

第7回
資金運用基本問題研究会

平成26年3月28日（金）

地方公務員共済組合連合会 資金運用部 企画管理課

午前9時57分 開会

○酒巻企画管理課長 それでは、定刻までやや時間がございますが、皆様おそろいになりましたので、ただいまから第7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。

右の方に資料番号を振ってございますが、まず最初に1枚紙で議事次第がございまして、その後、被用者年金の一元化に向けた地共連の取組みについてということで資料1-1、1-2、1-3、1-4、1-5がございます。

次に、日本版スチュワードシップ・コードについてということで、資料2及び付属資料1、付属資料2がございます。

そして、参考資料としまして、こちらは公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議の報告書を添付してございます。

最後に、前回の基本問題研究会の議事録（案）がございます。

資料のご確認はよろしいでしょうか。

もし資料がないですとか、進行中でも何か落丁等あれば事務局にお申しつけいただければと思います。

それでは、議事に入ります前に、前回、第6回研究会の議事録の確認をお願いしたいと思います。

先ほどの資料の中の議事録（案）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されておりまして、本日、ご出席の委員の皆様のご了承の上確定となります。

なお、委員の皆様とは事前にメールでやりとりさせていただきまして、ご発言された委員の方のご確認をいただきまして、発言の趣旨を損なわない範囲で、訂正・加筆を行っている部分もございます。

本議事録につきましては、こちらの内容で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6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。よろしくお願ひいたしま

す。

○若杉座長 皆さんおはようございます。

きょうは議事が2つですけれども、進行についてはいつものようにご協力のほどよろしくをお願いいたします。

本日の研究会の議事は、被用者年金の一元化に向けた取組みについてと日本版スチュワードシップ・コードについての2本となっております。

最初に、議事1ということで、被用者年金の一元化に向けた取組みについてですが、内容について事務局のほうから説明をお願いします。よろしくをお願いします。

○酒巻企画管理課長 それでは、私から資料1-1、被用者年金の一元化に向けた地共連の取組みについて説明いたします。資料をご覧ください。

まず、見出しの1、現在の進捗状況についてでございますが、今月12日に開催されました第20回社会保障審議会年金部会において、年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会より、平成26年財政検証に用いる経済前提等について報告があったところでございます。これを受けて、平成26年財政検証が開始されたところです。

報告内容は、我々も今後の運用、一元化後のいわゆる1、2階部分の運用を考える上で大きな影響を受けますので、簡単に触れますと、運用利回り、物価上昇率、賃金上昇率の設定方法は、基本的には平成21年財政検証に用いた方法と同様とする。ただし、運用利回りについては、平成21年の財政検証における名目値の4.1%がひとり歩きして運用目標に関する議論が混乱を招いたとの意見があったということから、名目値ではなく賃金上昇率プラス何%という形式で示すこととされております。その他積立金の運用方法につきまして幾つかの提案がなされております。

続きまして、2つ目のポツですが、厚生年金における積立金の管理運用に関しまして、基本的な方針を定める積立金基本指針に盛り込むべき事項について、現在有識者会議において検討がなされており、その結果が今月末に公表される予定となっております。その結果をもとに4月以降4省庁が積立金基金指針を策定するという流れになるわけです。

次に、ポツの3つ目では、4省庁による積立金基本指針策定後になりますが、4管理運用主体が共同で積立金の資産の構成の目標、いわゆるモデルポートフォリオを策定する作業に着手する予定となっております。

続きまして、見出し2の基本ポートフォリオの検証についてご覧ください。

まず、(1)基本ポートフォリオ検証の目的ですが、当連合会では、長期給付積立金に

関する基本運用方針において、策定時の前提条件等を毎年1回検証し、必要に応じて見直すこととしております。この定めに基づきまして、今年度も基本ポートフォリオの検証作業を行ってきたところでございます。現在の基本ポートフォリオは、平成16年の財政再計算を受けて策定したものでございます。平成21年の財政再計算の際には、年金に関する議論の行方が混とんとしていたことなどから、基本ポートフォリオを暫定的に維持することとしたところでございます。その後、毎年検証作業を行いつつ現在に至っております。

それでは、簡単にその検証の概要を説明いたします。

今年度は昨年度と同様、検証作業のほか、基本ポートフォリオ検証を踏まえた課題等につきましても、委託先である野村証券の意見を参考に研究を進めてきたところでございます。

では、2ページ目をご覧ください。

(2) 検証の方法につきましては、平成24年度と同様の方法により、利用可能な最新のデータをもとに各資産の期待リターン及びリスク等の再推計を行ったところでございます。

検証の結果につきましては、2ページ目の中央、(4) 検証結果をご覧ください。

現行基本ポートフォリオのリスク水準は、市場のボラティリティの高まりを背景に若干上昇傾向にあります。しかしながら、現行基本ポートフォリオの期待リターン1.62%は、平成21年財政再計算におけるその当時から向こう10年間の実質運用利回りの平均値でございます1.6%を上回っていること、また、平成25年12月、前回の研究会にもお諮りした上で、国内債券にかかる許容乖離幅を拡大しております、それで国内債券がプラスマイナス10%、その他の資産がプラスマイナス5%となっているところですが、今回、算出した最適ポートフォリオが乖離幅の中に存在しているということから、平成26年の財政検証等の結果が判明次第、新しい基本ポートフォリオを策定する作業に着手するという結論になってございます。

