

第5回
資金運用基本問題研究会

平成25年3月25日（月）

地方公務員共済組合連合会

午前9時56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、皆様おそろいになられましたので、ただいまから第5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いただければと思います。

右のほうに資料番号を付けてございますが、まず最初に一枚紙で議事次第がございまして、その後、基本ポートフォリオの検証に関しまして資料の1-1、1-2、1-3、1-4がございまして、次に株主議決権行使に関しまして、資料2-1、2-2、2-3、2-4がございまして、そして、最後に、被用者年金一元化の動向について資料3-1と3-2がございまして、そして、それとは別に、前回の基本問題研究会の議事録（案）がございまして、資料のご確認はよろしいでしょうか。

それでは、議事に入ります前に、前回第4回研究会の議事録の確認をお願いしたいと思います。先ほどお配りしてある議事録（案）をご覧ください。研究会の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すので、本日ご出席の委員の皆様のご了承の上、確定となります。

本議事録につい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4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。よろしく願いいたします。

○若杉座長 本日の研究会の議事は、審議事項として、基本ポートフォリオの検証についてと、株主議決権行使状況とその対応についてでございます。またもう一つ、被用者年金一元化の動向について報告がございまして、その3件ですが、皆様には11時半ごろに終わる予定でお集まりいただいておりますので、できるだけ予定どおりやりたいと思いますので、ご協力のほどよろしく願いいたします。

それでは最初に、基本ポートフォリオの検証についてに入りたいと思いますが、事務局からご説明をいただきたいと思っております。

○酒巻企画管理課長 それでは、私から、基本ポートフォリオの検証について、ご説明いたします。

まず、資料1-1、「基本ポートフォリオの検証」の1ページ目をご覧ください。「1基本ポートフォリオ検証の目的」ですが、連合会は、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一回検証し、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策定したものでございますが、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沌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す。その後も毎年検証作業を行いつつ、現在に至っております。

なお、被用者年金制度につきましては、昨年8月及び11月に関連する法律が国会で成立しまして、再来年の平成27年10月に施行ということで、厚生年金と共済年金の一元化、及び公務員独自の年金払い退職給付の創設が決定したところでございます。その具体的な運用方法等についての議論は既に一部始まっておりますが、平成27年10月に向けて引き続き進めていくものでございます。

こうした中で、現行基本ポートフォリオについては、基本運用方針の要件に照らして問題がないかを検証いたしまして、この基本運用方針の要件に照らして問題がなければ来年度も引き続き現行ポートフォリオを暫定的に維持する方向で検討したいというのが基本的な考え方でございます。

なお、今年度に関しましては、従来の手法により検証作業を行うとともに、昨年度の研究会での委員の方々のご意見も踏まえまして、基本ポートフォリオの検証を踏まえた課題等についても、委託先であるラッセル・インベストメント社の意見を参考に研究を進めてきたところでございます。こちらについては最後に紹介させていただきます。

基本運用方針における基本ポートフォリオに関する記述については、1ページ目の下段の参考の四角の中に一部抜粋してございまして、1点目は、「I 運用の基本的な方向」の「1 基本的な考え方」にある安全かつ効率的な方法により運用するという方針に沿っていること。2点目は、「3 運用の目標」にありますように、総合収益の運用利回りの目標が予定運用利率を上回ること。これらについて検証するというところでございます。

2ページ目にお移りいただきまして、「2 検証の方法」につきましては、平成23年と同様の方法により期待リターン等の再推計を行いまして、現行基本ポートフォリオについて、効率性の観点、すなわち先ほどの基本運用方針でいう安全かつ効率的な方法により運用ということでございますが、それと期待リターン及び標準偏差の水準の観点、特に期待リターンにつつま

しては、先ほどの基本運用方針の予定運用利率を上回ることが重要になりますが、この2つの観点から検証を行ったところです。

少し詳しくご説明いたしますと、その下の概要にございますが、基本的には基本ポートフォリオの目標運用利回りは物価上昇率控除後の実質ベースで考えております。期待リターン等の推計方法も昨年度と同様ですが、使用したデータにつきまして更新をしております。その中で1点お断りいたしますと、期待リターンの推計作業に用いる内閣府の「経済財政の中長期試算」が例年8月末及び1月末に公表されることから、1月末の内容を踏まえて推計を行ってきたところですが、今年度は昨年8月末から更新されていないため、利用可能な最新の数字である昨年8月31日に公表された数値を用いて推計作業を行っております。

検証の結果につきましては、4にございます。まず、先ほど上げた順序と逆になってしまいますけれども、「①の期待リターンの水準」でございますが、現行の基本ポートフォリオの期待リターンは1.72%です。一方、総務大臣の定める予定運用利率は、資料の3ページの①の平成21年財政検証における経済前提の数字がもとになっております。この一番右の列に示した実質運用利回りと比較することになります。今年度の事情としまして、昨年の法律制定により被用者年金一元化が平成27年に決まりまして、その時点で運用の枠組みが大きく変わり、基本ポートフォリオについても大幅な見直しが予想されるため、その時点までの比較を行いました。四角で囲みました平成25年、26年、27年の値をご覧くださいますと、現行基本ポートフォリオの期待リターンはこれらのいずれをも上回っております。

次に、2ページに移りまして「②の効率性の観点」でございますが、現行基本ポートフォリオのリスク水準、すなわち標準偏差が5.36%でございます。これは3ページの②のシャープ・レシオの右の今回、四角で囲んだところに示してございます。この5.36%という値は、ポートフォリオ策定時の5.33%及び昨年度の検証結果である5.40%から大きな変化はございません。

次の下段にグラフで表示してあります効率的フロンティアをご覧ください。少し重なっておりますけれども、グラフの三角であらわされる(5.36%、1.72%)という組み合わせは、ほとんど効率的フロンティアの上にあるというくらい、効率的フロンティアに近いところに位置しております。

また、この組み合わせに基づくシャープ・レシオは0.36で、策定時の0.36とおおむね同水準ということで、当連合会として許容できる範囲内にあると考えております。

以上、期待リターンの水準の観点、そして効率性の観点から、現行の基本ポートフォリオを維持したとしても基本運用方針の要件に照らして問題はないと考えられるところでございます。

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、詳細の説明は割愛させていただきますが、国内株式につきましては若干補足させていただきます。国内株式につきましては、平成23年度に期待リターンが6.15%であったのに対しまして、平成24年度は4.66%と、1.49%低下しております。国内株式につきましては、配当利回り、EPS成長率及びPERの変化率から構成されるわけですが、今回期待リターンがこのように低下した要因としましては、GDPデフレーターが0.82%から0.93%へ上昇したこと及びEPS成長率の算定に当たりまして、高収益が予想された平成24年度の収益率が、昨年度までは将来予測の対象に入っていたところ、今年度は時点修正の結果、それが外れたことによりまして5.48%から2.04%へと低下しております。

続きまして、資料1-2では、検証における期待リターンの推計方法について説明しております。1にございますように、今回の検証に当たっての経済前提につきましては、内閣府の見通しとEIUの見通しの数字を使用しております。ところで、先ほど内閣府の経済見通しが昨年8月末から更新されていないと申し上げましたが、それを補足するために幾つか他のデータを利用して直近の期待リターンの試算も行いました。資料にはございませんが、ご参考にごその結果を紹介いたします。

