

第 1 1 回
資金運用基本問題研究会

平成 2 7 年 3 月 9 日 (月)

地方公務員共済組合連合会

午前11時33分 開会

○酒巻企画管理課長 それでは、前の検討委員会が長引きましたため、開始予定時刻を大幅に過ぎておりますが、ただいまから、第11回資金運用基本問題研究会を開会いたします。

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。お手元の資料をご覧ください。

次第がありまして、配席図、その後、資料1、資料2、資料3、そして参考資料1で、最後に参考資料2でございます。

よろしいでしょうか。

それでは、以降の議事進行は若杉座長にお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

○若杉座長 いつものことですが、議事の進行について協力をお願いいたします。

コーポレートガバナンス・コードがほぼ固まってきたということで、それに合わせて、地共連のコーポレートガバナンス、特に株主議決権ガイドラインについて、修正箇所が出てきたため、ご議論をいただきたいということです。

事務局から説明をお願いいたします。

○酒巻企画管理課長 それでは、資料1をご覧ください。

社外取締役を置いていない理由の開示などを内容の会社法の一部を改正する法律が既に公布されているところですが、その施行日が本年5月1日となりました。また、コーポレートガバナンスの原案も、先週、3月5日に確定されたところでございます。つきましては、当連合会の議決権行使ガイドラインですとか、連合会のコーポレートガバナンス原則の改正を以下のとおり検討いたしました。

まず、議決権行使ガイドラインの点ですが、改正会社法の内容ですとか、コードの原案の内容を精査したところ、以下につきまして、現行のガイドラインの記載内容との整合性の観点から、改正を検討したいと考えております。

以下、資料2のガイドラインの改正案と並べてご覧いただければと思います。

まず、改正会社法の内容のうち、資料1を1枚おめくりいただきまして、3ページのところがございますが、ここでは、指名、監査、報酬委員会、3委員会の総称の法律上の定義が、委員会設置会社から指名委員会等設置会社に変更されましたため、この用語定義の変更に伴って、機械的にこう置き換えました。具体的には、ガイドラインの3ページのⅡの1の(1)のところでございます。

続きまして、社外取締役を置いていない場合の理由の開示ということで、資料1の3ページ

の下段に条文の抜粋ございますが、社外取締役を置いていない場合、置くことが相当でない理由を説明しなければならないということになりましたため、それを受けまして、同じく資料2の3ページの下から3つ目のポツですが、社外取締役を——ここ「複数名」となっていますが、これはコード原案を受けてのため、この後、説明します——置くことが相当でない理由に関して十分な説明がない限り否定的に判断するという要件を加えました。

続きまして、コーポレートガバナンス・コード原案の内容と精査をしましたところ、今度は資料1の4ページに、「いわゆる買収防衛策」についての記載が入りました。従来、連合会においても、個別に買収防衛策に対する考え方というのは別途お示しして、具体的な検討を行ってまいりましたところですが、ガイドライン案では7ページをご覧くださいますと、もともと記述が「個別に判断する」となっておったところですが、これは従来から別途詳細基準に示しておったところで、その実態に合わせるという意味でも、「十分な説明がない限り否定的に判断する」という記載に変えさせていただきます。

続きまして、コード原案、原則4-2に「取締役会の役割・責務」といって、それはもう資料1の4ページの中段に示してございますが、下線を引いたところ、「経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や」云々とありまして、その部分をガイドラインの5ページ、「役員報酬等」のところに「企業の中長期の業績に連動する仕組みがあることを肯定的に判断する。」という記載を、この原則を踏まえてつけ加えました。

そして、「原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用」というところで、同じく資料1の4ページ下段のところに、それは「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。」とコード原案では示されておまして、その部分を資料2の3ページ、先ほど一度ご覧になったところかと思えますけれども、改正会社法とコード原案、両方を踏まえて、「複数名置くことが相当でないことに関して十分な説明がない限り、否定的に判断する。」という形にさせていただきました。

以上がガイドラインに関する改定案でございます。

続きまして、ガバナンス原則について、でございます。こちらは、資料3と資料1をあわせてご覧ください。

これも検討をしました結果、改正を考えている点がございまして、まず、改正会社法では、先ほど申し上げた3ページに、資料1の3ページの下段ですが、理由の開示のところがありますため、これをまず盛り込みました。ガバナンス原則の2ページの下段ですね。こちらもコード原案との合わせ技で、複数名を置くことが相当でない理由について、十分な説明を求めると