なお、現行の基本ポートフォリオの期待リターンが先ほど1.62%と申しましたが、こちらは同じ資料の4ページにございます表のうち、一番上の段、期待リターンという表の一番右の列、平成25年、この数字を現行基本ポートフォリオの資産構成比で加重した結果が1.62になるというものでございます。

それでは2ページにお戻りいただきまして、下段に、3、今後の予定について記載してございます。

冒頭でも申し上げましたが、積立金基本指針の策定後、4 管理運用主体によりモデルポ

ートフォリオを策定するという事になっております。時期的にはちょうどその頃並行して行うこととなるかと思われませんが、平成26年財政検証を踏まえた、新しい基本ポートフォリオの策定作業を進めてまいりたいと思います。

その際には、今後、被用者年金が一元化されるということから、他の管理運用主体の基本ポートフォリオについての考え方ですとか、策定手法について知る必要が高まってくると思われまますので、そういった意味でも意見交換を行うなどして、今後の取り扱いについて検討してまいりたいと思います。

続きまして、3ページをご覧ください。

こちらにシャープ・レシオの推移及び1.62%を目標、運用利回りとした場合の有効フロンティアについて記載してございます。

今年度に関しましては、シャープ・レシオの分子となる各資産の期待リターンが軒並み低下する一方、分母となる各資産のリスクも高まってきていることから、シャープ・レシオも低下しております。

検証に用いました各資産の期待リターン等につきましては、次の4ページをご覧ください。

昨年度からの変動の要因につきましては、裏の説明は割愛させていただきます。

続きまして、資料1-2でございますが、こちらでは検証における期待リターン等の推計方法について説明しております。従来と同様、内閣府の経済見通しやE I Uの見通しの数字を使用して推計を行っております。

続きまして、次の資料1-3でございますが、こちらは委託先である野村証券が今回の検証に当たって取りまとめた資料、主に検証に用いたバックデータとなっております。

こちらの1枚めくった下段、右下に5と書いてあるページに、目標運用利回りを1.62%とした場合の最適化結果が記載してございます。

続きまして、資料1-4をご覧ください。昨年度同様、検証作業のほかに検証結果を踏まえた課題等についても研究を行いました。

1、現行基本ポートフォリオの構築方法における課題についてですが、1つ目と2つ目は現行の方法ではインプットデータにより結果が大きく変化しやすいという傾向があると見られることから、インプットデータの推計方法について、現在の推計方法のみでなく複数手法を検討するという事でございます。

1つ目のリスクについて申し上げますと、国内債券のリスクについてベンチマーク、デ

ュレーションの長期化リスクを考慮したリスクの推計等を行いました。

また、3つ目の項目につきましても、これは一元化後の旧3階部分になるわけですが、平成21年財政再計算の数字をもとに年金給付の推計等、そういった作業も行っております。

続きまして、2の今後の検討事項につきましては、目標運用利回りの設定をどのように行うか、他の管理運用主体との比較ですとか、将来の収支予測も踏まえてどう設定するか、今後検討したいと考えております。

また、リスク管理に関しましては、本研究会でも以前ご議論いただきましたが、何ををもって地共連のリスクとするのか、リスクをどこまでとれるのかといったことについて、今後検討していく必要があると考えています。

その他項目としては、リスク源泉の分散ですとか、期待リターン、リスク・相関係数の推計、数字によって変動が大きいということについては、他の年金の手法との比較ですとか、シナリオ分析によるリスク分析、ホーム・アセット・バイアスによる影響分析については、最適化に当たってホーム・アセット・バイアスの影響の度合といったものについても、より詳しく分析するというようなことは、今後の検討事項として挙げさせていただきました。

資料1－4についての説明は以上でございます。

今後の検討事項につきましては、先ほど参考資料として挙げさせていただきました公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議の報告書でも指摘されている事項と重なる部分もありますので、引き続き研究会の委員の方々のご意見を頂戴しながら進めていきたいと考えております。

基本ポートフォリオの検証についての説明は以上でございますが、次に資料1－5をご覧ください。

こちらは、現在、積立金基本指針に関して厚生労働省の年金局長のもとに設置されている有識者会議での資料の一部でございます。

本研究会の浅野委員も委員をされている検討会におきまして、一元化後の厚生年金にかかる積立金の基本指針に盛り込むべき事項について検討されているところでございます。

法律上、積立金基本指針に盛り込む条項としましては、こちらにあるように①から④まで4点が掲げられています。

1点目が、積立金の管理及び運用に関する基本的な方針。

2点目が、積立金の資産の構成の目標に関する基本的な事項。

3点目が、積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき事項。

最後④が、その他積立金の管理及び運用に関する重要事項となっております。

この積立金基本指針を受けて、管理運用主体はこれに適合するように共同して積立金の資産の構成の目標、いわゆるモデルポートフォリオを定めることになっています。

この積立金基本指針の4項目につきましては、現在までの論点について簡単にご説明したいと思います。

1つ目の基本的な方針では、運用目標について定められる予定になっております。財政検証の兼ね合いで言えば、賃金上昇率プラスアルファ、プラス1.7%という数字が経済前提の資料の中に盛り込まれてございましたが、こういった数字を長期的に達成することになる可能性がございます。検討会での議論として、足元の金利水準等を考慮すると1.7%の達成は困難ではないかという意見も出ているようでございます。また、以前本研究会でも議論のあったところですが、財政検証上の運用利回りが、初年度からその数字ではなく、平成36年まで徐々に上昇して行って、平成36年で1.7%になるというような前提の置き方、そういったものに対しても意見が出されているようでございます。また、独自運用資産でございますが、共済組合で言えば、組合員への貸付金が当たりますが、これらの独自運用も認められる方向で議論が進んでおります。

