

第8回
資金運用基本問題研究会

平成26年10月30日（木）

地方公務員共済組合連合会

午前9時29分 開会

○酒巻企画管理課長 皆様、おはようございます。定刻となりました。ただいまから第8回の資金運用基本問題研究会を開会させていただきます。

本日は、金崎委員はご欠席との連絡をいただいております。

それでは、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。まず次第、次に座席表、前回第7回の研究会の議事録案、その後が議事資料で、1-1、1-2、2、資料2別紙、そして、資料3と資料3補足資料となっております。

続きまして、第7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、皆様にお配りしております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とされておりますため、本日も出席の委員各位のご了承のうえ、確定となります。

本議事録については、こ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7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ため、ご承願いたします。

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。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。本日は議事がいろいろありますため、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。

本日の研究会の議事は、ポートフォリオの管理について、スチュワードシップ活動の状況等について、長期給付積立金における新規プロダクトの公募状況についての3本となっております。第1番目の議事としましてポートフォリオの管理についてですが、初めに事務局より説明をお願いしたいと思います。酒巻課長よろしくお願いいたします。

○酒巻企画管理課長 それでは、私からお手元の資料1-1のポートフォリオの管理について、をご覧ください。

まず、1の昨年12月以降の地共連ポートフォリオの状況でございますが、昨年12月25日に委員の皆様にお集まりいただきまして、資金運用基本問題研究会を開催いたしました。その研究会におきまして、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、一律プラスマイナス5%に設定していた許容乖離幅を国内債券のみプラスマイナス10%に変更することにつきご了承いただきまして、総務大臣の承認を得て許容乖離幅の変更を行っております。その後、変更後の許容乖

離幅の中で市場動向を注視し、各月末において各資産の構成比が許容乖離幅の範囲内にあることを確認しています。

少し補足いたしますと、地共連のポートフォリオの時価ベースの残高は、平成23年度末で約15.9兆円、24年度末で17.5兆円、昨年度末で18.9兆円と順調に残高を拡大しており、足元約19兆円強という残高でございます。足元の構成比ですが、各資産とも許容乖離幅の中でございますが、株高円安の進行に伴いまして、国内株式、外国債券、外国株式が基本ポートフォリオ比で上方に乖離しており、これらの上方乖離の受け皿としまして、国内債券が下方乖離している状況でございます。この関係は昨年12月の許容乖離幅変更時と変更ございません。一番大きく上方乖離している国内株式で乖離がプラス4%ほど、下方乖離の国内債券で乖離がマイナス8%ほどという状況でございます。

さて、地共連ポートフォリオを取り巻く環境とポートフォリオ運営について、でございますが、2の地共連ポートフォリオの運営について、をご覧ください。

今年は5年ごとの財政検証と財政再計算が実施され、その結果、将来にわたって収支の均衡が図れるよう保険料率の変更が行われております。基本ポートフォリオに関しましては、平成27年10月に被用者年金一元化を控えまして、今後GPIF、KKR、私学共済と共同でモデルポートフォリオを作成すると共に、そのモデルポートフォリオを参酌し、地共済グループ全体及び地共連の基本ポートフォリオの策定作業に入る予定でございます。

このような環境のもと、今後の市場動向によりましては、月末時点の各資産の構成比が許容乖離幅を超えるおそれもございますが、次期基本ポートフォリオの策定スケジュールを踏まえまして、その作業状況や内容に留意しつつ適切に対応してまいりたいと考えております。

それでは、続きまして、右上に資料1-2と記載されているリスク管理体制の強化について、をご覧ください。

当連合会では、リスク管理体制の強化に取り組んでおります。資料の1ページ目は資金運用部の組織図です。上段の図は今年3月までの組織図でありまして、下段が今年7月からのものとなっております。従来の投資専門員を総括投資専門員とした上で、4月及び7月に新たに2名の管理職級の職員を採用しまして、総括投資専門員（リスク管理担当）と投資専門員として配置しております。この2名に加え、企画管理課員2名を総括投資専門員（リスク管理担当）付との兼務として、リスク管理担当を合計で4名としまして、7月にスタートしました。