させていただきます。

以上が改正会社法に基づく改正で、あと、コード原案を受けてですけれども、まず、地共連ガバナンス原則の2の(3)に、新たに「コーポレートガバナンス・コード」という項目を追加しまして、「企業がコーポレートガバナンス・コードの内容を適切に実践することを求める。」と、包括的にここで求めた上で、個別の記載についてはそれぞれ検証して、その記載の内容の整合性がとれていない部分について個別に改正案を示しております。具体的には原則4-2で、先ほど、取締役の役割・責務のところをご覧いただきましたが、これをガバナンス原則の3ページのところに盛り込みました。

あと、「原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用」のところへ、複数名というのを生かして、先ほどもご覧になった資料3、2ページのところに盛り込んであります。

さらに、以前、コード原案に対しまして、研究会の委員の方々と調整いたしました上で、金融庁に対して、いわゆるパブリックコメントを提出したところでございますが、その内容を反映させることも検討いたしました。具体的には、ガバナンス原則の3ページのところに2つポツございますけれども、これがそれぞれ、あのとき提出しました意見内容を踏まえて書き加えた項目でございます。意見については資料1の2ページに掲載しておりますため、対照してご覧いただければと思います。

これら改正を行った上で、今後のスケジュールとしましては、年度明けに各委任委託機関に改正点などを含めて周知した上で、6月にピークを迎える株主総会での更新に向けた準備に取りかかっていたと考えております。

参考資料の紹介をさせていただきますと、参考資料1は、先日了承されたコードの原案そのものでございます。

あと、参考資料2でございますが、あわせて公表されましたパブリックコメントの概要でございます。この中の1ページ目の一番下のところは、当方が研究会名で意見表明させていただいたところの冒頭の部分が掲載されております。これは公表されておりますため、ご案内させていただきます。

事務局からの説明は以上でございます。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。

それでは、この改正案について、ご意見がありましたらお願いします。高山委員。

○高山委員 先ほど基本ポートフォリオの話が出ましたけれども、国内株式の割合が高まるということであれば、なおさら私共としては、日本企業に対して、しっかりとリターンを上げて

くれるようなガバナンス体制の確保を求める必要が高まると思います。その観点で、私共のコーポレートガバナンス原則、それからガイドラインの重要性がますます高まるという認識を持っています。

それから、ガバナンス・コードの話が今出ましたけれども、ガバナンス・コードは直訳すれば「企業が守るべき、目指すべきガバナンスの規範」ということになります。一方で、今回のガバナンス・コードは海外のコードにかなり準拠して作られていますけれども、海外で企業と投資家が数十年間にわたって、こういうガバナンス体制にすれば企業のリターンが高まる可能性が非常に高いという、その経験則の集合体という言い方も出来ると思います。そういったガバナンス・コードがようやく日本で出来ましたので、これは投資家として徹底的に使ってはどうかと思います。私共は、直接企業に働きかけることは出来ませんが、運用機関を通して、このツールを使うことで、企業のリターンを高めるという努力をすべきだと思います。これが基本認識です。

そういう認識に基づいて、ガバナンス原則と、それからガイドラインの改定案について、幾つかコメントをさせていただきます。

取締役会の構成のところですが、これは、ガバナンス・コードでも取り上げられていますけれども、取締役会をどういう構成にするかということは、取締役会の実効性、監督機能を高める上で重要な問題だと思います。2ページのところには、まず人数の話があって、それから社外取締役の複数名という表現がありますけれども、それにプラス、取締役会全体として、コードの言葉を借りますと、知識・経験・能力のバランス、それから多様性といったところも考える必要があると思います。ですので、ここに書いてある規模の話と、それから社外の割合ということに加えて、取締役会全体としてのバランス、多様性に関するところを書き入れたほうがよろしいのではないかと思います。

それから次ですが、取締役に求められる機能というところで、ここはちょっと前回確認するのを忘れたため質問ですけれども、私共のパブリックコメントにも書いてありましたように、社外取締役以外の社内取締役を活用する方策についても検討していくことが望ましいという、こちらの趣旨について確認させてください。例えば社内の取締役と社外取締役が連携して、社内の取締役が執行の状況を社外に伝えることによって、社外取締役が監督機能を十分に発揮出来るというような文脈で書かれていらっしゃるのか。この文脈について確認させてください。