積立金基本指針の検討状況は、先ほどご説明したとおりで、基本指針自体は、これから公表されるという状況でございます。それを受けて、各管理運用主体によるモデルポートフォリオの作成ですとか、各組合における基本ポートフォリオの作成など、一連の作業が続く予定でございます。

今後の経過につきましても、このような場で随時報告をさせていただきたいと考えております。

資料1－5の説明は以上でございますが、先ほど参考資料として触れました公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議の報告書を末尾に添付してございますが、この中で様々な運用に関する提言がなされておりますが、引き続き各事項を踏まえて検討を行ってまいりまして、その結果によりましては、次期基本ポートフォリオの策定作業にも影響を与え得るものでございますので、参考までに添付いたしました。

私からの説明は以上でございます。

○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等がございましたらよろしくお願ひしま

す。

金崎委員。

○金崎委員 資料1-1の2ページ、(4) 検証結果ですが、基本的には下の2つの理由により財政検証の結果等が明らかになった時点で新基本ポートフォリオの策定作業に着手したいということで、今回、毎年検証して見直すみたいなのが書かれているのですが、見直しはしないということなんですね。

その理由の②に、最適ポートフォリオが存在していて乖離幅の中にそれが入っているという理由ですが、何となく理屈がおかしい気がするのですけれども、最適ポートフォリオと言っているのは、3ページの図にある四角ですか、これは多分資料1-4でしょうか、野村証券さんがつくっていただいた資料の5ページの上のほうでしょうか。

○酒巻企画管理課長 下です。下に数字の入った表がついていまして、現行基本ポートフォリオと入っているのが、ここは1.62%で、現行ポートの数字が入っております。その1つ下が効率的フロンティア上の四角の効率的ポートですね。国内債券が66.6、国内株式12.7、外国債券7.0、外株12.7とその上との比較でという意味でございます。

○金崎委員 ②の理由を素直に読むと、乖離幅の中に最適ポートフォリオが入っているので、最適ポートフォリオでの運用ができる。なので、見直さなくてもいいという話になりませんか。

もし、ここで最適ポートフォリオとの比較で見直さなくてもいいという理由を述べるのであれば、リスクリターンが近いからとかという話でいいと思うのですけれども、乖離幅に入っているという、最適ポートフォリオで運用ができるというふうに捉えますよね。だけど、基本ポートフォリオは変えない。そうすると、最適ポートフォリオとリスクリターンはそう変わらないので、変える必要はないという理由でいいのではないかと思いますけれども。

○川島資金運用部長 検証結果の理由のところに関するご指摘でございますので、②のところ12月に許容乖離幅の拡大という措置をとらせていただいたのを書いていますが、現代投資理論上、こういう表現よりも、先生のおっしゃったようなリスクリターンの近似性みたいな話のほうがよろしいということでしたら、そういった理由で検証結果の理由については考えていきたいと考えております。

○若杉座長 この点いかがですか、ほかの委員の方、今の問題提起。

○浅野委員 金崎先生のおっしゃるとおりだと思います。

○高山委員 おっしゃるとおりだと思います。

○若杉座長 よろしいですか、そういうふうに直してください。ほかにいかがですか。

どうぞ村上委員。

○村上委員 2点、確認させてください。資料1-4の課題の最後にホーム・アセット・バイアスによる影響分析が挙げられていますが、資料1-2の4ページには効率フロンティア導出に当たっての制約条件が記載されています。課題の影響分析という項目には、制約条件の是非の検討まで含まれていると解釈してよろしいでしょうか。まず1点目がその質問です。

それから、2点目はまた違った話になりますが、実質利回りで1.7%を確保する運用を目指すというのはGPIFだけではなくて、当運用主体も同一と考えていいのでしょうか。以上、2点についてお願いします。

○酒巻企画管理課長 それでは、まず1点目のご指摘に関しましては、これは資料1-3ですが、野村証券の資料の先ほど見た5ページのすぐ上に4ページというのがございます。表紙から1枚めくっていただいたものの上と下です。ちょうどこの違いが、制約条件というのが右上にそれぞれのスライドにはございますけれども、これはまさに下が、制約条件の2つ目の中黒に、国内株式≧外国株式≧外国債券、まさにホーム・アセット・バイアスの有無を上下に並べて比較したものでございまして、その結果、今回に関しましては、ホーム・アセット・バイアスをかけることで、1.62%における最適化したポートが現行ポートフォリオにも非常に近いものになるという結果が出たということで、今回に関してはこういった比較をもってホーム・アセット・バイアスをかけることの正当性というのですか、適正についても確認を行っているということでございます。

2つ目のご質問です。1.7%という……

○若杉座長 今の点はよろしいですか。4ページと5ページ見ると、ほとんど変わっていないからという、ディスプレイの4と5が、エフィシエントフロンティアごとに変わっていないということですよ。

○村上委員 この図からするとそうですね。ただ、資料1-1の4ページに期待リターンとリスクの数字が掲載されていますが、この国内株式と外国株式のリスクとリターンを見ると、その辺りのホーム・アセット・バイアスをかけても有効性が損なわれないというのが本当なのでしょう。というのは、原資産自体の比較で国内株式のほうが期待リターンも低くてリスクも高くなっているということがありますので、そのところが本当にそうなるのかと、シミュレーション結果に少々疑問を感じたのです。通常この数値を前提に最適化をかけると、そのよう