具体的には、内閣府の経済見通し以外の市場データを今年2月基準のものに更新した場合、現行基本ポートフォリオの期待リターンは1.95%、内閣府のかわりにIMFの経済見通し、これは昨年10月時点になりますが、を用いまして、かつ市場データを今年2月基準に更新した場合は1.85%、さらにOECDの経済見通し、今年1月時点になりますが、を用いましてかつ市場データを今年2月基準に更新した場合は1.69%となっておりまして、いずれも内閣府見通しを用いて作成した期待リターン1.72%と大きく変わらない状況となっております。

資料1-2にお戻りいただきまして、2ページ以下の期待リターンの推計方法につきましては、内容は昨年度と同様ということで、説明は割愛させていただきます。

次の資料1-3でございますが、こちらは委託先であるラッセル・インベストメント社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。その4ページをご覧ください。1枚に2ページ分掲載しておりますので、1枚おめくりいただいた右上でございます。内閣府の国内経済見通しにつきましては、消費税の増税による駆け込み需要やその反動減を考慮して予測値を算出しております。GDPデフレーターが2014年に大きく上昇しているのが増税の影響でございます。昨年度と同様2017年以降は2016年の予測値を横ばい措置しております。

最後に、資料の1-4をご覧いただきたいのですが、冒頭にも申し上げましたが、昨年度の検証の際の研究会でのご意見も踏まえまして、今年度は基本ポートフォリオの検証を踏まえた課題等についても調査研究を行いました。ポイントとしては2点あると思います。1つ目は、最適化の方法についてございまして、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、最適化結果を参考にしつつも、必ずしもそれに固執することなく、負債の特性や各資産の投資戦略等も考慮してアセットアロケーションを決定するという点についてでございます。2つ目は、各資産のリスクリターン効率を改善するために、リスク分散を意識した投資戦略の導入についてということでございます。

1つ目について若干補足いたしますと、最適化法の限界を考慮しつつ、それを補う形で基本ポートフォリオを決定していくものでございますが、こういった視点自体は今後一元化後の基本ポートフォリオを策定する上で参考になるのではないかと考えております。また、将来の負債につきましては、平成27年10月の一元化を境に大きく変化すると考えられますので、今後一元化後の制度設計の際には詳細な試算なども行っていく必要があると考えております。

次に、2つ目のポイントについて補足いたしますと、例えば国内株式であれば最小分散法を取り入れた投資戦略のマネージャーの採用や、債券であれば債券の発行残高加重ではないベンチマークを採用することによりまして、投資戦略の分散や資産全体のリスクを低下させようという考え方でございます。連合会としましては、今後一元化に向けて検討すべき方向性を見定めようとしているところでございまして、現行のポートフォリオについて、なかなか動きづらいところですが、どのような戦略を取り得るのか、今後も引き続き検討し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。

○若杉座長 最初に説明がありましたけれども、平成21年に財政再計算があつて、そのときに現在の基本ポートフォリオを決めたわけですが、そのとき既にいろいろな一元化の議論が始まっておりましたので、流動的だということ従来から従って決めたわけですが、その後4年経ち、ようやく一元化が目に見えてきたということでございます。その中で、平成25年度の運用について、平成21年のときに決めた基本ポートフォリオの枠組みの中でやっというわけで今やっているわけです。今の説明について、質問等がございましたら、どうぞお出しください。

○浅野委員 質問というよりコメントですけれども、まず基本ポートフォリオの検証についてです。前から申し上げていますように、基本的にはデータを1年延ばすとかして、前のものを

更新するという形で期待リターンやリスクを推計し、それに基づいて基本ポートフォリオは効率的である、あるいは非効率とはいえないという検証をされているのですが、この方法だと、結論は見えているというか、非効率という答えが出るのはよほどめっちゃめっちゃのときでない限りはないということで、余りこれをやっても意味がないのではないのでしょうか。むしろ今事務局からの報告の最後にありましたように、資料1-4で上げられているようなことをもっとやっていただいたほうがいいのではないかと思います。

特に最近ではリスクが相当変化しているというようなことが言われておりますから、そうした中で、今のポートフォリオが抱えているリスク、損失の可能性とか、そのようなものをきちんと押さえておいて、それに対してモニターをする、あるいはモニターをした後どのようなアクションをとるかということを議論しておいたほうがいいのではないかと思います。

それから、もう一つは財政再計算の目標のリターンに関してですが、今の推計の期間の財政再計算上の目標の水準は0.4%くらいですか。それに対して基本ポートフォリオは1.7%で十分だということですが、資料1-1の3ページに上げてある数字を見ると、枠で囲ってあるところは0.4%なのですが、その後この推計の期間が終わった後一遍に2.3%とか2.6%、3.0%というように上がってしまいます。このように目標水準が急に変わるというもおかしな話で、そうすると、この数字を目標にしてやっていて大丈夫なのか、本当に必要なリターンはどれくらいかを再検討する必要があるのではないかと思います。

以上です。

○若杉座長 今の数字が急にはね上がることについての説明をしていただけますか。

○酒巻企画管理課長 ご指摘の点につきまして、先ほどの説明の中でも申し上げましたとおり、この経済前提が出されたとき、既に消費税増税の議論がありましたということで、それが予定どおり実施されるとした場合の駆け込み需要ですとか、それに伴います反動で落ち込んだりとか、そのようなものを考慮して出された数字であるということでございます。

○浅野委員 今おっしゃったのは経済見通しの数字で、3ページに上がっている、今、私が引用した数字は運用目標の実質利回りということではないかと思います。今推計期間が終わって次の基本ポートフォリオを定めるときには急に目標利回りが上がることになってしまうわけです。これで今0.4%を上回ったからといって安心できる状況にはない。次の基本ポートフォリオで、来年あるいは再来年ぐらいから作業に入るでしょうけれども、一遍に2.3%、最後のころは3.0%を実質で上げるようなポートフォリオというのは可能なのかという、疑問なのですが。

○酒巻企画管理課長 ご指摘の点につきまして、将来の名目運用利回り4.1%という数字が高過ぎるのではないかという意見は出ているということを知っておりまして、その動きを受けて数字の再検討を行っているという動きがあるようでございますので、そちらの結果を踏まえてまたこちらの数字にも変化が出てくる可能性もございますので、そのようなことがありました場合はそれを踏まえて検討をしていきたいと考えております。

○若杉座長 効率的市場でいえば将来高くなることが見込まれるのであれば、今から値段が上がって平準化するはずだということになるわけですが、モデルに基づいているとなかなかそうならないわけです。