資料を1枚おめくりください。

2ページ目に記載されている事項は、3月12日に厚生労働大臣の諮問機関である社会保障審

議会の年金部会においてまとめられた年金財政における経済前提と積立金運用のあり方についての中で言及されたリスク管理等に関する事項を抜粋したものです。二重線をした箇所がリスク管理に関する事項となっており、また、波線を付した箇所はフォワードルッキングという言葉が用いられている箇所です。これらの事項はG P I Fのみではなく、当連合会に対しても求められた事項であり、早急に対応を進めることが必要であると考えております。

資料の3ページ目では、これら年金部会から求められた事項を踏まえた当連合会におけるリスク管理に関する取組みをまとめてございます。リスク管理担当の役割と取り組みとしておりますが、大きく3つの事項に取り組んでおります。

1点目は、リスク管理の高度化です。ポートフォリオの下振れリスクの管理や従来よりも踏み込んだリスクシナリオによるシミュレーションの実施について検討しております。

2点目は、T A Aに関する検討です。T A Aとは戦術的に資産配分を適切な配分へと見直すことを指しますが、資料2ページ目の見出し3、基本ポートフォリオの設定期間等についてある機動的な運用に対応するものです。資産配分は、運用実績に大きな影響を与えることから慎重な対応が必要と考えており、そのためのリスク管理について検討を進めております。

3点目は、新たな投資対象に関する検討です。オルタナティブ投資とも言われておりますが、国内外の公的年金の取り組み状況を調査するとともに、新たな取り組みによりリスクが増大することや予期せぬリスクが生じることを避けるため、慎重なスタンスで研究を進めております。

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。以上の説明についてご質問とかご意見とかございますか。いかがですか。

私も何年前までG P I Fの委員会に関わっていましたため、少しだけ感想を述べたいと思います。ここでフォワードルッキングと言っているのですが、そんなの当たり前で、もともと投資というのはフォワードルッキングなわけですから、今さら何を言うのかという感じが一つあるわけですが、もしかしたら深い政治的な意味があるのかも知れません。

それから、T A Aということですが、これは基本的にはタイミング戦略ということになるわけですから、その時々に応じて適切に、つまり柔軟に運用出来るということですが、最初にG P I Fが自主運用を始めたときには政治的な影響を避けるということを最重要に考えました。そのためには基本ポートフォリオを決めて、基本的には一定期間は資産構成を変えないということです。ただし、そのようにすることは確かに、タイミングを失うとかでオポチュニティロス招く可能性があるわけですから、そういうロスと政治的な介入によって失われる利益

とどちらが大きいかということを見ると、後者の方が大きい。愚直ということになりますけれども、基本ポートフォリオを決めてやっていこうということになったわけですね。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 ご説明ありがとうございました。今、若杉座長が触れられたTAAに関してですが、相対的に割安と判断される資産ウェイトを高め、割高な資産のウェイトを低めることで運用成果の向上を図るという投資手法の考え方そのものは良いと思いますが、実際には後追いになりがちなマネジャーが少なからずいらして、成功することの難しさを感じております。マネジャー選択の際には、その点も踏まえて慎重に精査されることをお薦めいたします。

以上です。

○若杉座長 村上委員、どうぞ。

○村上委員 今、座長と千田委員がおっしゃったことと同じような話になるかと思いますが、去年の例の有識者会議の報告書におけるフォワードルッキングという意味には、マーケットをよく見ながら運用を行うというようなニュアンスがかなりトーンとして反映されていたように思うのです。あの会議も一連のいわば経済成長戦略の中で生まれてきた有識者会議ということでしたが、社会保障審議会の年金部会の報告書は、比較的そのところを冷静に捉えていて、フォワードルッキングに対する表現としても「決して投機的なものであってはならず確度の高いものであるべき」としています。この表現というのは非常に重要な表現ではないかと思っています。

