

平成27年度 スチュワードシップ活動の報告

(平成27年11月30日)



地方公務員共済組合連合会

Pension Fund Association for Local Government Officials

1. はじめに

2. 運用受託機関とのヒアリング

3. 企業とのエンゲージメントの状況

4. 国内株式議決権行使の状況

5. これからの取組みについて

1. はじめに

○10年以上に及ぶ活動の歴史

地方公務員共済組合連合会(以下「連合会」という。)は平成16年1月に「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」及び「株主議決権行使ガイドライン」を制定、具体的な活動として、連合会が国内株式運用を委託する機関(以下「運用受託機関」という。)に対して、議決権の行使状況や企業との対話等に関する活動状況について、定期的にヒアリングを行ってきた。また、連合会は資産保有者としての機関投資家として、平成26年5月30日に日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明した。

○昨年のスチュワードシップ活動の報告からの連合会の活動

本年5月に会社法の一部を改正する法律が施行され、また、本年3月に有識者会議において策定された原案に基づいて、5月に東京証券取引所においてコーポレートガバナンス・コードが制定された。これらを踏まえて連合会は、「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」及び「株主議決権行使ガイドライン」の改正を本年3月31日付で実施した。

(※改正内容の概要については次ページ参照)。

また、本年9月に運用受託機関に対するヒアリングを実施した。

1. はじめに

○「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」及び「株主議決権行使ガイドライン」の改正について

- ✓ 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
 - 取締役会に複数名の独立社外取締役の設置を求めること及び独立社外取締役に求める役割について記載。
 - 企業の情報開示及びコミュニケーションに関する記載を変更。
- ✓ 株主議決権行使ガイドライン
 - 取締役会に複数名の独立社外取締役の設置を求めることを記載。
 - 社外取締役の実効性をより高めていくことへの期待から他の企業の役員との兼任状況等についても考慮する旨を記載。
 - 役員報酬について、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旨を記載。

-
1. はじめに
 - 2. 運用受託機関とのヒアリング**
 3. 企業とのエンゲージメントの状況
 4. 国内株式議決権行使の状況
 5. これからの取組みについて

2. 運用受託機関とのヒアリング

○本年9月に実施した運用受託機関に対するヒアリングについて

従前より委託していた運用受託機関12社に、昨年度新規採用した11社を加えた23社とヒアリングを実施した。運用受託機関に対しては、日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明状況、企業とのエンゲージメントの状況、議決権行使の体制及び議決権行使の状況について確認した。

日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明状況については、全ての運用受託機関において受入れを表明していることが確認された。

次頁以降では、企業とのエンゲージメントの状況及び議決権行使の状況について記載する。

-
1. はじめに
 2. 運用受託機関とのヒアリング
 - 3. 企業とのエンゲージメントの状況**
 4. 国内株式議決権行使の状況
 5. これからの取組みについて

3. 企業とのエンゲージメントの状況

○概況

運用受託機関23社については、その多くにおいて日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明以前からエンゲージメントを実施していたことが確認された。一方、数社においては、その受入れを表明しているものの、企業とのエンゲージメントは未実施となっていたため、これらの運用受託機関に対して、今後の取組みを求めた。

○運用受託機関とのヒアリングで確認された点

✓ 実効性のあるエンゲージメントについて

対話の内容が企業の経営トップに伝わることが重要と考えられる。エンゲージメントの成果が確認された事例では、経営トップと対話している或いは対話の内容が経営トップに伝わっていることについて確証が得られている。

✓ 社外取締役について

株主のために経営を監督するという取締役会の実効性を高めるため、社外取締役の一層の活用が求められるという考えが確認された。

3. 企業とのエンゲージメントの状況

✓ 同一企業へのエンゲージメントについて

複数の運用受託機関が同一の企業に同様のエンゲージメントを行った結果、企業の行動に改善が見られたケースが確認された。また、逆に、同一の企業に対して、運用受託機関の間で評価が異なり、異なる内容のエンゲージメントを行っているケースも確認された。以下にその事例を掲載する。

