするかとかいろいろあると思います。特に日本の企業はマージン、すなわち売上高利益率が欧米に比べて非常に低いということもありますし、また例えばIR協議会のアンケート調査などを見ると、経営効率の指標というのがあまり日本の企業の目標になっていないのです。売上高だとか営業利益などの絶対額は目標として掲げていても、経営効率を示す指標や一株当たり利益などを目標として掲げるところというのは極めて少ないように見えます。このあたりについては、画一的にどの水準がいいということではなくて、それぞれの企業なりに考えてもらうということ、何らかの形で促していったほうがよいのではないかと思います。それをどのような形で表現するかというのは、また難しいこととは思いますが、考えていくことが必要なのではないのでしょうか。

○若杉座長 英米が中心ですけれども、アングロサクソン流ですと結局経営者は業績連動報酬ですから、業績評価のところではROAやROEが考慮されたり、株価が反映されたりするわけです。したがって、議決権行使の判断基準として、ROEとかROAが用いられることがないわけです。つまりガバナンス体制がきちっとして、業績連動報酬の中に業績目標が組み入

れられているので、議決権行使においてこういう形での業績を問わないということです。日本は業績連動報酬も歓迎されないし、収益率の水準だけでリスクが考慮されないしということで、見方によっては勘違い的な状況ですよね。

連合会のガバナンス原則でも、これから徐々に業績連動報酬のことをきちんと明示するとか、あるいは監査も、欧米ですと監査の重要性は内部監査と外部監査があり、その独立性ということをすごく重視するわけです。日本の監査役には東証の上場基準で独立性ということが若干言われていますが、内部監査については独立性という概念がありません。あと、指名についても同じです。地共連もいろいろ検討して知見を示していただければと思います。

それでは、以上でよろしいですか。年末の慌ただしい中、お集まりいただきありがとうございます。ありがとうございました。

予定より少し早めですが今日の研究会は終わりにしたいと思います。

最後に、事務局から連絡事項がありましたらお願いします。

○酒巻企画管理課長 本日は皆様、どうもありがとうございました。

まず次回の日程調整についてでございますが、委員の方々の日程調整につきましては、メールなどをお願いしたいと思っておりますのでよろしくお願いいたします。

また、今回の議事録の確認につきましては、前回と同じような形でお願いすることになると思います。以上2点につきまして今後連絡等をさせていただくこととなりますが、その際にはどうぞよろしくお願いいたします。

○若杉座長 次回というのは大体いつごろになりそうですか。年度末でしょうか。

○酒巻企画管理課長 年度内です。

○若杉座長 わかりました。

では、そういうことで、どうもありがとうございました。

午前11時18分 閉会