な結果にはならないのではないかと考えるのですが、いかがでしょうか

○若杉座長 相関係数はどうですか。

○村上委員 結局、メインとなるリスク資産がまずどちらかに置かれるかによって、その資産との相関関係ということになってくると考えると、外国株式が核になったポートフォリオで相対的にどういう資産が拾われていくかというようなことになるのではないのでしょうか。

○若杉座長 国内債が国内株と外国株と相関係数マイナスですよ、それが少し効いているのではないかと気がするのですが。

○柳澤主査 最適化の結果、4ページと5ページ目については、今、若杉座長もおっしゃられたとおり、依然として国内債のウェイトが高くなるという中で、国内債券との分散が効くということで、国内株式がマイナス0.32、外株がマイナス0.02ということになりますので、国内株式のウェイトが相対的に外株よりも高くなるという結論になってございます。

○若杉座長 外国債は、逆に外国株とも相関が非常に高いわけですよ。

よろしいですか。

○村上委員 この結果についてはわかりました。このあたりの数値はちょっとした前提の違いで随分結果が変わってきますので、いろいろ試すことは必要なのかなと思います。

○若杉座長 では2番目の件についてお願いします。

○酒巻企画管理課長 賃金上昇率プラス1.7というのは、今後、実際に年金の目標を運用利回りとして適用されてくるかどうかというのは、平成26年財政検証が厚生労働省で行われている。それをもとに総務省や財務省で、また財政再計算をやっていく中で、より詳しく示されてくるものと考えますが、特段違える理由のない限り、基本的に同じ数字を使用するような方向で議論がなされていくのではないかと、推測ですが考えております。

○村上委員 運用主体ごとに負債の構成が違うということ、またリスク許容度というのも同じかどうかという問題も考えると、必ずしも超過リターンの目標が同じにならなくても不合理ではないのではないかとこのように思うのですが、その辺はどうでしょうか。

○若杉座長 どうぞ浅野委員。

○浅野委員 私は積立金基本指針に関する検討会に出ておまして、事務局より私のほうがそれについてお答えするほうがいいかと思っておりますので、代わってお答えいたします。

運用目標については、積立金基本指針に関する検討会で決めるのではなく、社会保障審議会の経済前提委員会で決められており、基本指針の検討会でその説明があったということです。

その中で明らかになったことですが、先ほど酒巻課長から説明がありましたように、賃金上昇率プラス1.7%を目標とするということです。

ところが経済前提からいうと、その数字が出てくるのは10年先のことで、それ以降の超長期の話なのです。足元は政府の経済見通しに従うと、実質的な運用利回りというのですが、運用利回りが賃金上昇率を上回る分は10年間ほぼゼロなのです。それではゼロでいいのかというと、前は長期的には4.1%だけど、足元は低いから、その低いところを目標にして運用するという形でやったわけです。私はそこで、それと同じかという質問をしたのですが、それに対して委員長はそうではない、実質的な運用利回り1.7%を最初からやるというようなお答えでした。

ただ、この1.7%はいろんな点から見て、かなり高い目標だろうというふうに個人的には思っています。

それともう一つ、どの程度リスクをとるかという問題ですね。一元化だから、リスクは全体で負担されるので、どの程度リスクを負担できるかは統一すべきである、要するに共通のリスク許容度だというふうに考えます。もし、運用主体の間で差が出るとしたら、どちらかという手法の違いだとか、見通しとかリスクのところでも少し違った見方をするというようなことによるのではないかと。大体そんなような意見です。

ただ、それについて言うと厄介な問題が1つありまして、今朝の日経新聞だといかにも株をふやすような書き方をしているのですが、社会保障審議会年金部会では、リスクは国内債券並みというふうに言っているのです。ただ、これはなかなか難しい問題です。というのは、目標が賃金上昇率プラスアルファという形になっているわけですから、リスクも賃金との相対で測らないといけない。そのときに、リスクの目標として国内債券並みというのはどういう意味なのか、これはちょっと難しいと思います。事務局から説明があったのですが、私はよく理解できなかったというか、何かちょっとうーんという感じを受けました。国内債券並みということは、例えばここの数字で見ると、現在いただいている資料1-1の3ページの図、あるいは4ページの数字を参考にすると、4%前後、このリスク並みでいくと1.7%はとてもしかないですね。

賃金上昇率プラス1.7%という目標と、国内債券並みのリスクを目標とすること、すなわちリスク許容度をそういう具合に設定してやるということと、両立が可能かどうかという問題が残されていると思います。

さらに日経新聞の報道との関連をつけ加えますと、こういうリスクの取り方が決められてい

るわけですから、株を増やすというような結論は全く出てこないと思います。

それから、運用機関によって違いがあってもいいのではないかというご指摘ですが、それは検討会の中では、かなりそういう議論が大勢を占めております。厚労省の事務局では、資料1-5の③のところで、各運用主体がモデルポートフォリオを踏まえて基本ポートフォリオを策定することと漠然と書いてあるのですが、かなりモデルポートフォリオを縛りにして似たような運用をするように考えられていたのかもわかりませんが、検討会の委員の皆さんはどちらかというとなら複数運用主体が運用するわけだから、それぞれが工夫したり競争したりすることにむしろ意義がある、そういう意味では、あまりモデルポートフォリオは縛りにならないように、ある程度の弾力性を与える、自由度を与えるほうがいいのではないかという意見が大勢でした。ただし、これがどの程度盛り込まれるかはわかりません。