＜複数の運用受託機関が同一の企業に同様のエンゲージメントを行っているケース＞

企業	運用受託機関	対話内容
東証一部 小売	D社	株主還元や資本構造のあり方について継続的に意見交換を実施してきた中で、会社側は自己株式取得を発表。更に、同社としては初めて外部に中期経営計画を発表し、ROE改善策の一環として大幅な株主還元策の実行を表明した。
	G社	株価バリュエーションが低迷する中、豊富な現金を保有するため、株主還元の重要性を議論した。新しく発表された中期経営計画では、ROE7%の目標を明示、資本政策でも大幅な株主還元強化を発表するなど企業行動に変化が見られる。
	L社	現状の低PBR、低ROEの状況を変え、企業価値を向上させるには、潤沢な手元キャッシュを使って株主還元の充実を行い、大きくアピールすることが重要であると働き掛けていたところ、大幅な株主還元策を打ち出した。

3. 企業とのエンゲージメントの状況

＜同一の企業に対して、運用受託機関の間で評価が異なり、異なる内容のエンゲージメントを行っているケース＞

企業	運用受託機関	対話内容
東証一部 金属製品	G社	M&Aを軸にしたグローバル企業への成長を掲げていたが、買収した海外企業が不正会計で破綻した。監査役の機能発揮やデューデリジェンスに問題があり株式市場での評価も低下した。社長に権限が集中しすぎており、ガバナンス体制が構築できていない可能性を示唆している。以前から、ガバナンス体制を懸念していたが、それが顕在化した形である。不正会計発生前に社長と個別面談をしたが、それ以降は接触の機会が得られていない。
	L社	過去に行ったM&A案件が実質的には企業価値向上につながっておらず、デューデリジェンスの強化とスピードを重視したM&A戦略の見直しが必要であるとの対話していたものの、買収した海外企業の不正会計により多額の損失計上を行った。M&Aの目標時期と金額を打ち出すことで手段が目的化し、結果として企業価値向上につながっていない。
	N社	買収した海外企業の不正会計発覚後に、その背景、関与の度合いや同社の掲げるグローバル戦略への今後の影響等についてのやり取りを当該企業と行った。不正会計自体に同社の直接の関与はなかったことを確認した他、グローバル戦略については多少遅れる可能性はあるが、他ブランドの立ち上げによりカバーすることを確認した。

3. 企業とのエンゲージメントの状況

○アクティブファンドにおける事例 - 今年度の新しい事例

新たに確認した事例の一部を以下に記載する。アクティブファンドにおいては、更なる企業価値の向上を目指したエンゲージメントが多く実施されており、次頁の事例同様に今後もフォローを継続していく。

企業	運用受託機関	対話内容
東証一部 情報・通信業	H社	・ <u>余剰資金の活用、事業戦略における企業との対話</u> 余剰資金がある一方、収益性の低い事業を抱える企業と継続的に意見交換を実施してきた。余剰資金については、成長性の高い分野でのM&Aを検討していく一方、収益性の低い事業については、現在が先行投資時期であることが確認されており、今後の収益改善状況をモニタリングしていく。
東証一部 電気機器	G社	・ <u>収益性の改善状況に関する開示における企業との対話</u> 経営改革が進められている中、収益性の改善状況が把握できない状況であるため、部門別投下資本利益率(ROIC)の開示を企業に求めた。その後の中期経営計画において、部門別のROIC目標が開示された。
東証一部 銀行業	Q社	・ <u>政策保有株式の保有方針における企業との対話</u> コーポレートガバナンス・コードにも記載がある政策保有株式の保有方針について議論、政策保有株式の議決権行使方針も含めて、対話を継続していく。