○金崎委員 まず、資料1-1の2ページの4の、結論として基本運用方針の要件に照らして問題ないと考えられることから、基本ポートフォリオを維持することとしたいということは問題ないと思います。非常に気になっているのは、理由として書かれている①です。もともと期待リターンは、上に書かれていますように想定運用期間10年として1.72%と推定しているわけです。ただ、これは毎年内閣府の経済見通しが変わると推定される期待リターンは変わりますが、いずれにしても現在わかっている情報で推定すると1.7%になる。3ページに書かれている上の表ですが、1年ごとにこのような数字が出ていますけれども、これはあくまでも10年間の期待リターンを推定する過程で出てきた数字にしか過ぎなくて、毎年毎年これが期待リターンだということをいっているわけではないですね。それを3年間の数字を上回るからそれでいいという理由は理屈になっていないと思います。もともと長期の運用を考えていて、長期のリターンを推定して、それで最適な運用を考えているのに、毎年毎年1年ごとに達成していかうという、そういう考え方でつくったポートフォリオではないと思います。ここの理由は書き改めていただきたいというのが私の意見です。もし書き改めるとするならば、前回と同じ理由ではないですか。平成27年に運用の方針が見直されるので、将来不透明なので現在のままとというような理由でいいのではないかと思います。

以上です。

○若杉座長 これについて、ほかの方ご意見ありませんか。通しでは1.72%を期待しているのですが、そのプロセスで変動するわけです。それを今予測してここに入れているわけです。だからといって毎年1.72%と比べるというのも少し違いますね。平均値で考えないで、変動するプロセスを入れて比べているのでこのようなことが起こってしまうわけです。最終的にその目標の期間で1.72%を上回るということが重要なことですね。

○金崎委員 そう思います。これから10年の間には確率的にいろいろなことが起きるわけで、

それを全部予測することはできませんが、現段階で予測できることとして10年間で1.72%という予測が立てられているのでしたらそれでいい。1年ごとというのは実際のところやはり無理です。

○若杉座長 これはそのような点でいいのではないかと思います。でも最初の点は大事で、リスクの質が少し変わってきているから、それをどうやってこれから織り込みながらやっていくかということは大事ですので、この後一元化の報告がありますけれども、そこに向けて新しくポートフォリオを作り直すことになると思います。そのときにぜひそういうことを皆さんで知恵を出し合って決めていきたいと思いますので、よろしく願いいたします。

○千田委員 ポートフォリオに関しては、今後のキャッシュフローについても意識する必要があります。特に給付増によるキャッシュアウトに対して計画的に備え、できるだけ売買コストを抑える。二元管理や一元管理など考え方はいろいろありますが、ポリシーを決めておく必要があると思います。

また、基本ポートフォリオの構築プロセスおよびその決定に留まらず、それを実行し管理するプロセス、つまりリバランスの考え方について整理しておく必要があります。これは実際のパフォーマンスに大きく影響してくるためです。以前、若杉座長とご一緒に執筆させていただいた著書『企業年金の資産運用』でリバランス効果のシミュレーションを紹介しております。事例のひとつとして、例えば、乖離幅±5%の場合、四半期ごとに基本ポートフォリオの中心ゾーンに戻すパターンと四半期ごとに乖離幅の上限または下限まで戻すパターンを比較しますと、前者が0.8%程度劣後します。つまり、6兆円の資産規模の場合1,000億円以上の差が生じることになります。前者は、例えば直近のアベノミクス効果により相場が一方向に動く際に中心ゾーンに戻してしまいますとリターンを取り損ねることも一因です。連合会では、現在、±5%程度の乖離幅を設定されておりますが、実際の運用上のルールについて今一度確認いただきたいと思います。

○若杉座長 ほかに今のご意見について、何かレスポンスありますか。

○酒巻企画管理課長 リバランスの考え方でございますが、乖離率5%上限設定をしております。必ずしもそのぎりぎりまで、中心値まで戻すという、この数字にきちんと、この枠まできちんとやるのがいいのかどうか、完全に定量的に機械的に数字だけでできるものか、それとも、そのときに市場の動向等を見て、同じ乖離率でもそのときの市場の動向でどこまで戻すかというのは、一律にいくのか、その辺は難しいところだと考えております。アカウントビリテの観点から、連合会としてのルールを説明できるようにしておくというのは非常に大切な

ことと考えていますが、そもそもリバランスというのは定量的に機械的にできるものかという
と必ずしもそうでないと考えておりますので、その辺のバランスが非常に難しいと考えており
ます。

○若杉座長 リバランスや何かについては大分前に随分議論して今のようなやり方をしていま
すが、この間もう10年ぐらい経っており、一元化に向けて新しい運用を考えなければいけない
ので、そのときにいろいろ新しい、今までは考えなかったことも考えて、リバランスのやり方
もきちんと、今、千田さんがおっしゃったようなことも反映させて検討したらいいと思います。

○板倉理事長 今のリバランスの話ですが、私も今のポートフォリオを前提として、このよう
な経済状況の中で株が上がった、したがって株のウェイトが高まるので、リバランスをしなけ
ればいけないという、画一的にやることについては若干疑問を感じております。売った分だけ
今回のアベノミクスではある意味損していることになるわけで、ずっと持っていたほうがよか
った。GPIFの理事長が全然売っていないというようにテレビのインタビューでおっしゃっ
ていました。そのようなやり方もあるのかなとは思いつつも、ここは我々としてもある程度内
部的に決めた部分に従ってやるという前提で進めてきております。といいますのは、今一方的
に上がっていますから売ったら損だということになりますけれども、いつこれが下方にいくか
わからないという、株価とはそういうものですから、そのときにルールを破って売らなかった
結果、若干得べかりし利益を得られなかったということにもなりかねないわけです。したがっ
て、この点については、私も今のような状況の中ではある程度ポートフォリオを崩すまではい
かないまでも、その範囲内の許容度みたいなものを上げていくとか、何かそのような方法で、
ある程度状況に合わせた運用ができるというような、そのようなものを今後いろいろ検討い
ただいて、平成27年以降ということになるかもわかりませんが、対応できるようにして
いけたらと思っております。よろしく願いいたします。

○若杉座長 基本ポートフォリオを中心として、それに戻すというのは頻繁に売り買いする
ということですから、基本的には余りいいことでないですね。幅を設けたのだから、幅の中にい
る限りはおおらかな気持ちでいるほうがいいと思います。けれども、そういうことも含めて、
これからよく考えていきたいのですが、一元化の動向の報告のときに少しその点について、こ
れからのことについて連合会の考えや何か伺ってきたいと思います。そういうことでよろ
しいでしょうか。

○村上委員 ポートフォリオ全般のことで、資料の1-1の3ページについては、先ほど浅野
先生からご指摘があったところですが、このような10年以上にわたるシミュレーションのとこ

ろというのは、非常に違和感があるわけです。足元に近いところについては、多少現状の水準のイメージがありますから、それを引きずってそうかなと思うところがあっても、3～4年目以降のところはずっと同じトレンドを置いているだけのところがあります。その結果が、物価上昇率も名目賃金上昇率も毎年変わらないのに運用利回りだけがどんどん上がっていかねばならないような構造になっている。このようなアプローチの方法論を議論するときに、何がどのように限界なのかということを確認にしていくことによって検討しなければならない課題が浮かび上がるということもあり、まずそのあたりをきちんとやるのが大切です。今後の課題の設定の仕方、今までのシミュレーションのやり方を見直すということもありますし、新しい流れについてどのように対応するか、例えばベンチマークについて他のものを考えるのかどうかというようなことですが、これは少し違った方法で取り組んでいかねばならない問題だと思いますので、その辺の課題設定について整理をきちんと行うというのは非常に重要ではないかと思います。