それとの関連で地共連、あるいは地共済グループの課題について触れさせていただきたいと思います。基本的にはこの基本指針というのは1、2階部分ですから3階部分はこちらで考えないといけません。特に旧3階について言うと、掛金がない閉鎖年金になってしまうわけですから、債務との関連でどの程度リスクがとれるか、非常に難しい問題です。1、2階部分の運用よりはるかに難しい問題がまずあるということです。

2つ目は、地共済グループの場合は、地共連が地共済グループを代表して1、2階部分の責任を負うことになるのではないかと思いますのですが、実際の運用は、傘下の共済組合が行うわけです。1、2階部分のほかに、旧3階、新3階部分も各共済で行うわけですが、1、2階部分について言うと、4省庁が集まってつくったモデルポートフォリオがあって、それに対してある程度の自由度を持って、当連合会が基本ポートフォリオを作ったとすると、それが今度は各傘下の共済組合に伝達されて、その先どの程度自由度を持たせるのか。さらに運用の分担、すなわち1、2階部分と旧3階、新3階を傘下の各共済組合が同じように輪切りで運用するのか。こういったことをどうするのか、まだ検討すべきことがたくさんあると思いますので、このあたり早急に検討に着手していただけたらと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。千田委員。

○千田委員 2点ほど触れさせていただきたいと思います。

1点目が、今、浅野委員が言われました地共連独自の課題としての旧3階の運用に関してですが、債務構造を考慮の上運用方針を決定することは大前提ですが、実際には資産が小規模となることが想定されることから、コスト面についても十分に工夫していただきたい。

2点目は、全般的なコメントになりますが、公的年金資産の運用改革について、緊急の政策

課題として取り上げられたことから、リスクをもっととるべき、日本株を買い増せ等々、外圧が強くなってきています。第1、2階部分の運用については積立金基本指針の検討会で議論されようですが、「基本運用方針」において明文化されている「長期的な観点に立って安全かつ効率的な方法により運用するものとする」という原点に立ち返って、きちんと議論していただきたいと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。他にいかがですか。

地共連から何かありますか。今の浅野委員と千田委員の。

○川島資金運用部長 ただいま年金一元化に関して様々な意見をいただいたところですが、地共済グループの場合、様々な実施機関がございますので、その間で色々な運用をすることになると思うのですが、そこ地共連との関係について、今、地共済内部で財政とか資金運用の担当者レベルでの会議を開いてございます。その中で実務的な検討を今細かい数字を使って検討しているところでございますけれども、今後、財政検証などを踏まえて、また、新たな数字ができてくることになると思いますので、そういった点をさらに詰めていきたいというふうに考えております。その際には、コストの観点であるとか、安全性をどうするかとか、効率性をどうするかとか、色々な課題があるところでございますけれども、その辺について検討をさらに進めていき、また、早急に進めていきたいというふうに考えております。

○若杉座長 他によろしいですか。この件はこれでよろしいでしょうか。

どうもありがとうございます。

それでは、議事1の被用者年金の一元化に向けた取組みについてにつきましては、以上で終了したいと思います。

続いて議事の2ですが、日本版スチュワードシップ・コードについてに移ります。

これも事務局から説明お願いいたします。

○酒巻企画管理課長 それでは、続きまして、右上に資料2と記載されている日本版スチュワードシップ・コードについてをご覧ください。

まず、1ページ目の、1、概要を説明いたします。

1つ目の丸は、そもそもこういった議論がなされることになった背景ということでございます。

2つ目の丸でございますが、ことしの2月26日に責任ある機関投資家の諸原則、日本版スチュワードシップ・コードが取りまとめられました。

3つ目の丸ですが、金融庁はこのコードを受け入れる機関投資家に対して以下を期待しているとのことです。

まず、コードの受け入れ表明及びスチュワードシップ責任を果たすための方針など、コードの各原則に基づく公表項目をみずからのウェブサイトで公表すること、当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと、当該公表を行ったウェブサイトのアドレス、URLを金融庁に通知することです。

4つ目の丸ですが、金融庁はコードの受け入れを表明した機関投資家をリスト化して、2月、5月、8月、11月、各月末の時点で受け入れ状況を公表することとしているということです。

5つ目の丸ですが、初回のコード受け入れ表明期限である5月末に限りましては、受け入れ表明のみを行って、原則1、2、5で求められている具体的な方針については、その次の公表が行われる9月初めまでに行うことも認められているということです。

以上が概略の説明でございます。

続いて、ページをおめくりいただきまして2ページ目、2、地共連のコード受け入れ表明について説明いたします。

当連合会は、日本版スチュワードシップ・コードの各原則を受け入れる方向で検討しておりまして、事務的な準備が整い次第、速やかに受け入れを表明していく方針でございます。

以下、コードの各原則とそれに対する表明内容として考えられていることについて説明いたします。

まず、原則1ですが、機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。これに対しましては、当連合会は、地共連コーポレートガバナンス原則というものを公表しておりまして、その中でスチュワードシップ責任を果たすための方針及び自らの役割を明らかにしております。すなわち当連合会は地共済制度の中で組合のために長期給付積立金を運用するという役割を担っておりまして、その財産価値を増殖し、組合員の利益に資するべく、長期的に価値が増大すると見込まれる企業の株式に投資し、かつその企業が長期的な株主価値の増大に資する経営を行うことを期待するものであり、万が一、そういったものが見込めない場合には、受託者責任を果たすために必要な経営を求めていくということでございます。