3. 企業とのエンゲージメントの状況

○アクティブファンドにおける事例 - 昨年度からの継続事例
昨年度挙げた事例の継続状況の一部を以下に記載する。

企業	運用受託機関	対話内容
東証一部 食料品	A社	企業価値向上策、事業戦略における企業との対話 投資効率の悪い事業については統合が実現された。引き続き、社長と個別面談を実施し、企業価値向上の基本方針などについて対話を重ねている。なお、長期間にわたって社外取締役を務めている候補者に対しては独立性について指摘している。
		(参考: 昨年の記載) CEOと継続的に企業価値向上策や事業戦略について対話を重ねてきた結果、中期経営計画の公表においてROE及び総還元性向の目標が盛り込まれた。投資効率の悪い事業の対応については引き続き対話を継続していく。
東証一部 輸送用機器	B社	ガバナンス体制、事業戦略における企業との対話 権限移譲が進展する中で、なお残る高齢の経営者への経営依存体質について議論してきたが、その後、後継者の更なる権限移譲を確認した。また、新興国における販売戦略についても議論、その後の方向転換を確認しており、事業展開を注視している。
		(参考: 昨年の記載) 高齢の経営者への権限集中、新興国における製品の販売不振、という複数の課題が確認された企業に対して継続的に意見交換を行ってきた。経営者の後継者に対する権限移譲が進展し、新興国における事業展開については、自社ブランドの活用や販売戦略に関する提言を行っており、引き続き経過をモニタリングしている。

3. 企業とのエンゲージメントの状況

○パッシブファンドにおける事例 - 今年度の新しい事例

新たに確認した事例の一部を以下に記載する。パッシブファンドにおいては、ガバナンスに問題がある企業、或いは、反社会的行為を行った企業など、問題意識が持たれる企業に対するエンゲージメントが多く実施されている。

企業	運用受託機関	対話内容
東証一部 鉄鋼	E社	取締役の人数が多い企業との対話 取締役の人数が多く、迅速な意思決定に支障が生じている懸念が持たれるため、意見交換を行った。本年、当該企業は執行役員制度を導入し、ガバナンス体制の見直しを実施した。
東証一部 輸送用機器	D社	反社会的行為が発生しており、かつ、情報開示が不十分な企業との対話 製品のリコール問題について、経営トップからの十分な説明がなされていないことについて指摘した。当該企業からは、情報開示のあり方について再検討する旨の回答を得た。

3. 企業とのエンゲージメントの状況

○パッシブファンドにおける事例 - 昨年度からの継続事例

昨年度挙げた事例の継続状況の一部を以下に記載する。

企業	運用受託機関	対話内容
東証一部 小売	D社	ROEが低位、かつ、株主還元の姿勢に課題がある企業との対話 株主還元や資本構造のあり方について継続的に意見交換を実施してきた中で、会社側は自己株式取得を発表。更に、同社としては初めて外部に中期経営計画を発表し、ROE改善策の一環として大幅な株主還元策の実行を表明した。
		(参考: 昨年の記載) ROEが低位で配当性向が低いオーナー企業に対して、ROEの改善と積極的な株主還元について積極的に提案を行ってきた。株主還元についての検討に合意するなど、具体的な変化が見られつつある。
東証一部 金属製品	E社	ROEが低位、かつ、株主還元の姿勢に課題がある企業との対話 本年も昨年に引き続き意見交換を実施。資本効率が低いという認識はなされるようになったが、改善策についての説明はなかったため、剰余金処分議案に反対した。今後も継続的に機関投資家が問題視していることを伝えることにより、当該企業との認識の共有化に努めていく。
		(参考: 昨年の記載) 資本効率に関する意識が低く、株主還元方針や資本政策の考え方が明確でないことから、剰余金処分議案に反対するとともに、毎年ヒアリングを実施してきた。継続的に機関投資家が問題視していることを伝えて、当該企業との認識の共有化に努めていく。

-
1. はじめに
 2. 運用受託機関とのヒアリング
 3. 企業とのエンゲージメントの状況
 - 4. 国内株式議決権行使の状況**
 5. これからの取組みについて

4. 国内株式議決権行使の状況

株主議決権行使状況(対象:平成26年4月～平成27年3月末決算企業等)