○若杉座長　そういうことも含めてこれから考えていきたいと思いますので、今言ってくださったことの記録をよろしく願います。では、よろしいですか。では、2つ目の議題に移りたいと思います。2番目は株主義決権行使状況ということで、その報告と対応についてでございます。願います。

○酒巻企画管理課長　それでは、続きまして議決権行使について、説明いたします。資料2-1をご覧ください。

こちらは、昨年の議決権の行使状況及び昨年実施いたしました運用機関ヒアリングを受けての問題認識や今後の対応等についてまとめたものでございます。

まず、1は平成23年度の議決権行使状況に関する概況でございます。1つ目の「○」は、トピックとしまして、一昨年になりますが、大きな不祥事が重なったこともありまして、日本企業のガバナンスに改めて注目が集まりました。2つ目の「○」は、会社法改正についてでございますが、2011年の12月に改正に関する中間試案がパブリックコメントに付されました。企業統治のあり方につきましては、その下の3つの「・」が主な内容となっておりますが、この中で、社外取締役の選任の義務づけにつきましては昨年8月の要綱案では見送りとなりまして、かわりに置くことが相当でない理由を記載することが盛り込まれました。また、要綱案の附帯決議としまして、取引所の規則に独立した社外取締役を一人以上確保するよう努める旨の規律を設けるということも出されております。3つ目の「○」は取引所の規定についてでございますが、昨年5月の改正により、社外役員について、その下の2つの「・」にあるような情報が

開示されるようになりました。

次に、4つ目の「○」は、今回のヒアリングで多くの運用機関から聞かれたことですが、企業は総会の議案や関連するガバナンスの諸問題に関しまして、機関投資家との対話を積極的に行うようになってきているとのこと。また、5つ目の「○」は、社外取締役を導入する企業は昨年も引き続き増加したということでございます。

最後の「○」は、運用機関の議決権の行使状況についてでございますが、昨年度の行使時においては、一部の運用機関において、その下の「・」にあるような確認を行っておらず、この研究会においても問題認識として上げさせていただきましたが、その後昨年4月の説明会で運用機関各社にこれらの点に対して対応をお願いしたこともあり、今回の議決権行使においては全ての運用機関で改善されたことが確認できました。

ページをおめくりいただきまして、2の行使状況結果でございますが、こちらは別の資料2-2になります。これは前回の研究会でも速報ということでお示したものでございますので、説明は割愛させていただきます。

なお、資料2-2につきましては、既に昨年10月に当連合会のホームページに公開しております。

続きまして、3は問題意識と今後の対応についてでございます。こちらは、今回の運用機関からのヒアリングで把握された問題認識と今後の対応についてでございます。まず1つ目は、社外役員の独立性についてでございます。問題認識として2つ上げさせていただいております。まず1つ目としましては、先ほど申し上げました上場規定の改正などを受けまして、社外役員については企業との関係性について、以前よりも多くの情報が開示されるようになってきておりますが、中には運用機関のガイドラインが追いついていないようなケースもございまして、そのような場合には適宜適切な判断が求められるといった状況にあります。

2つ目は、各運用機関におきましては、これまでもそれぞれ独立性の基準を改良してきていただいておりますが、横比較してみますと、運用機関ごとの判断基準にやや開きが見られるということでございます。

対応といたしましては、各運用機関をお願いすることになりますが、まずは開示されている情報を積極的に活用していただくことをお願いしたいと考えております。

またそれと同時にでございますが、行使結果が適切であったのかどうかも後で見直していただき、ある程度固まった時点ではそれを明文化するなど、判断基準を明確化していただきたいと思いますとも伝えていきたいと思っております。

次に、社外取締役の実効性についてです。こちらは、前回の研究会でご議論いただいたテーマでございまして、今回のヒアリングでは、運用機関各社に聞き取りを行いました。現状といたしましては、現在多くの運用機関が出席率の基準をガイドラインに設けております。また、出席率の基準をガイドラインに定めていない運用機関からも、出席率が低いことは実効性の入り口要件を満たしていないと考えられるといった意見が聞かれました。

問題認識といたしましては、ヒアリングで多くの運用機関から聞かれたことですが、社外取締役が実際に機能しているのかどうかを把握するのは極めて難しいということがございます。情報開示が十分でないことがその要因でございます。しかし、社外取締役を選任しても実際機能していなければガバナンス改善にはつながりませんので、実効性につきましては、その評価の方法など、今後も幅広く検討してまいりたいと考えております。

対応といたしましては、1つ目の「○」、当連合会の議決権行使ガイドラインに社外役員を選任の際出席率等も勘案する旨の記述を追加することを検討しております。こちらについてはまた後ほどご説明いたします。

2つ目の「○」は、運用機関へのお願いとなりますが、対話等を通じて企業側からの情報開示の改善を促してまいりたいと考えております。

最後に、社外取締役の設置義務化についてでございます。こちらも前回の研究会においてご議論いただいたテーマでございまして、ヒアリングでは運用機関各社の考え方を伺いました。現状といたしましては、今回ヒアリングを行った全ての運用機関が社外取締役はいるほうが望ましいと考えているということでした。しかし、2つ目の○でございますが、ガイドラインで設置を一律に求めている運用機関はございませんでした。

3つ目の「○」ですが、大株主が存在する、買収防衛策を導入している、業績が低迷しているといった特定の条件に当てはまる場合に、独立した社外取締役の設置を求めるというのが多くの運用機関の現状でございます。

また、4つ目の「○」にございまして、今後につきましても一律に設置を義務化する方向でガイドラインの改正を検討している運用機関は今回のヒアリングの時点ではありませんでした。その理由といたしましては、その下の4つの「・」が運用機関から挙げられた主なものでございますが、社外取締役の導入と株主価値向上との因果関係がいま一つ明瞭でないこと、経営者の理解なしに義務化しても効果が乏しいと考えられること、また、適任者を見つけられない企業を支援する仕組みづくりなども必要であるといったことが挙げられました。

問題認識といたしましては、1つ目の「○」は外国人投資家から見て日本企業のガバナンス

はよくないという話もよく聞かれます。その要因の一つには、社外取締役の選任が少ないこともあるものと思われます。しかし、2つ目の「○」でございますが、一律の設置を今すぐ求めるということには現状課題も多いと考えております。

対応といたしましては、まず1つ目の「○」は運用機関にお願いすることでございますが、企業との対話を通じて自主的な導入を促してまいりたいと考えております。

また、2つ目の「○」でございますが、上場規定や会社法の改正が今後予定されておりますので、そちらの内容や企業の対応状況を見ながら、当連合会のガイドラインの改正の必要性などについて、適宜検討してまいりたいと考えております。

4ページにまいりまして、4その他となっておりますが、こちらは前回の研究会においてご議論いただきました議決権行使が株主価値向上にどれほど結びついているのだろうかということと、議決権行使以外に株主価値向上につながる方法はないのだろうかという、2点について今回のヒアリングで運用機関から聞き取りを行いましたので、そのご報告でございます。

まず、1つ目の議決権行使の効果についてでございますが、1つ目の「○」にありますとおり、議決権行使と株主価値向上との結びつきの程度を定量的に示すのは難しいとの回答が多くの運用機関から聞かれました。しかし、2つ目の「○」ですが、運用機関は、企業側の議決権行使に対する関心の高さを肌身に感じておりまして、その傾向は決議結果が開示されるようになってから一層高まってきているとのことでございます。