それから、TAAとは別のところで、新たな投資対象ということではいろいろ国内外の諸年金の取組み状況や投資対象となり得る資産についての調査というのを現在進めていらっしゃるということなのですが、ご周知のように北米の公務員年金などはオルタナティブ投資も非常に積極的にやっているところがあるわけですが、問題となるのは体制面ですね。結局そのようにいろいろな資産に投資するとなると、今度は基金としての体制というのが裏腹にあって、リスク管理が十分出来るような体制になっていないと、かえって組織的なリスクを負うようになってしまうということです。ですから、投資の対象だけではなくて、それがどういう体制であれば運営出来るのかということと一緒に調査しないと行かないのではないかというように考えるわけですね。

○若杉座長 我々としても大きな方針には従わざるを得ないわけですが、そういう点は慎重に議論をしなければいけないということですね。もう一つ日本の特徴は、この運用担当者がパフォーマンスについて直接責任を持たないという形になっているわけで、そこが欧米諸国と違

います。ですから、いたずらに欧米諸国のやり方をお手本にするということは非常に危険なことだと思います。我々としても今後、十分に注意を払いつつ気をつけて議論していきたいと思っています。

他にご意見等はありませんか。

では、議事1が終わりまして、次に進ませていただきます。次はスチュワードシップ活動の状況等について、でございます。これも酒巻課長から説明をお願いします。

○酒巻企画管理課長 それでは、資料2 スチュワードシップ活動の状況について、をご覧ください。

まず、1の概況でございます。

1つ目は、10年以上に及ぶ活動の歴史と題しまして、今までの連合会の活動についてまとめております。当連合会では、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を制定して、企業統治のあり方についての考えを示すとともに、株主議決権行使ガイドラインを制定して議決権行使に関する具体的な基準を示しました。これを踏まえて、国内株式の委託先運用機関に対して、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ところであります。

続いて、2つ目ですが、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明についてです。連合会は、本年5月30日に受け入れを表明しておりますが、これは従前からの連合会の取組みを日本版スチュワードシップ・コードの枠組みで捉え直したものであると同時に、取組みの一層の強化を決意するものと位置付けております。

そして、3つ目ですが、運用機関に対するヒアリングの実施とスチュワードシップ活動の報告でございます。1つ目でも触れましたヒアリングでございますが、今年は9月に実施しております。従来の議決権行使に関するヒアリング内容に加え、今般の日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ状況等についてもあわせて聴取しました。こちらの詳細につきましては、後ほど別紙にて説明させていただきます。

次に、2の連合会の今後の対応でございます。

株主議決権行使ガイドライン等の改正と題しまして、会社法の改正やコーポレートガバナンス・コードの制定といった外部環境に沿う形で、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を適宜改正していくことを考えております。また、現在は行っていない外国株式の議決権行使のあり方についても検討していきます。

ここで、右上に資料2別紙と記載しております平成26年度スチュワードシップ活動の報告を

ご覧いただきたいと思ます。

従来、連合会では議決権行使の結果をまとめてホームページに公表してまいりましたが、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明したことを契機としまして、このような形でスチュワードシップ活動の状況を取りまとめ、公表することを考えております。以下、内容を紹介させていただきます。

1枚おめくりいただきまして、3ページ目の1、はじめにですが、こちらは連合会の考え方を示したページでございます。先ほどの概況説明と同じ内容ですので、説明は割愛させていただきます。

続いて、5ページ目の2、運用機関とのヒアリングです。連合会は運用機関を通じて個別企業の株式に投資する形態をとっており、運用機関に対しては連合会の株主議決権行使ガイドラインの趣旨に従った行使を行っていることや企業との対話など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まいりました。今般の日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明を契機に、今年度は特に企業との対話の取り組み状況の把握を強化しており、今後は目的を持った対話、すなわちエンゲージメントについて各運用機関の考え方を明らかにした上で、長期的な視点から投資先企業の価値向上を求めていくこととしております。