議案内容	合計	構成比(%)	賛成	賛成比率(%)	反対	反対比率(%)	前年度の反対比率(%)
総計	81,804	100%	62,217	76.1%	19,587	23.9%	21.9%
(うち、株主提案に関するもの)	2,505	3.1%	53	2.1%	2,452	97.9%	97.6%
内訳	81,804	100%	62,217	76.1%	19,587	23.9%	21.9%
取締役会・取締役に関する議案	21,281	26.0%	10,999	51.7%	10,282	48.3%	36.1%
監査役会・監査役に関する議案	18,979	23.2%	15,534	81.8%	3,445	18.2%	17.9%
役員報酬等に関する議案	8,949	10.9%	7,460	83.4%	1,489	16.6%	19.8%
剰余金の処分に関する議案	15,409	18.8%	14,696	95.4%	713	4.6%	4.9%
資本構造に関する議案	1,575	1.9%	875	55.6%	700	44.4%	41.4%
事業内容の変更等に関する議案	384	0.5%	383	99.7%	1	0.3%	0.3%
役職員のインセンティブ向上に関する議案	2,094	2.6%	1,575	75.2%	519	24.8%	24.7%
その他議案	13,133	16.1%	10,695	81.4%	2,438	18.6%	25.6%

「資本構造に関する議案」の内訳

議案内容	合計	構成比(%)	賛成	賛成比率(%)	反対	反対比率(%)	反対比率(%)
敵対的買収防衛策に関するもの	1,001	1.2%	376	37.6%	625	62.4%	48.4%
増減資に関するもの	60	0.1%	58	96.7%	2	3.3%	0.0%
第三者割当に関するもの	16	0.0%	16	100.0%	0	0.0%	0.0%
自己株式取得に関するもの	156	0.2%	84	53.8%	72	46.2%	38.9%

4. 国内株式議決権行使の状況

○議決権行使の対象となった企業及び議案の総数

今回、議決権行使の対象となった企業は、委託先の運用受託機関23社、46ファンドが株式を保有する平成26年4月～平成27年3月末決算の企業延べ20,704社であった。また、対象となった議案は、これらの企業の株主総会における提案議案であり延べ81,804議案であった。

○行使状況の概要

全議案81,804議案のうち、反対行使は23.9%（前年度比+2.0%）、19,587議案（うち株主提案議案は2,452議案）であった。

次頁以降に主要な議案における行使状況を掲載する。

4. 国内株式議決権行使の状況

○取締役会・取締役に関する議案

反対行使比率は48.3%となった(前年度比+12.2%)。

以下は主な反対理由である。

- ✓ 社外取締役が複数名選任されていない取締役会
- ✓ 独立性に問題があると判断される社外取締役の選任
- ✓ 十分な説明のない社内取締役の増員
- ✓ 兼務数が多く、取締役会への出席率も低位の社外取締役の選任

企業	運用受託機関	反対理由
東証一部 水産・農林業	E社	・ <u>社外取締役が複数名選任されていない取締役会</u> 社外取締役が複数名選任されていないことから、取締役候補者全員の選任に反対した。
	D社	・ <u>社外取締役が複数名選任されていない取締役会</u> 社外取締役が2名未満であるため、代表取締役に反対した。
東証一部 情報・通信業	M社	・ <u>独立性に問題があると判断される社外取締役の選任</u> 所属先もしくは出身母体と当該企業の関係性から独立性に疑問が残るため反対した。
東証一部 小売業	B社	・ <u>兼務数が多い社外取締役の選任</u> 当該社外取締役候補者については、兼任が当該企業を含めて5社を超えているため反対した。

4. 国内株式議決権行使の状況

○監査役会・監査役に関する議案

反対行使比率は18.2%となった（前年度比+0.3%）。

以下は主な反対理由である。

- ✓ 独立性に問題があると判断される社外監査役の選任
- ✓ 取締役会や監査役会への出席率が低水準の監査役の選任

企業	運用受託機関	反対理由
東証一部 化学	O社	・ 独立性に問題があると判断される社外監査役の選任 社外監査役が顧問契約のある法律事務所の所属であるため反対した。
東証一部 ガラス・土石製品	J社	・ 取締役会や監査役会への出席率が低水準の監査役の選任 社外監査役候補者であるが、取締役会・監査役会への出席率に問題があることから反対した。