3つ目の「○」は、ガイドラインの業績基準であったり、反社会的行為を犯した企業への対応であったり、それは議決権の賛否であったり、企業との直接のミーティングにおける対話であったりするわけですが、そのような投資家側の姿勢というものが企業の経営陣にとっては一定のプレッシャーになっているのではないかとということでございます。

また、4つ目の「○」でございますが、その下の「・」に列挙しておりますのは、議決権の行使やガバナンスに関する企業との対話を通して株主の要望が伝わり、企業の行動が投資家にとってよい方向に変わってきたものの、運用機関から聞かれた事例でございます。これらは株主価値の向上につながっているものと考えられるということでございます。

次に、議決権行使以外の方策についてでございますが、こちらは3点記載しております。まず1つ目の「○」は、多くの運用機関が対話の重要性を認識し、実際に行っております。企業の考え方を理解した上で、株主としての期待を適切に伝えていくことが株主価値の向上につながると考えているといった意見が聞かれました。

その下の2つの「○」は、投資資金量の変化をもって企業の業績やガバナンス面の改善努力

を促そうというものでございます。

2つ目の「○」は、上場の基準や株式指数の採用基準にガバナンス面や業績面で一定のハードルを設けられること、こちらは東証一部やTOPIXよりも厳しい基準をイメージしております。

また、3つ目の「○」ですが、例えば最近女性活躍推進にすぐれた上場企業17社などしこ銘柄なるものが公表されましたが、そのようなガバナンス面などを評価して銘柄選択を行うESG投資のようなファンドの存在感が高まってくること。こういった動きが盛んになってくれば、企業にとっては業績やガバナンスを向上させるインセンティブとなるのではないかということでございます。

5ページ目にまいりまして、5は当連合会の議決権行使ガイドラインの改正案についてでございます。研究会における議論や今回のヒアリングにおける運用機関からの聞き取り等を踏まえまして、今回2つの改正を検討しております。まず(1)は社外役員の選任において実効性を判断する基準を追加しようというものでございます。改正の内容といたしましては、社外取締役候補者に対し、実効性確保の観点から取締役会への出席率等を勘案するという記述を追加しようというものでございます。あわせて、これを社外監査役にも適用いたします。社外監査役につきましては、取締役会及び監査役会への出席率等となります。

この考え方といたしましては、1つ目の「○」にございますとおり、株主価値向上のためには選任された社外取締役が実際に機能することが必要であり、社外取締役の導入が進むと見られる今後、実効性の重要度が高まっていくものと考えております。しかし、2つ目の「○」にございますとおり、現在の開示情報から実効性を把握するのは難しいのが現状でございます。

その中で、出席率については入手可能性が高いこと、また実効性を測る指標として十分であるとはいえないものの、最低限のところを判断する指標としては適当であろうということから、今回のような記述とさせていただいたところでございます。

なお、出席率以外にどのような基準が考えられるかについては、今後も検討してまいりたいと考えております。

次に、(2)は役員報酬等に関する文言の修正です。こちらは前回の研究会でご指摘いただいたものでございまして、ガイドラインの役員報酬のところ、現在は役員報酬がインセンティブとして十分な水準かとなっておりますところを、インセンティブとして適切な仕組みかという表現に改めようというものです。具体的な箇所をご覧ください。資料2-4でございます。こちらの

5 ページ、4 役員報酬等の上から 2 行目でございます。考え方といたしましては、重要なのは報酬の水準ではなく、適切なインセンティブとなるような報酬制度になっているかどうか、そのようなものがきちんと設計されているかどうかであるということがよりわかりやすい表現に改めるものでございます。

議決権行使についてのご報告は以上でございます。

○若杉座長 ただいまの説明、1 つは議決権行使状況についての、表ではなくて文章での説明でした。もう一つは具体的に地共連の株主議決権行使ガイドラインを少し改正したいということで、その改正案が出ております。ご意見等よろしくお願いたします。

○高山委員 ご説明どうもありがとうございました。現在の状況を踏まえまして、今ご説明のあった中で、社外取締役の実効性と社外取締役の設置義務化についてコメントを述べさせていただきます。

まず、現在の状況ですけれども、年初から今にかけて非常に多くの海外の機関投資家が日本企業を訪問しております。彼らと話しておりますと、日本企業、日本株に対する見方がかなり変わってきたということを肌で感じます。1 つは、現在株式市場が上昇しているという事実、それからアベノミクスに対する期待等も踏まえまして、ここ 20 年ぐらい続いていた日本株に対する非常にペシミスティックな見方から、まだまだ慎重ながらも、変化の兆しが見られている。日本株を持たないことに対するリスクの高まりが急速に高まっている、そのような印象を強く持ちます。

それから、もう一方で、日本企業のガバナンス改革に対する期待が以前より少し高まっているという感じも持ちました。シンボリックなニュースでは、トヨタが社外取締役を導入することがありました。今までガバナンス改革、社外取締役に対してやや否定的な見方をしていた日本を代表するようなリーディングカンパニーが大きな改革を行ったわけです。これは日本のメディアではそれほど大きく取り上げられませんでした。同日のファイナンシャルタイムズでは非常に大きな記事になりましたし、その日のうちに各国の、アメリカ、欧州、イギリスの主要な機関投資家の間にそのニュースがあつという間にめぐりました。皆さん非常にポジティブな見方をしています。

そういう事情から、日本企業のガバナンスはこれから改革されるのではないかと。今までは社外取締役を入れる、入れないという形式の話が中心になってきましたけれども、もうトヨタも入れることになるし、東証上場企業においても過半数以上は社外取締役を入れているという状況になると、では、これからどうやって実効性を見ていくのかということになり、実効性にも

かなり関心が移っている、そのような印象を持っております。

これが現状でございます、それを踏まえましてコメントさせていただきますと、まず社外取締役の実効性について、連合会から各運用機関にヒアリングしたところ、運用機関もいろいろ苦労されているとのこと。どうやって実効性を測ったらいいのか、試行錯誤をされている様子がよくわかりました。ただ、これは日本だけの問題ではなくて、例えばもう既に数十年前から社外取締役が義務化されていて当たり前になっているアメリカやイギリスの機関投資家あるいは企業と話していても、ガバナンスの実効性をどう示すかというのは非常に難しい問題であって、彼らも一部手探りのような状況のところは確かにあります。ただ、そのような問題意識を持って、常に繰り返し企業と投資家の間で対話をする中で、実効性を表現する方法も各企業なりに提示できるようになっていますし、投資家もそれを見つける方法を編み出しているという状況にあります。

ですので、日本の現状に戻りまして、確かに今実効性を見るのは非常に難しいというのは事実ですけども、対話を繰り返していくことによって、皆さんがそういう意識を持つことによって、実効性をどう表現したらいいかというテーマについて、企業も工夫をしますし、投資家もそれを読み取るような能力が高まっていくものと思っております。

ということで、連合会としても、これからも運用機関に対して、このような実効性について詳細に分析し、検討し、企業に働きかけるように伝えていく姿勢を続けていただければと思います。これは何度も申し上げましたが、企業の方は言えばわかるけれども、言ってくれなければわからない、というところがありますので、重要なことは、運用機関から言っていただくことが一番重要だと思います。