7ページ以降では、本年9月に実施した運用機関12社とのヒアリングについて概要を記載しております。

まず7ページですが、エンゲージメントの状況についてのヒアリングです。本年が日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明の年であることから、運用機関に対しては以下の4点を確認しております。まず①のコードの受け入れ表明の状況については、運用機関12社全てにおいて受入れを表明したことを確認し、②の従来からのエンゲージメントの有無については、運用機関ごとに捉え方はさまざまですが、運用機関12社全てにおいて従来からエンゲージメントを実施していた旨を確認しました。また、③のコードの受け入れに伴いエンゲージメントにおいて強化したことでは、エンゲージメント内容を明示的に記録して定期的に振り返るあるいは関係者でエンゲージメント手法の共有を図ることにより、対話能力の向上を図る等を確認しております。④のエンゲージメントの事例については、その一部を次ページ以降で紹介しております。

8ページでは、まずアクティブファンドにおける事例を紹介しております。アクティブファンドということで、アナリストがモニタリングしている中で中期経営計画等に資本効率や株主

還元に関する目標が提示されない企業、経営者の高齢化等で経営リスクがある企業、株価が恒常的にディスカウントされている企業等に対してエンゲージメントを重点的に行うという考えを確認しました。その下の表では、運用機関、企業ともに匿名としておりますが、具体的な事例について紹介しております。

次に、9ページでは、パッシブファンドにおける事例を紹介しております。時価総額が上位の企業、ROEが低位の企業、反社会的行為を行った企業、株主還元の姿勢に課題がある企業等をエンゲージメントの対象とするという考えを確認しております。こちらにつきましても、表において具体的な事例を紹介しております。

11ページからは国内株式議決権行使の状況について記載しており、ここでは集計結果の数字を公表しまして、13ページ以降で主な議案の行使状況について事例とあわせて掲載しております。

まず、13ページは取締役会及び取締役に関する議案についてです。反対行使比率は36.1%であり、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、業績の低迷や反社会行為に責任があると判断される取締役の選任について主な反対理由でございます。

14ページは、監査役会及び監査役に関する議案についてです。反対行使比率は17.9%であり、主な反対理由は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についてです。

15ページは、役員報酬等に関する議案についてです。反対行使比率は19.8%で、主な反対理由は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でございます。

16ページは、剰余金の処分に関する議案についてです。反対行使比率は4.9%であり、主な反対理由は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でございました。

17ページは、資本構造に関する議案についてです。反対行使比率は41.4%であり、敵対的買収防衛策に関する議案において株主価値の向上に資すると判断されない内容についてが主な反対理由でございます。

以上が国内株式の議決権行使の状況でございます。

最後になりますが、19ページではこれからの取り組みについてということで、連合会の今後の活動について記載しております。2つ目の丸の株主議決権行使ガイドライン等の改正は、先ほどのご説明の内容と同じものとなります。1つ目の丸の企業とのエンゲージメントについて

ですが、各運用機関に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継続して確認していくと共に、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こととしております。エンゲージメントの成果の継続は難しいと考えられますが、あくまでも長期的な観点から成果を期待することとしまして、運用機関に対してはエンゲージメントの目的が明確化、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り組みが効果的に運営されているかといったことについて一層向上することを期待しております。

以上がスチュワードシップ活動の報告になります。私からの説明は以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。地共連はこれまでもコーポレートガバナンス活動については前向きというか、積極的に行ってきました。具体的には議決権行使という形で行われてきました。その一環としてこの5月末ですか、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明しました。これからはその枠組みの中で考えていこうということでご説明いただきました。何かご質問とかご意見とかございますか。