○若杉座長 私から説明して良いですか。

○高山委員 お願いします。

○若杉座長 ここは、「業務の執行に携わらない、業務の執行と一定の距離を置く取締役」と書いてあるため、社内取締役で業務執行を担当しない取締役がいる会社、結構ありますよね。そういう人達に業務執行から独立な立場から監督して貰うという意味ですね。

私からも質問ですが、会社法に業務執行の取締役という言葉があると思うため、社外取締役以外の、業務執行取締役でない者という簡単な書き方で済むのではないかと思うのですがいかがですか。ここでの説明は冗長であるように思うのですが、こうしなければならぬ理由が何かあったのですか。

○酒巻企画管理課長 こちらは、コード原案の記載等も参考に決めさせていただいていますが…

○若杉座長 コードの原案に合わせているのですか。

○酒巻企画管理課長 法律の記載などにも照らしまして、表現は改めて検討したいと思います。

○若杉座長 いずれにしても、業務執行を担当しないため、業務執行に対して監督が出来るという、そういうロジックだと思います。

○高山委員 了解しました。

それから、ガバナンス・コードにはいろいろ取締役の実効性を高める手法について記載されています。例えば社外取締役だけのミーティングであるとか、筆頭社外取締役の設定であるとか、それから取締役会評価であるとか、いろいろなことが書かれています。指名や報酬はもちろん重要ですが、そういった工夫も重要だと思います。それで、取締役あるいは取締役会として監督機能の実効性を高めるための工夫をすべきだとか、ガバナンス・コードに規定されている内容を踏まえて何かをすべきだとかいうような文章も入れた方が良いのではないかと思います。

それから最後に、インベスター・リレーションズのところですが、非常に重要な内容だと思います。それも重要ですが、ガバナンス・コードでは株主との対話ということで、より中長期的、非財務的な要素も含んだ対話を要求しています。インベスター・リレーションズ、IRでの対話の内容は、主として財務的な話が、それから短期から中期の話が多いですが、ガバナンス・コード、それからスチュワードシップ・コードで想定している投資家あるいは株主との対話というのは、かなりの中長期、より長期の視線があります。それから、財務情報に加えてガバナンスも含めた、非財務情報も含めた対話というのが重要だという考えに基づいてコードは書かれていますため、この「インベスター・リレーションズ」という言葉

を変えて、「株主・投資家との対話」として、それで、最初の方に長期的、非財務も入れた対話という表現を入れて、それからその後このIRの対話というのも入れて、少し中身を変えたら良いのではないかと思いました。

まず、それがガバナンス原則に対する私のコメントです。

一旦ここで切って、皆様のご意見を伺いたいと思います。

○若杉座長 皆さん何かご意見がありますか。

○大森資金運用部長 まず、事務局からですが、今ご指摘、数点いただいておりますけれども、それぞれ重要な部分ではあろうと思います。

ただ、今回、基本原則が5点あって、その他に補充原則もある。非常に詳細なコードが示されておりまして、今の企業のガバナンスですとかIRの観点のみならず、我々株主の権利ですとか、情報開示あるいは透明性の確保という点も含めて、それぞれ非常に重要なものが多数含まれているコードであろうと思っております。これを詳細にはめ込んでいきますと数十点に及ぶ改正事項になりまして、そうすると、この原則をどう立てるかという事にもよるのですが、一定簡潔明瞭を旨とするということも我々の方針として持っておりますため、2ページの冒頭にありました包括的な規定を置かせていただきまして、その中で手直しが必要であるとか、記載を漏らすわけにはいかないという点に絞って記載してはどうかという、基本編集方針を持っておりました。

そういったところから、今ご指摘をいただきました個別の項目につきまして、精査の上で、載せるべき項目については、ご相談の上、修正をかけるという形で進めさせていただきたいと思うのですが、よろしいでしょうか。

○高山委員 はい。今の話を踏まえて申し上げますと、今私が言ったことは、ガバナンス・コードの中でも特に重要なことだと認識しています。取締役会の構成は極めてガバナンスの実効性を高める上で重要です。それから、報酬、指名以外の実効性を高める取り組みということも、リターンを上げる上でも極めて重要だと思いますし、それから、株主との対話において長期的、非財務の情報も入れた対話ということも極めて重要だという認識です。そのため、コードの全てを私が言っているわけではなくて、海外の事例も踏まえて、一般的なコンセンサスとして、これが特に重要だということを今述べさせていただきましたため、一応そのところも踏まえて、再度ご検討いただければと思います。