それから、次は社外取締役の設置義務化についてでございます。現在の時点では、上場規則でも、法律でも、設置義務化は要請されていない。それを踏まえまして、連合会として義務化しなさいと一気に要請するというのは、そういうガイドラインを設けるというのは、なかなか難しいところではあるとは思いますが。ただ、先ほどの現状の説明で申し上げましたように、東証の上場企業でも過半数が社外取締役を導入していますし、これからもさらに増えるような機運であり、結果として主要な大手の企業もかなり入れています。そのように機運は高まっていることを鑑みますと、義務化が上場規則等で設置されるまで連合会としては何もしないでずっと待っており、義務化の時点で変えるというよりは、何か途中の措置をとれないものかと思っております。例えば、コーポレートガバナンスガイドラインの文言をもう少し強めたものにするというような方策が、とれないものかと思っております。

ガバナンスのガイドラインでは、社外取締役に関しては、社外取締役が確保されていることが望ましいというように書いてありますが、義務化するべきだとはまでは言わないまでも、そこをもう少し強目の、より社外取締役の推進を図るような文言に変えてはいかがかというように思っております。

以上でございます。

○若杉座長 ほかにご意見ありますか。

○浅野委員 議決権行使を初めとするコーポレートガバナンスに関しては、前々からそれが果たしてどのような効果をもたらしているのかということを実証するというか、それが必要ではないかという意見がこの場でも出ていたわけですが、今回の答えは、定量的に示すことは難しいというだけで、これは少し寂しい。定量的に示すのは難しいとしても、何かほかに方法はあるのではないかと。それを模索してほしいと思います。

例えば、オリンパスとか、不祥事があった企業が幾つかありますが、そのとき、では取締役はどう機能したのか。特にオリンパスなどでは社外取締役がいたはずで、出席率もそんなに悪くなかったのではないかと思います、どう機能したのか。そのようなケーススタディを幾つか集めれば何が必要なのかということはわかってくるのではないかと思います。

その場合、私は社外取締役、特に独立取締役に関して、企業価値の向上まで求めるのは無理ではないかと考えます。企業価値を向上させようとする、それは相当な業界や企業についての知識や情報が必要で、それは経営者の仕事です。そうすると、社外取締役に何を求めるか。不祥事が起こるのをチェックするだけなのか、あるいはそれにさらにプラスアルファとしてはどこまで求められるのかということ議論しないと、ただ漠然と企業価値向上、実効性といっても、これは無理な話ではないかと思います。

今や、もう社外取締役はほとんどの企業に入っています。社外取締役はいないとしても、少なくとも社外監査役はいるわけです。その人たちがどう機能するか。もっと具体的な目標を詰めて、こういう点から社外取締役を評価してください、そういう目的に合った人を選んでくださいというようにしていく必要があるのではないかと思います。

○若杉座長 高山委員も浅野委員も実効のあるコーポレートガバナンスということをおっしゃっていると思いますが、私から少し事情を説明しますと、アメリカやイギリスは、ガバナンスについて取引所がガイドラインを出しています。会社法は余り民間のことだから法律では決められないということになっているわけですが、ということで、取引所が積極的にガバナンスガイドラインを決める。特にアメリカの場合には2002年とか、エンロンの後大きく改正して、そ

れまでは監査委員会しかなかったのですが、その後指名委員会、指名アンド・コーポレート・ガバナンス委員会といいます、それから報酬委員会、その3つについて、詳しく何をすべきかということを書いています。これは取引所のガイドラインですから、義務ではないわけで、例のコンプライ・オア・エクスプレインということで、あとはマーケットに評価を任せようという、そのようなやり方ですが、そこでニューヨークの特徴は、1つは取締役の半数以上は独立取締役でなければいけないということを書いてあります。そして、3つの委員会は独立取締役のみで構成するということを書いてあります。それから、それが独立取締役に關することですが、もちろん独立取締役の要件については詳しく条件が出ています。

それで、3つの委員会の仕事ですけれども、まず指名アンド・コーポレート・ガバナンス委員会の仕事は何かというと、これは日本の指名委員会と同じですが、取締役の候補者の決定です。ですから、株主総会に出す取締役候補者を決めるということ、そして、その取締役会がCEOを決定する、選解任する、それが非常に強い力を持っているところは日本と違うところですが、それと同時に、コーポレートガバナンスガイドラインをその指名委員会が作りなさいといいます。そこが日本と全然違うところです。

2番目に報酬委員会ですけれども、明確にしているのは、インセンティブ報酬にしろということ、今浅野委員が社外取締役に企業価値向上を求めるのは無理だとおっしゃっていましたが、当然経営者が企業価値向上に向けて頑張ってくれなければいけないわけで、経営者が企業価値向上に向けて頑張るようにきちんとやりなさいというのが報酬委員会の仕事です。ですから、明確に業績連動報酬で、インセンティブとして有効なものを入れなさいということが書いてあります。

日本の会社法で委員会設置会社に対し、報酬委員会については個別の報酬を決めろと言っているだけで、何にもインセンティブと言ってはいません。そこが内容が空っぽなところです。幾ら社外取締役を入れても実効性が沸かないというのはそのことであると思います。

それから、監査委員会の仕事は何かというと、日本では主に財務諸表の監査ということになっていますが、ニューヨークの取引所でいっているのは、社内の監査は内部監査のことです。外は会計監査で、監査法人の監査になるわけです。外部監査ですが、当然外部監査人の独立性、エンロンのときに監査人が独立性を失っていましたから、そういうこともあって、監査人の独立性を監査委員会がチェックするということと、あとアメリカでは内部監査というのは非常に強い力を持っている企業が多いですが、その内部監査人の独立性をチェックしなさいということ、内部監査部門というのは経営の一環ですから、経営者の部下です。内部監査人は経営

者の部下だけれども、ちゃんと経営者に対しても独立でなければいけない。それをチェックして、ちゃんとなっているかどうかを経営者に報告しなさいという、そういうことです。これも日本の委員会設置会社での監査委員会の規定には全然ないことです。そういうことで、日本は委員会設置会社自体が普及していませんが、それを決めても何も中身がない決め方です。ですから、全然実効性が沸かないということなのです。

そういうことがあって、私も高山委員と浅野委員の意見に賛成ですが、やはり地共連がもう少ししっかりしたガバナンスガイドラインを作っていただきたいというのは私の強い望みです。今具体的に二、三点改正案が出ていますが、それはそれとして、少しきちんとしたガイドラインを作っていただきたいと思います。外国人投資家が来て日本はどうなっているかと聞かれたときに、地共連のガイドラインを見ろ、こんな立派なのがあるぞと言えるようにしたいというのが私の希望です。ぜひ委員の皆さんに、そういうことで、地共連に頑張ってもらいたいということをここで決めていただけたからうれしいなということなのです。

やはりガバナンスというのは、経営者にとってはやってほしくないことです。なぜかといえばちゃんと業績を上げろということですから、そんなうるさいことを言われたくないわけで、経営者に任せておいたらだめなので、やはり投資家、株主が頑張らなければいけない。それも地共連だけ頑張ってもだめです。GPIFを巻き込むのは非常に難しい、大変ですけれども、ほかの投資家と力を合わせて議決権行使がちゃんと実効力があるような、そういう体制を築くということ、ぜひ。ガバナンスについて今までいろいろ議論してきましたけれども、実はブレイクスルーというのはほとんどないのです。ですから、ぜひその点、地共連がリーダーになっていただければというのが私の強い希望で、提案です。