4. 国内株式議決権行使の状況

○役員報酬等に関する議案

反対行使比率は16.6%となった(前年度比▲3.2%)。

以下は主な反対理由である。

- ✓ 社外取締役や監査役に対する退職慰労金の贈呈
- ✓ 反社会的行為に責任があると判断される取締役への役員報酬支給

企業	運用受託機関	反対理由
東証一部 情報・通信業	K社	・ 社外取締役や監査役に対する退職慰労金の贈呈 支給対象者が社外取締役や監査役を含むため、退職慰労金支給に反対した。
JASDAQ 小売業	P社	・ 反社会的行為に責任があると判断される取締役への役員報酬支給 不祥事に対する監視責任から退職慰労金贈呈は適切と認められないため反対した。
東証一部 医薬品	L社	・ 業績に比して過大と考えられる役員報酬支給 多額の損害賠償の和解金が発生し、業績、財務に与える影響が大きかった中、1人あたり多額に上る役員賞与支給は是認できないと判断し、反対した。

4. 国内株式議決権行使の状況

○剰余金の処分に関する議案

反対行使比率は4.6%となった（前年度比▲0.3%）。

以下は主な反対理由である。

- ✓ 配当性向が低いなど株主還元が不十分な企業の剰余金処分議案

企業	運用受託機関	反対理由
東証一部 電気機器	Q社	・ 配当性向が低いなど株主還元が不十分な企業の剰余金処分議案 前期比大幅増配だが、利益やキャッシュフロー水準に比して更なる増配の余地があるとみている為、反対した。
東証一部 化学	F社	・ 配当性向が低いなど株主還元が不十分な企業の剰余金処分議案 市場からの評価が低くかつ内部留保過大にもかかわらず、更なる内部留保の積み増しを伴う剰余金処分案は望ましくないため反対した。

4. 国内株式議決権行使の状況

○資本構造に関する議案

反対行使比率は44.4%となった(前年度比+3.0%)。

以下は主な反対理由である。

- ✓ 敵対的買収防衛策に関する議案における株主価値の向上に資すると判断されない内容

企業	運用受託機関	反対理由
東証一部 小売業	D社	敵対的買収防衛策に関する議案における株主価値の向上に資すると判断されない内容 買収防衛策の導入及び継続を取締役会のみで決定するため、反対した。
東証一部 陸運業	F社	敵対的買収防衛策に関する議案における客観的な運営に疑念が残ると判断される内容 取締役会に独立した社外取締役が少なく、独立委員会はあるが、取締役会の恣意性を十分に排除する仕組みとは判断し難く、少数株主の立場に立った客観的な運営に疑念が残るため、反対した。

-
1. はじめに
 2. 運用受託機関とのヒアリング
 3. 企業とのエンゲージメントの状況
 4. 国内株式議決権行使の状況
 5. これからの取組みについて

5. これからの取組みについて

○企業とのエンゲージメント

各運用受託機関に対しては本年ヒアリングで取り上げた企業とのエンゲージメントの状況について本年以降も継続して確認していくとともに、新たなエンゲージメント対象の事例についてもヒアリングしていく。

なお、エンゲージメントの成果として求めるものは、中長期的な投資リターン(株価、配当)の拡大であるが、その寄与度の計測は難しいと考えられるため、運用受託機関に対しては以下の点に関して、より一層の向上を求める。

- ✓ エンゲージメントの目的が明確か？
- ✓ エンゲージメントの内容が的確か？
- ✓ エンゲージメントの進捗が適切に管理されているか？
- ✓ エンゲージメントに対する取組みが効果的に運営されているか？

○株主議決権行使ガイドライン等の改正

「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」、及び、「株主議決権行使ガイドライン」を必要に応じて、改正していく。

また、現在は行使していない外国株式の議決権について、今後の行使に向けて、ガイドライン制定を進めていく。