高山委員、お願いします。

○高山委員 詳細なご説明、どうもありがとうございました。最初に質問させていただきますが、この内容を公表されるということですが、具体的にこの資料でいうと、何ページから何ページまでを公表されるということでしょうか。

○酒巻企画管理課長 この資料2別紙を全てそのまま公表するというごこととさせていただきます。

○高山委員 わかりました。どうもありがとうございます。

これに関して私の感想と、あと一つお願いがございます。まず感想ですけれども、運用機関へのヒアリングの内容を見ますと、実質的なところに関してヒアリングされており、形式ではなくて中身においてどのようにエンゲージメント、対話がなされているかを的確に把握されていることを、大変嬉しく思います。何故こういうことを申し上げるかといいますと、私の仕事の関係上、日本企業の方からスチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の動向について、いろんな情報が寄せられております。その中で例えば大手の投資顧問会社とか、あるいは信託銀行からアンケート用紙が来たという話がありました。そのアンケート用紙の中身は、「あなたは株主を重視した経営を行っていますか」というような内容で、とてもノーとは言えない、みんなイエスとしか答えようがないようなものが来たという話も聞きました。このようなアンケートは非常に形式的なものであり、少し失礼な言い方ですけれども、運用機関はおそらくアリバイ作りのような感じでやっているのではないかと、というような感想を複数の企業から聞き

ました。

ただそれは、運用機関のみの問題というよりは、その後ろにいる彼らの顧客のアセットオーナーの問題であると思います。アセットオーナーが、形式的な要件、たとえば、何回対話しましたかとか、というような定量的な側面のみを見て、表面的な監督をしているがために、運用機関でもそのような対応をとらざるを得なかったのだらうと思います。そういう意味で、当連合会において、実質的な中身を問うヒアリング、モニタリング、監督をされているというのは本当にすばらしいと思いますし、また、そういうことをやっているということをウェブで公開することによって、他のアセットオーナーの模範になるのではないかと思います。またアセットマネジャーにとっても非常に参考になる資料だと思います。

次に、1つお願いがあります。この19ページのこれからの取り組みの、「エンゲージメントに対する取り組みが効果的に運営されているか、に関して運用機関に一層の向上を期待する」というところとも関係しますが、スチュワードシップ・コードを見ますと、機関投資家は企業のESGを含めた非財務の情報についても十分理解した上で対応しなさいという項目があります。ただ、日本の機関投資家の状況を見ていますと、一部の優れた投資家は、充実したESGチーム、アナリストチームを置いていたり、ESGを既に投資判断に組み込んで投資決定をされたりしているというところもありますけれども、そうでない運用機関もかなりあるようです。そのため、当連合会でもう既にやっていらっしゃるかもしれませんが、運用機関とヒアリングや対話をこれからされる際に、その運用機関におけるESGの分析体制、チームの体制などもあわせてヒアリングされると良いと思います。それによって運用機関も、そういう取り組み、体制構築をするということのインセンティブが与えられ、そのような動きが一層促進されるのではないかと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。他にご意見ありますか。

では、村上委員。

○村上委員 最初のご説明にもございましたように、もう10年以上にわたって議決権行使等に組み込まれてきたということで、コーポレートガバナンスも外形的な基準から本当に実質の効果を負うようなステージに入っているのではないかと思います。それで、企業との対話ということが重要だということでエンゲージメントという言葉も出てきているのだと思います。

ですから、今後どのようなことを委託先と議論していったら良いのかということで、思うところは、社外取締役や監査役にこのような理由で反対したということよりも、例えば企業の経