○大森資金運用部長 かしこまりました。また検討案をご提示させていただきます。

○高山委員 それから、すみません。

○若杉座長 はい、高山委員、どうぞ続けてください。

○高山委員 次、ガイドラインにいきます。

まず、ガイドラインは、2ページのところで、下から2つ目のパラグラフで、「各企業には情報開示やインベスター・リレーションズを積極的に求め」というところがありますけれども、ここも、「インベスター・リレーションズ」という言葉よりもっと包括的な表現にして、それに加えて、株主・投資家との建設的で長期的な対話というようなところも入れても良いのではないかと思いました。

それから4ページ、「社外取締役の選任」のところで幾つか項目が書いてありますが、その下に「社外取締役の実効性確保の観点から、取締役会への出席率等も勘案する。」というところ。これはガバナンス・コードにもありますし、それから、海外でも非常に重要視されて、これから日本も重要視されると思いますけれども、それに加えて、他社の役員との兼任状況というの勘案する内容として入れた方が良いのではないかと思います。昨今よく新聞などでも出ておりますけれども、社外取締役が特定の人に集中して、極端な話、7社とか6社とか兼任している状態で、まともに1社に対する監督機能が果たせるかどうかという懸念が高まっていますため、出席率もその結果として見るところもあると思いますが、その役員の兼任状況ということも入れた方が良いのではないかと思いました。

それから、企業はこれからコンプライ、エクスプレインで、十分な説明をするということが求められますため、例えば何かガバナンス・コードの適用対象となる企業は、そのガバナンス・コードに従わない場合の説明が著しく不十分な場合は、議決権行使する際に、その点を十分勘案するようにするというような文章を入れてはどうかと思いました。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

ご意見が多岐にわたっていますが、よろしいですか。

○酒巻企画管理課長 はい。いただいたご意見踏まえまして、内容を検討してまいります。

○若杉座長 ガバナンス・コードが前提としている、コンプライ・オア・エクスプレインですがコードには多数の項目があります。企業はどのように対応するのでしょうか。全体をコンプライするというのか、それとも項目ごとにいちいちエクスプレインするのでしょうか。コンプライ・オア・エクスプレインをどういう形で表明することになるのでしょうか。その辺、これだと曖昧でしょう。

○高山委員 これだと、というと。

○若杉座長 コーポレートガバナンス・コードにはそういうこと書いていないでしょう。コンプライ・オア・エクスプレインが大原則ということははっきりしているけれども、この原則全体について言うのか、それとも、守りたい項目だけ守り、他は守らない理由を説明すれば良いのかがはっきりしていませんよね。

○高山委員 そうですね。東証が、これも先週か先々週、具体的にどこでどういうふうに関示するかガイドラインを出していますけれども、そこではガバナンス・コードの全ての項目ではなくて、その中の一部に関して、ガバナンス報告書等で開示することを求めています。

ただ、基本的なコードの原則、精神からいくと、東証が求めていなくても全て開示する必要があるだろうと思いますけれども、確かにそこがちょっと曖昧なところがあります。

○若杉座長 他にご意見ありますか。村上委員。

○村上委員 会社法改正に対応する今回のガイドライン改正というのは、この案で特に異存ありません。しかしながら、今後の課題として検討すべきだなと思いましたが、例えば参考資料1のコーポレートガバナンス・コード原案の2ページの下の方の数行にありますように、今、伊藤レポートやステュワードシップ等では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止等という観点ではなくて、会社の持続的な成長や中長期の価値向上というところに一連の流れが向いているという中で、改めて当連合会の議決権ガイドラインを読みますと、4ページのガイドラインのⅡの2の「取締役の選任」のところで「企業の業績が3期以上連続して赤字であり」という基準が書かれているところですね。昨今の流れからすると、あまりにも低い基準になっているなという感じがありますので、今回の会社法への対応ということとは別に、次の検討課題として検討を行った方が良いのではないかと思います。

○若杉座長 具体的に判断出来ませんよね、長期的な業績向上というような表現では。

○村上委員 そうですね。最近、伊藤レポートをはじめ、資本コストだとか、ROEだとか、いろいろな数値が出てきていますので、その辺もあわせて、どのように価値創造が出来ていない企業を定義するかということを考えるべきではないかと思います。

○若杉座長 他によろしいですか。

浅野委員、ご意見がありますか。

○浅野委員 このコーポレートガバナンス・コードとか、それに対応した今回のガイドライン等の改正について、特に問題にするべきことはなくて、このとおりに実行されれば良いなという意味で、今後は実効状況をしっかりとウォッチ、担保していくということが必要だなと思いました。