○高山委員 私も賛成でございます。先ほど海外の投資家からのコメントで1点申し忘れたことがございました。日本企業に対してはポジティブな見方に移りつつありますが、一方で、海外の投資家の間で非常に大きな疑問として沸き上がっているのが、日本の機関投資家はどうして静かなのだろう、ガバナンス改革に関して余り意見も述べないのは何故なのだろう、ということ。例えば、以前申し上げたかもしれませんが、会社法改正に当たってパブリックオピニオンを求められたときに、改正案を日本語で出して日本語で返事をしなさいという困難な状況にも関わらず、海外の機関投資家は30社もきちんと日本語でコメントを出しました。このように改正してほしいという意見を出しました。一方で日本の機関投資家は1社しか出していない。会社法改正以外のことについても、日本の投資家はガバナンスに関しては非常に静かです。海外の主要な年金基金や運用機関は、ガバナンスを改善させるよう企業に働きかける、あるいは

は政府に働きかけるというのは、投資家にとって非常に重要な義務の一つだと考えておりますので、その観点からすると、日本の投資家は非常に静かで、それが非常に疑問であるという声は、海外から多く聞いております。

それから、ガバナンス改革の際に投資家のリーダーとなる投資家ですけれども、欧米でもやはり公的年金がガバナンス改革のリーダーになっています。というのは、まず資金量が圧倒的に多いというのがありますし、それから企業からの直接的なプレッシャーから免れている、ということもあります。独立した立場で、ガバナンスに関して意見をいろいろ述べる事ができるポジションにあります。そして、並み居る機関投資家の中でも、公的年金基金に対する尊敬というのは非常に高く、海外の機関投資家の大会や協会に行ってもそれを感じます。このような言い方はふさわしいかどうかわかりませんが、機関投資家の中でも一種ヒエラルキーのようなものを感じることがあり、頂点にいるのが公的年金基金のような印象を受けます。彼らは非常に影響力がある。社会のために適切な行動をとり、いろいろな影響を与える、そういう立派な存在だという考えが、みんなの間に浸透しています。

ということで、それを考えますと、日本で誰がそのような立場にあるかということ、当然こちらの連合会がかなり筆頭に上がってくるのではないかと思います。いろいろご事情はあるとは思いますが、運用リターンの観点からも、ガバナンスに関して今若杉先生がおっしゃったように、プロアクティブにお考えになられてもよろしいのではないかと思います。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

○村上委員 前回いろいろガバナンスについて申し上げたことにつきまして、ヒアリングをしていただき、ありがとうございました。

何回か申し上げていることですが、この10年ぐらいで企業が投資家を意識するようになったというレベルまでは進んだとは思いますが、そこから先の本当に株主価値向上に結びつくような、企業の収益性向上みたいなものが見えてきたかといったら、そのところは極めてまだもやもやとしているところがあるということです。現在、投資家としての年金基金の存在は意識されているとしても、そこから先の本当に実効性がある議決権行使やガバナンスの方法というのはどのようなことなのだろうか、そのところをもっと追求したいということを私も考えておりましたところでございます。

例えば、今回の研究会で改正案として提出されているところはともかくとしまして、それはそれで進めていくということでよいのですが、ただ、全体的なバランスをみても、例えば社外取締役がどのように働いて機能しているかをチェックするという前に、社外取締役がいる企業

もない企業もとりあえずはOKでそのところは義務化で求めているということについて、果たして全体のバランスがとれているのかどうかということはよく考えなければならない点ではあると思います。しかしながら、そのような議論よりも、むしろ年金運用が期待するようなスペックを持った企業というのはどのようなものなのかという、そちらの方からのアプローチもあるのではないかと思います。年金の投資対象として条件を備えている企業群のユニバースというのを考えてみると、どのようになるのだろうかというようなことです。これはややもするとアクティブ運用とか、ベンチマークの議論にもなってしまうかもしれませんが、そのような観点から考えていくという方法もこの問題についてはあるのではないのでしょうか。収益性の問題とか、ガバナンスないしはチェック体制の問題とか、まだ欧米の平均的な企業に比べると劣っている部分が多いと思います。そのようなことから、いろいろなアプローチの方法を考えていったらよいのではないかと思います。

○若杉座長 ほか。

○千田委員 公的年金としてガバナンスを強化していくことについては賛成です。この分野は私的年金では立場上難しい部分があり、公的年金の役割であると思います。

米国公的年金のC a l P E R S等のリサーチを行い参考にされるのもひとつの方法です。公的年金同志のネットワークづくりも今後の検討の上で役立つのではないのでしょうか。

○板倉理事長 ガバナンスといいますか、これに関しまして、大変期待が大きいということがよく理解できました。我々どこまでどうできるかというのは、これまで一步一步積み重ねてここまできているということだと思いますので、皆様方のご意見もよく伺いながら、よりいいものにしていく。実効が少しでも上がるように。それが結果的にこの日本の経済を引き上げるということにもつながるのかなと、今お話を伺っていて責任が重過ぎるかと思えますけれども、その一端を果たせるように努力していきたいと思えます。

○若杉座長 そんなに難しいことではなくて、アメリカではごく当たり前のことになっているので、あとはちょっとした知恵と勇気さえあればできることなので、ぜひ。いずれにしろガイドラインをもう少し検討するというのを積極的に考えていただけないのでしょうか。ガイドライン自体が正直行って私から見ると余り中身がないので、それを詰めるということが重要ではないかということで、検討を開始していただきたいと思えます。よろしいでしょうか。

○高山委員 先ほど調査としてC a l P E R SやC a l S T R Sを研究されたいいのではないかと思いますのでしたけれども、そちらのガバナンスの担当者のことはよく存じておりますので、委員として何かお役に立つことがあればいつでもおっしゃってください。

○若杉座長 では、資料の2-1にあるガイドラインの改正案2点、それはよろしいですね。この委員会として了承したということでもよろしいでしょうか。では、そういうことで進めてください。その先のことはまたよろしくお願いいたします。

では、時間が押していますけれども、3番目の議題に入りたいと思います。被用者年金一元化の動向についてということで、これは報告ということになります。よろしくお願いいたします。

○酒巻企画管理課長 では、本日最後の議題としまして、被用者年金一元化の動向について、簡潔にご報告いたします。資料の3-1をご覧ください。

前回の研究会では、昨年8月に厚生年金と共済年金の一元化についての法律が成立しましたので、その概要についてご報告しました。今回は、公務員特有の年金払い退職給付、いわゆる新3階部分及び現行の上乗せである職域加算部分の経過措置について定めた法律についてでございます。

まず成立までの経過につきましては、こちらに記載したとおりでございます。今回の法律は、一元化法の中でその制定を予定されておりました。次の趣旨のところに記載がございますが、資料3-2をご覧ください。横長のものでございます。1ページの上半分に枠組みで条文が引用してありますが、前回一元化法の中のこのような規定を踏まえて新旧3階部分の法律が制定されました。