営の執行をどのように監視をするシステムが出来ているかといったこと、やはり社外取締役というものへの役割期待を考えてみれば、こういった監視体制を目指しているということか、さもなくばどのような思想に基づいて経営執行とそのチェックの運営をされているかというところからおりてくるのが重要なのではないかと思うのです。それから、今後、また議論すべきところとしては、先般公表された伊藤レポート等によっても、グローバルに見て投資家から資本コストを上回っている利益水準ということで認められる最低限の基準でROE 8%という数字が出てきておりますし、さらに、ROEが低い理由のひとつとして、日本企業は現金比率が非常に高いことが挙げられています。このように長期にわたって現金比率が高い企業に対してどのようなアクションを行っているかなど、投資家側の行動としていろいろなことが考えられると思うのですね。その辺の本当に企業価値向上に直結するようなどの議論を運用会社にも求めていくということが重要ではないかというように思っているところです。

○若杉座長 ありがとうございます。千田委員、何かございますか。

○千田委員 私から1点のみでございますが、今回指摘された企業については、継続的にウォッチしていただきたいと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。浅野委員、何かご意見がありますか。

○浅野委員 意見というより質問みたいな感じですが、スチュワードシップ・コードの原則2で当該企業の状況を的確に把握すべきであるとありますが、これについて当連合会はどんな対応をとっておられるのでしょうか。多分これに関しては、委託運用機関に定期的にヒアリングを行っているというような形で処理されているのではないかと思います。コーポレートガバナンス原則のほうでは、「万が一株主価値の増大が見込まれない場合には、受託者責任を果たすために株主価値増大に必要な経営を求めていく」とうたわれていますため、全部運用機関任せでなく、自分でも何らかのフォローをしないとイケないのではないかという感じがします。

しかしながら、個別にアナリストを抱えているわけでもないため、それはかなり難しいと思うのですが、このあたりはどのように具体的に対応されようとなさっているのかお聞かせいただければと思います。

○若杉座長 事務局のほうからお答えいただけますか。

○酒巻企画管理課長 アセットオーナーとしてもいろいろ活動をしていく必要があるとのご指摘でございますが、当方の立場としましては、委託機関を通じていわば間接的に議決権を行使

しているということで、一義的には運用機関のヒアリングをきちんと行って、当方のガイドラインに沿って行使していることを確認するというやり方でいきたいと考えております。

○若杉座長 淵上理事、どうぞ。

○淵上理事 GPIFもそうなのですが、我々も公的というか、政府と中央政府の資金を預かっておりますので、経営の介入を回避しないといけませんため、どうしても直接保有というよりは、所有というよりは信託保有の形をとらざるを得ないです。そして、今おっしゃるご指摘については、むしろ議決権行使をするに当たって、我々の問題意識をいかに具体的に伝えて、そして、信託銀行に行使していただくということになるかと思えます。今コーポレートガバナンスについても見直し中と申しますか、来年3月ぐらいに新たなものが出るとも聞いておりますため、それを受けて我々として間接行使になると申しますけれども、具体的にどの程度個別具体的に信託を通じて権利行使をしていくかということを検討していきたいと思っております。

○浅野委員 私は、コーポレートガバナンス原則を読んで、自ら注文をつけていくというような感じに受け取ってしまいましたが、今おっしゃるようだったら、この書き方を変えたほうがよろしいのではないのでしょうか。

○若杉座長 具体的にどの辺りですか。

○浅野委員 コーポレートガバナンス原則です。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の、2コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方、(1)連合会の基本的視点の中に「万が一株主価値の増大が見込まれない場合には、受託者責任を果たすために株主価値増大に必要な経営を求めていく」と書かれています。その主語は何かというと、その前をみると、「連合会は」とあります。全部読みましょうか。「このため連合会は他の多くの株主と同様に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、万が一株主価値の増大が見込まれない場合には、受託者責任を果たすために株主価値増大に必要な経営を求めていく。」この趣旨は良いと思うのですが、これだと自分で何か直截なアクションをとっていくように読めてしまいますが、今いただいたご回答だと、それはやらないということですよ。

○板倉理事長 解釈といいましょうか、読み方もあろうかと思えます。だから、私の考えでは、間接的にそういうことを行使していくというのも広く言えばこれに当たるのではないかなという感じもしておりますため、直ちにこれを変えなきゃいけないかどうか、これはよく検討させていただきたいと思うのですが、ただ、今後の我々の取組みの考え方で申しますと、やはり先ほど理事が申しましたように、公的な年金ファンドであるという立場上の制約というのがある