原則2でございますが、機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべ

き利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。この原則に対しましては、当連合会は、委託先の運用機関を通じて個別企業の株式に投資するという形態をとっております。この運用機関の選定と評価につきましては、利益相反の発生懸念を排除する観点から客観性に基ついた一定のプロセスが求められるところをございまして、その方針につきましては、長期給付積立金に関する基本運用方針に定めて公表しております。

続きまして、原則3ですが、機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。この原則につきましては、やはり当連合会は、委託機関を通じて個別企業の株式に投資するという形態をとっていることから、委託先運用機関に対しましては、議決権の行使状況ですとか、企業と対話等のコーポレートガバナンス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いるということをございます。

続きまして、原則4ですが、機関投資家は、投資先企業との建設的な目的を持った対話を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきであるとの原則に対しましては、当連合会は、地共連コーポレートガバナンス原則を公表してまいりまして、その中で、公正かつ効率的な手法を選択してコーポレートガバナンスの向上に取り組むことにより、株主価値増大に必要な経営を求めていくこととしております。

続きまして、原則5、機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきであるという原則に対しましては、当連合会は、議決権行使に関する方針をガイドラインとして公表しております。また、議決権行使結果につきましても、こちらの研究会でも毎年ご報告しておりますとおり、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表しております。

原則6ですが、機関投資家は、議決権の行使も含めスチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきであるとの原則に対しましては、当連合会は、関係組合向けの広報誌において、議決権行使結果を定期的に報告しており、ホームページでもその情報を公表しております。また、当連合会のコーポレートガバナンス原則や議決権行使ガイドラインにつきましても、当連合会のホームページで適宜参照することが可能となっております。

最後、原則7、機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に

伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。この原則に対しましては、当連合会のコーポレートガバナンス原則に記載がありますとおり、当連合会では適正な経営判断が担保されるよう、それらの経営判断を生み出す装置たる企業の財政に注目することとしており、委託先運用機関と対話しながら、適宜関連する情報を収集することで、適切な視点、判断能力を備えていくこととしております。

以上でございます。

続きまして、ページをおめくりいただきまして、4ページ目ですが、3、株主議決権行使ガイドラインの修正について説明いたします。

先ほどのご説明で触れた内容もありますが、今回の表明に関しまして、株主議決権行使ガイドラインへの追記を2つ検討しております。

まず1つ目ですが、原則2、利益相反に関連したものでございます。

議決権行使の観点からは、当連合会と共済及び共済組合員との間で利益相反の懸念が発生する可能性はないと考えておりますが、一方、当連合会と委託先運用機関との間で利益相反の懸念が発生する可能性はないとは言い切れないのではないかと考えております。

この点につきましては、現時点で明文にはしておりませんので、株主議決権行使ガイドラインに追記することを考えております。

続きまして、2つ目ですが、原則5に関連してでございます。

原則5の脚注に以下の記載がございます。

「なお、投資先企業の議決権に係る権利確定日をまたぐ貸株取引を行うことを想定している場合には、こうした貸株取引についての方針を記載すべきである。」

現状としまして、当連合会の委託先機関とは、こういった貸株取引を行っているという実態がございますが、当連合会では、それについての方針は公表しておりません。これにつきましても、先ほどの件と同様に、今回、議決権行使ガイドラインに追記することを検討しております。

以上が検討しているガイドライン改正の説明となります。

具体的な変更箇所につきましては、資料2の付属資料2とあります株主議決権行使ガイドラインをご覧ください。

1枚おめくりいただきまして、2ページ目の中段より上のあたりに利益相反関連並びに貸株取引関連の記述を追加しております。

読み上げますと、「ただし、受託者が当該議決権行使において利益相反の発生を懸念す

る場合は、受託者において利益相反の発生を回避するための方針を定めるものとする。連合会はまた、貸株取引を受託者に委託する場合があるが、この場合でも一定の議決権を確保するべく、受託者において貸付可能株数を管理すること」としております。

以上が具体的なガイドラインの変更箇所でございます。

以上をもちまして、日本版スチュワードシップ・コードについての説明を終わらせていただきます。

○若杉座長 ただいまの説明について何かご意見とかご質問ありますか。

○高山委員 ご説明どうもありがとうございます。

スチュワードシップ・コードの原則を受け入れる方向で検討されているということ、まことに結構だと思います。

まず、当連合会は、日本を代表する公的年金基金として、他の投資家に与える影響も極めて大きいことから、当連合会が原則を受け入れるということは非常に重要なことだと思います。

それから、スチュワードシップ・コード制定のかなり前から、実際にそのような方針や体制もしっかり確立されていることから、この原則を受け入れるのに当たって何の支障もないというふうに考えておりますので、受け入れることは全く結構だと思います。

ちなみに、私は仕事の関係上、色々な日本企業と話をすることが多いのですが、彼らも投資家がこのコードを受け入れるのかどうか、どのような投資家が受け入れるのか、かなり注目しているという話はしばしば聞きます。

実際に、5月末締め切りで、金融庁がリストを発表するのは6月初めということで、総会の少し前ということで、時期的な問題もありまして6月初めのリストがどうなるのか注目しているという日本企業さんも非常に多くありますので、そのような中、当連合会がきちんと原則を受け入れ、このような内容を発表するというのは大変結構だと思います。

それから、公表内容についてですけれども、実際に当連合会がやっている内容はもっと細かい具体的な様々なアクションがあると思いますけれども、公表するということになる、全て書くというのはあまり適切ではないと思いますので、まずはこのような内容で結構だと思います。