次に、法律の概要についてですが、また資料の3-1にお戻りいただきまして、上から丸3つは年金の支払い方について、期限の有無やその期限の長さなどについて説明しております。

4つ目の「○」ですが、財政運営は現在の賦課方式と異なりまして積み立て方式であること。組合員がそれぞれ架空の口座を保有してその中に積み立てていく。そのお金が各共済によって運用され、そこから給付がなされる。その給付債務と積立金の乖離を抑制するためキャッシュバランス方式を採用するというのが特徴です。あとの「○」は、退職年金以外に障害、遺族年金もあること、信用失墜行為をした場合の支給制限措置の導入、最後の「○」は、施行日まで掛金を掛けてきた現役の組合員には経過措置として、いわゆる旧3階部分として継続するということでございます。

法律の施行日は一元化と同じ平成27年10月からとなっております。

次に、資料3-2についてご説明します。1ページ目の下半分の棒グラフにつきまして、左の2本は人事院調査によれば民間企業と公務員の退職金プラス年金で約400万円の差があるとのことでした。そこで、その分退職金を減額して同じ水準にするということござい

ます。

右のグラフにございますとおり、一元化後に退職した人は現行の職域部分、上の白い部分を支給される。一元化によりまして新3階が導入されますと、職域部分は旧3階として、経過措置として併存が右から2つ目のグラフです。一番右のグラフは、一元化後に公務員となった人のみで構成される約50年後には新3階に完全にとって代わられるというイメージでございます。

2ページ以降は法律の中で積立金の管理運用に関する部分を抜粋しております。まず新3階です。積立金は、1つ目の「○」にございますとおり地共連及び各組合でそれぞれ保有して運用するという点は1・2階部分と同じです。ただ、大臣による基本指針や管理運用主体共同のモデルポートフォリオというのは存在せず、1の地共連が定める管理運用の方針が最も上位に位置します。②の基本方針や③の運用報告書は1・2階と同じです。

次の3ページでは、④で地共連には各組合に対して改善措置要求をする権限、大臣にはより強い命令となっております。

⑤ですが、1・2階と同じく地共連は地共済全体の積立金の管理運用状況に関する業務概況書を作成します。

⑥は、違反や虚偽公表等に対して過料を科すという規定が置かれるということです。

次の4ページには、今2ページ、3ページでお話しした内容をイメージであらわしております。

5ページ目は旧3階についてでございます。積立金の呼び方は新3階とは異なりますが、管理運用の仕組みは新3階を準用するというので、同じ構造となっております。

最後6ページ目は、一元化前後での積立金の関係のイメージでございます。左側、一元化前の現在は階の区別がなく一体のものとなっております。これが一元化後は、下半分の1・2階部分として厚生年金に統合される部分、そして上半分は、施行直後は旧3階が全てを占めておりますが、時間の経過とともにだんだん新3階が積み立てられて、両者の割合が逆転して、2060年ごろには新3階にとって代わられるというのがイメージとして表されております。

ご報告については以上でございます。

○若杉座長　そういうことで、公的年金の部分はそのまま残るわけですが、改めて3階部分が既存の加入者の分と新しく入る人の分で2つあるわけで、資金が全部で3つになるのですね。ですから、それをどのように運用するか、そういうことの大きな問題があるわけで、先ほど来、今後のあり方について皆さんご意見出ましたけれども、新しい運用体制をどこで検討するかはまだ決まっていないわけですね。どのような委員会でやるかとか、そういうことは、ここでや

ることになりそうですか。

○酒巻企画管理課長 具体の検討の方法につきましては、とりあえず各組合の運用担当者からなる連絡会議というものを設置しまして、事務方で適宜既に情報の共有などを目的に意見交換などは始めているところでございます。それとは別に、政府のほうでも省庁間の検討を既に着手しているというようなことは伺っておりますので、それらの進行状況を見ながら、地共済内部でも検討を進めてまいりたい。事務方で検討のほかにも、必要に応じて有識者の方々にもご意見などをいただくというようなことは今後ある場合、その枠組みについてはまだ検討しておりませんが、今後そういった場面も出てくると考えております。

○若杉座長 何か補足ございますか。

○板倉理事長 特にございません。いずれにしても、この研究会でまたいろいろご議論いただくことになると思います、よろしくをお願いします。

○浅野委員 この新しい運用というのは3つの部分に分かれるわけですね。この3つの部分をどのように運用するか。特に地共済グループの場合には地共連と傘下の組合があるわけですが、今のこの説明だけだと地共連も傘下の組合も3つの部分を運用するようになっていくようにとれなくもない。これは今後の検討課題なのかも知れませんが、ただ、この3つの部分というのは全然性質が違って、それぞれ細切れで3つの部分を運用するというのは非常に非効率である。特に旧3階、新3階部分というのは規模的にも小さいし、そういうのをばらばらで運用するというのは大変です。

それから、旧3階、新3階部分というのは、果たしてリスクをとって思うようにいかなかった場合、だれがその負担をするのかという問題が残されています。それを考えると、どの程度リスクをとれるのか。その前にリスクをとらない運用は何かというのもそれぞれ違うわけですから、そこも考えないといけないし、これまでよりも数段難しくなってきます。それが今までのようなやり方、特に地共連でも全国市町村職員共済組合連合会でも運用して、他の組合でも運用するというやり方でいけるのかどうか。このあたりは早急にかつ慎重に検討する必要があるのではないかと思います。

○若杉座長 その辺はどうなのですか。地共連が基本的な運用方針を決めるということですけども、そこまでカバーしているのかどうか。

○板倉理事長 これは運用の体制が決まったときにそのようにするということでありまして、我々とそれぞれの共済組合が談合して、ではこれはこうしよう、ああしよう勝手に決められることでもございません。私どももいろいろ問題意識は持っておりますので、政府とも相談し

ながらということになるのですが、どのような形でやっていくのかというのは、早急に決めていかないと体制もできませんし、その点は非常に大きな問題意識を持っております。そういうご意見も踏まえて。

○浅野委員　そこで一言申し添えたいのですが、この公的年金の改革や、その後の運用等は厚労省が中心になって、運用はGPIFが中心になってやっていくことになりそうです。ところが、GPIFは1・2階部分だけです。旧3階も新3階もないわけですが、この一方、その影響を一番受けるのは地共済グループです。かなり地共連が主体的に決めていくというぐらいの姿勢でやっていただかないと、これは実際やる段になってとんでもない制度になってしまうということに陥りかねないと懸念しております。

○若杉座長　そういうことで、ぜひいろいろな問題、今日も出ましたけれども、そういうことを考慮の上、また地共連だけで決められないことはまだまだたくさんあると思いますので、制度が固まってくる過程でご報告いただいて、必要があれば我々にも意見を出させていただければと思います。

○千田委員　新3階や旧3階について、リスク許容度を検討する際に、今後10年、20年のキャッシュフロー予測を考慮していただきたい。また、業務概況書の公開については、本研究会を十分に活用され、議論を重ねていくのも良いと考えます。

○若杉座長　ほかによろしいですか。

では、どうもありがとうございました。予定されていた議事が3つ終わりました。

以上をもちまして第5回資金運用基本問題研究会を終了いたします。どうもありがとうございました。

午前11時31分 閉会