わけでありませけれども、どの程度までそういうことが許されるという少し言い方が悪いかもしれませんけれども、やれるのかというのは、やはり時代時代、その状況に応じて変わっていくところもあるのではないかなと思っております、いわば機関投資家としての責任を果たしていかなきゃいけないということを十分自覚しております。

私自身もいろいろ運用機関の皆さんとの話し合いなどを通じまして、この連合会のガイドラインが非常に有効に働いているということも確認しておりますため、今後ともこの議決権行使ガイドラインをさらにいわばブラッシュアップしていくといいでしょうか、委員の皆様方のご指導をいただきながら改正をしていくことによって、さらに我々の責任が果たせるようにやっていきたいと強く考えております。

そんな中で、直接企業に対してどのような働きかけをやるのか、やらないのかかというようなことはあるのですけれども、そういうようなことも全体の中でよく考えていきたいと思っております。今のご指摘いただいたところについては、直す必要があるのかどうかは我々で検討させていただきます。

○若杉座長 村上委員、どうぞ。

○村上委員 今、浅野先生がご指摘された部分は、当連合会のスチュワードシップ・コードの受け入れ表明の中にも表現されていまして、「連合会は」が主語で「必要な経営を求めていく」と結ばれています。これスチュワードシップ・コードの「受け入れ表明」としてホームページに公表されている中にも入っていますので、そのところも併せてご検討されたほうが良いかもしれません。それから、スチュワードシップ・コード自体も読んでみますと、アセットオーナーが主語であったり、委託先である運用者としての機関投資家が主語であったり、いろいろな表現がありますため、そのところについての一つのご提案としては、アセットオーナーとして行うべき部分と委託先の運用会社に求めることとに分け、スチュワードシップの7原則に対してそれぞれどのようなことがあるのかということを整理した上で、もう一度組み立て直すというのが良いのかもしれないと思うのです。

○若杉座長 資金運用部長、どうぞ。

○大森資金運用部長 いろいろとご指摘、ありがとうございます。10年来取り組んでまいりましたけれども、他の運用機関と違いましてというのもちよっとおこがましいですけれども、自らの議決権行使のガイドラインを自ら制定してやっているということが地共連の従来からの特徴かと思っております。アセットマネジメント会社の基準に全て委ねているということではなくて、その一定の主体性を持っているということではあったのだらうと思っておりますけれども、

やはり時代も進んでまいりまして、浅野先生のご指摘も受けるような環境になってきたのかなということで、そこはもう一度検討しなければならないということで思っております。

また、村上委員からもご指摘ありました受け入れ表明につきましても、これはそれぞれ5月末に準則とかそういうようなものがない中で、それぞれの考え、判断で出したものでありますけれども、やはり公的を含めさまざまは意見しておりますと、我々のところにもまた検討をやはりすべきというような参考になるような事例も多々出てきているところでございますので、資料説明の中で企画管理課長が申し上げました会社法改正、また、コーポレートガバナンス・コードといったところを含めて、もう一度きちんと全体、縦横見ながら検討を進めてまいる予定にしておりますので、その際にはまたいろいろと具体的なお示唆、ご指導もいただければと思っておりますため、どうぞよろしく願いいたします。

○若杉座長 高山委員、どうぞ。

○高山委員 ご参考までに例えば海外の状況を見ますと、公的年金という、カルパースのようなどころとか、あるいはT I A A - C R E Fのような年金基金を考える方が多いと思いますけれども、これらの年金基金の場合は自身でも運用をやっており、運用機関を使う部分と、それから、自家運用の部分があります。自家運用の部分に関しては、企業に直接的に働きかけることもしばしば行っています。もちろん彼らも経営に関与するのは望ましくないと思っておりますが、ガバナンス体制というのは経営と別の問題なので、例えば社外取締役がきちんと機能しているのか、というようなところでいろいろ意見を述べたり関与したりするということはやっております。