例えばガイドラインの5ページの「企業の中長期の業績に連動する仕組みがあることを肯定的に判断する。」ということですが、具体的に何を意味するのだろうかということを考えると、多分、ストックオプションとかそういうことになるのでしょけれども、長期業績に連動しているからとしてストックオプションをどんどん与えてしまうということに成りかねません。日本とアメリカのCEOの給料、報酬を比較すると、基本給部分は大して変わらないのに、ストックオプション部分で向こうは日本の1桁上を取っているとか、そういうことになっています。そういうものに対してどう判断していくかとかいうことも今後は求められていくのではないかと思います。

どうしても報酬委員会で経営者同士がお手盛りにして、ストックオプションで業績連動しているから良いでしょうというようなことになりがちだけれども、ストックオプションの行使は、ある種の研究によると、ほとんど業績と関係なくて相場が良いかどうかによります。アベノミクスで株が上がったからストックオプションで大儲けしたという、ほとんどそういう要因で決まってしまうということに成りかねないため、そこら辺、どのように具体的に進めていくかが今後重要になるのではないかと思います。

○若杉座長 この報酬のところは、ストックオプションと表現されていますが、本来は長期インセンティブ報酬とあるべきだと思います。ストックオプションは長期インセンティブ報酬の代表ではありますが、さらにインセンティブ報酬は事実上業績連動報酬ですから、本来は長期業績連動報酬ということになります。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 私も、これがいかに実行されるかが鍵であると思っております。運用機関に対してガバナンス原則を提示されるのと同時に、地共連としての思いを明確にお伝えになることが重要ではないかと思います。そして、伝えたままではなく運用機関が企業に対してどのようにアプローチされ、どのような問題点を見出され、それをどのような投資行動に繋げられるかという、一連のサイクルを確実にフィードバックいただく、それに対してまた地共連として物を申していくという、不断のプロセスを大切にしていきたいと思っております。

○若杉座長 ありがとうございます。

そういうことでよろしいですか。

私から1つだけ。ガバナンス原則の2ページの取締役会の構成のところ、独立取締役のことが書いてありますけれども、ここでは「当該企業と独立した立場からの判断を行うことができる社外取締役」って書いてありますが、説明なしで独立取締役って言うてしまうと何かまず

いことがあったのですか。これは、コードの中にも独立取締役って言葉はありますよね。だから、単に独立取締役と言えば良いのではありませんか。

○大森資金運用部長 ちょっとその方向で精査してみます。

○若杉座長 他に、よろしいでしょうか。

とにかく、これから株を多く持つようになるわけですから、企業に業績を上げて株式価値を上げてもらわないと困ります。株主のガバナンス、しっかりやりましょう。高山委員もおっしゃっていましたけれども。

○高山委員 国内に関しては、私はこれ以上ないのですが、海外の株式の割合も増えるということから、その海外の企業に対しても、どのようにしてきちんとリターンを上げるような体制をとってもらおうかというのも、私共にとって重要な問題になってくると思います。

それで、現状を確認したいのですけれども、今は、海外株式に関する議決権行使の状況というのは、どのようになっているのでしょうか。

○酒巻企画管理課長 当方の保有する国外株式の議決権につきましては、行使を留保してもらっている状況でございます。行使していないと。その間に当方で具体の行使の方法など検討を行うためということで、留保してもらっている状況でございます。

○高山委員 海外の議決権行使は国内よりもさらにコストがかかりますため、コストとリターンの関係から行使を留保するというのも一つの考え方であると思います。ただ、基本ポートフォリオのとおりやって乖離幅があるとしても、これから増えるということであると、そのコストを考えても、ある程度はやらざるを得ないということになり得ると思いますため、これからの検討課題として議論をしていただければと思います。

○若杉座長 このガバナンス原則も、議決権行使ガイドラインも、やっぱり英語のものを作る必要ありますよね、連合会として。

○酒巻企画管理課長 今、そういった海外投資家への情報発信という点は当連合会も力入れておるところでございまして、このガバナンス原則やガイドラインも含めて、必要な情報を英訳してホームページ掲載なりして、公表する準備は進めておるところでございます。

○若杉座長 分かりました。なるべく早く頑張ってやってください。

以上ですべての議題が終わりました。以上をもちまして第11回資金運用基本問題研究会を終了したいと思います。どうもありがとうございました。

午後0時10分 閉会