それから、これからのことなのですけれども、こういうふうに公表し受け入れるということで、それでいいかということ、そういうわけではなくて、実際にそれをプラクティスとしてきちんとやっていくということが非常に重要になると思います。

私は2週間ほど前にロンドンに出張しました際に、イギリスでスチュワードシップ・コードを制定しそれから監督している機関のFRCの担当者と会ってまいりました。当人はこの原案を書きそれから監督も担当している人間なのですけれども、スチュワードシップ・コードのイギリスの現状を言いますと、いい点とまだまだ課題がある点と2つあるということでした。

いい点というのは、2010年に設定されて2年ごとに見直しということで、今、4年目なのですが、非常に多くの機関、アセットオーナー、アセットマネジャーが採択している。数字から見ると非常に喜ばしいことだということがある。まだまだ課題になっているところは、実際にプラクティスとして、アセットオーナー、アセットマネジャーがそれを実行しているかということになると、そこのところは難しいところがある。

例えば、アセットマネジャーにしても、アセットオーナーに対するマーケティングの観点から表面的にコードを入れて実際はどうなのかというケースもしばしば見られる。ただ、FRCの立場としては、プラクティスをきちんと図るというのは非常に難しいということもあり、それから、エンフォースメントする力というのもそれほどないということもあって、実際に、アセットマネジャーにプラクティスをきちんとさせるという役割は、アセットオーナーに託しているというのがイギリスの現状ということでした。

当連合会にそれを当てはめてまいりますと、実際に今までもアセットマネジャーに対してきちんとメッセージを伝え、それから適切な監督をしているという点では、非常にすぐれた活動をしていると思いますが、こういうスチュワードシップ・コードを当連合会が採択し、それから多くのアセットマネジャー、運用機関を採択するということが予想されますので、さらにアセットマネジャーに対して適切なメッセージの発信、それから監督をお願いできればと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

いいですか、そういうことで。

ほかにご意見ありますか。

どうぞ浅野委員。

○浅野委員 このスチュワードシップ・コードに直接関係はしていませんが、経済産業省でもケイレビューと似たようなことをやっているようです。それは必ずしもスチュワードシップ・コードと同じではないと思いますが、それが出たときはまた別の対応をすることになるのでしょうか。その辺で例えば整合性がとれていないというようなことが起こる懸念はないのでしょうか。

○高山委員 私は経産省のケイレビューのプロジェクトに直接関わっていないので、公表された内容だけの判断でございますけれども、元々はイギリスで資本市場の短期的な志向を懸念するという観点から、投資家も企業も長期的な視点で行動しましょうということでケイレビューが発表され、それをもとに経産省のほうで企業それから投資家両方に関して、そういう観点で日本の文脈で考えましょうというようなプロジェクトが今進んでいると思っています。

ただ、それはスチュワードシップ・コードのように投資家に直接的に何か責任を求め、ある方針を定め、こういうふうに行動しなさいというふうにするものではなくて、もっと緩やかな内容だというふうに理解しておりますし、それから基本的なコンセプトとしては、両方とも長期的な視点を重視するというところでは一致していると思いますので、多分間もなく日本版ケイレビューの原稿が発表されると思うんですが、その内容にあわせてスチュワードシップ・コードの公表する内容を変える必要というのはないという理解しております。もちろんケイレビューの内容を新たに検討し確認するという作業は必要だと思いますが。

○若杉座長 アメリカ型とイギリス型、どちらも投資家を通してのガバナンスということで共通だとされアングロサクソン流のコーポレート・ガバナンスと呼ばれているのですが、イギリスの場合には機関投資家と企業との対話が活発に行われ、機関投資家の影響力が強いと言われています。それを反映して、イギリスの取締役会を見ると、最近は急速に変わっていますが、アメリカに比べると非業務執行取締役つまり独立取締役の人数が少ないのが特徴でした。それに対して、NYSEはイギリスより早く過半数の独立取締役を求めています。実際、アメリカ企業では、社外取締役がほとんどで、社内は1人か多くても2人ということです。大会社でも取締役の人数は7、8人ですけれども、そのうちCEOだけが社内という会社が多いといわれています。過半数どころか事実上はほとんどが社外取締役です。それは投資家を選んだ社外の独立取締役によってガバナンスをやってもらうという意味です。アメリカの場合には、個人株主のウェイトが大きいということもあると思います。そういうわけでイギリスとアメリカとでは株主が影響力を持っているという点では共通ですが、どの株主の影響力かという点で若干異なります。

もともと機関投資家が強く、株主として影響力があるので、そのガバナンスの行使が適正に行われるようにと策定されたのが2010年のスチュワードシップ・コードであると理解しております。そういう流れとアメリカ流の社外取締役を多くして、それによってガバナンスを効かそ

うというのというのでは、やり方が違う。もちろん株主の利益を守るという基本的な精神は同じです。日本は、とにかく外国にある良さそうなものを取り入れようとするのですが、背景や精神が異なるものをごちゃ混ぜにしているので、実効が上がらないというのが制度の現状だと思います。他方、投資家行動の面から見ると、日本の機関投資家はコーポレート・ガバナンスを協力し合ってやっていこうという認識が弱いと思います。このような状況をよく理解して、新しく制定されるスチュワードシップ・コードに取り組むことが重要だと思います。

日本は形だけはあれこれ取り入れるけれど、一貫した精神がないので、仏作って魂入れずになりがち、実効がともなわないということが問題ではないでしょうか。

○高山委員 今のおっしゃることは、全くそのとおりだと思います。

それでアメリカ的なガバナンスのあり方とイギリス的なガバナンスのあり方の違いは、今おっしゃったことに加えて、やはり法制度とか文化、社会の違いもありまして、イギリスの場合は、投資家と企業の穏やかな対話、長期的な対話ということをベースに進めますし、アメリカの場合は、これはよく関係者から聞くのですが、とりあえずは対立してけんかして、その後からまた話し合うと、多分、そういう法制度、文化というところがかなり効いていると思います。日本ではどうかというと、恐らくイギリス的な形になると思いますので、たゆまぬ継続的な対話で、企業と投資家の相互理解を図って、企業の成長を助けるというのが日本的文脈ではぴったりくると思いますので、そういう意味でスチュワードシップ・コードというのは日本で採択するというのは結構だと思います。ちなみにアメリカではスチュワードシップ・コードは採択しておりません。

それから、コードに関連して議決権行使ガイドラインのところでもちょっとご質問したいのですが、貸株取引に関する方針をきちんとこちらに記載するのは結構なことだと思います。もし数字があれば教えてほしいんですが、通常、6月総会の企業に関して貸株取引のために議決権が行使できない割合って全体の何割ぐらいとかなんでしょうか。そういう数字というのは、把握は可能なのでしょうか。

○酒巻企画管理課長 まず、実際に貸株取引を委託機関が行っているかどうかということですが、行っているところはやはりあるのですが、議決権行使できなくなるほど完全に貸してしまっているところはないと聞いております。

具体的なそれ以上の数値はこちらで把握できるようなものはないのですが、申し訳ありません。

○高山委員 わかりました。あと、こちらの改定版では、一定の議決権を確保するべくと

いうふうに書いてございますけれども、この一定というのは、何か特定の数字のイメージを持たれて記載されているというわけではないのでしょうか。

○酒巻企画管理課長 これは信託銀行へのヒアリングなどでそういった意見交換したときに出た数字で、ある社の個別銘柄ごとに保有株数の95%を上限として行っているというようなことがございました。

○高山委員 そうすると、95%までは貸株取引を行ってもいい。

○酒巻企画管理課長 最低5%は残す。

○高山委員 残すということでございますね、分かりました。

この貸株取引と議決権行使の関係というのは、海外の機関投資家の間でも重要な 이슈としてしばしば語られるのですが、経済的リターンとそれから議決権行使の保持と両方きちんとバランスをとってやらなければいけないということで、このように記載されるというのは結構なことだと思います。どうもありがとうございます。

○若杉座長 他にいかがですか。村上委員どうぞ。

○村上委員 具体的な手続についての確認なのですが、資料2の2ページに「ガイドラインの修正準備が整い次第、速やかに受け入れを表明していく方針」と書かれているということで、今現在、5月末を目指してやっていくということによろしいのですね。

そのときに、資料の2ページ以降にあるように、各原則に対しての具体的な方針の説明も一緒に公表することになるのでしょうか。

○酒巻企画管理課長 ご質問の件につきましては、まさに資料2の2ページ以降のつくりのように、原則ごとにそれに対応する方針という形で、まさにこの資料のような形での公表を想定しているところでございます。

○村上委員 スチュワードシップ・コード自体、アセットオーナーが主語だったり、アセットマネジャーが主語だったり、読みにくいところがあるのですが、この中で一番重要なのは原則5というところです。今までも議決権行使の方針等は、各機関投資家がそれなりに公表してきたと思うのですが、それが「単なる形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」とこの原則に表現されているように、工夫がどのように行われていくのかということが一番重要なところではないかと思っています。最初の表明の時に出す表現は、そんなに突っ込んだものでなくてもいいとは思いますが、今後発展させていくのを想定すると、資料2の3ページにある3行の表現では工夫という点ではどうでしょうか。求められているのはどのように工夫を行っていくかということで

はないのかなと感じているところなのですが。

○若杉座長 その辺イギリスとアメリカいずれもそうですけれども、やはり独立取締役ということが大前提と、それから指名、報酬、監査の機能をきちんと確保する。報酬のときには必ずインセンティブ報酬を含意しているのです。それから監査というときには内部監査と外部監査の独立性ということが入っているのですが、日本の場合には、委員会設置会社でもそれが無いわけですね。だから、そういう意味で言うと、イギリスだったらこれでも十分なのでしょうが、日本だとこれだと何にもやらないことになってしまいますという可能性があります。

英米では、CEOなんかに対するインセンティブ報酬があるから、投資先企業の持続的成長につながるという考え方ですが、日本の報酬委員会については役員の個別報酬を決めるということしか会社法で書かれていないわけですね。

そういうことは、私個人としては連合会の議決権行使ガイドラインが、具体的にインセンティブ報酬とか、そういう監査の独立性などの概念を盛り込んでいけたらいいなと思っています。機会があったら皆さんに議論していただければと思います。

そういうことで、

このスチュワードシップ・コードについての件は、これで終わりにしたいと思います。

以上で、本日本日予定しておりました議事が全て終了しました。

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、メールなどでまたお願いしたいと思っておりますので、よろしくお願ひいたします。

○若杉座長 大体いつごろになりそう。例えば夏前とか、夏の後とか、わからなければいいのですが。

○酒巻企画管理課長 はっきり時期はお答えできません。

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。

日程調整と議事録、この2点につきまして今後連絡をさせていただくことになると思いますので、その際にはどうかよろしくお願ひいたします。

○若杉座長 今日はどうもありがとうございました。

午前11時14分 閉会