ただ、年金基金全てが自分達で運用しているというわけではありません。運用機関に全部委ねているところがありますが、その方たちがどうするかというと、1つは当然運用機関を適切にモニタリングしてきちんとメッセージを伝えるということもありますし、あと、個別の企業に対して何かするという事はしないけれども、アメリカなりイギリスなり日本の企業全般において何か問題があった場合、例えばR O Eが低いとか社外取締役が少ないとか、そういったような状況に対して、個別ではなく全般的な状況に対して意見を公表する、そういう形で役割を果たすというところがあります。そのような観点で、株主価値を上げていない企業に対しての働きかけが出来るのではないかと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。思わぬところでコーポレートガバナンス原則について議論になりましたけれども、私の理解では、このコーポレートガバナンス原則は連合会の株主としての考え方を示したものです。連合会の株式運用は委託運用ですから、議決権行使自体は運

用会社が行うわけで、連合会のコーポレートガバナンス原則は、あくまでも運用会社のためのガイドラインです。ただ、確かに誤解を招く表現であることは確かなため、今度新しいものを作る時には、その辺を少しきちんと整理したら良いのではないかと思います。

高山委員からはスチュワードシップ活動はじめ連合会のコーポレート・ガバナンス活動についてお褒めをいただきましたし、それから、村上委員、千田委員からは具体的な提案をいただきましたので、これからも積極的な活動をしていっていただきたいと思います。それから、浅野委員から表現等についてもご指摘いただいたため、その点も注意してこれから新しい体制を築いていただければと思います。よろしく願いいたします。

はい、高山委員、どうぞ。

○高山委員 今の話とも少し重なりますが、アセットオーナーとして出来ることの一つに自身の考えを対外的に伝えることがあると思います。当連合会の場合は、ガバナンス原則、議決権行使のルール等きちんと発表しているということで、その役割を果たしていますが、この時期に1つ考えていただきたいのは、先ほど出ましたコーポレートガバナンス・コードの話に関連することです。最終的に決まるのは来年の2月か3月だと思いますけれども、今有識者会議での議論が急ピッチで進められていて、明日第5回の会議があつて、多分12月で全ての有識者会議が終了すると思います。スチュワードシップ・コードのタイムスケジュールと同様であれば、12月中に原案が出て、それに対してのパブリックコメントが求められると思います。多分1か月か2カ月の期間でコメントを受付け、それを受けて最終案になるというスケジュールになると思います。

そこで、当連合会として、金融庁と東証が出すガバナンス・コードに対して、意見を表明するという事は可能でしょうか。そのあたりのところを教えてくださいませんか。

○若杉座長 出すとしたら、この研究会として出すということが1つ考えられますし、あるいは連合会自身が出すということもあると思いますが、その辺どうでしょうか。いずれにしても、素案が出たところでパブコメを視野に入れて我々なりの議論をしたほうが良いのではないかと思います。

○酒巻企画管理課長 その具体の案が出た段階で、それを見てどのような形で、もし意見を表明するのであればどんな形であるのが適切かどうか検討させていただいて、その結果によりましては、こちらの研究会にお諮りしたいと思います。

○若杉座長 では、その点についてはこれからの成り行きというか経過を見ながら適宜対応していきたいと思いますが、そういうことで連合会もご協力よろしく願いいたします。

では、次にいきまして、3番目の議題ですが、長期給付積立金における新規プロダクトの公募状況について、に移ります。では、これも事務局馬場課長からお願いいたします。

○馬場課長 それでは、資料3の長期給付積立金における新規プロダクトの公募状況についてご説明させていただきます。

本連合会の長期給付積立金につきましては、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こととされており、運用形態の一つであります委託運用につきましては、国内株式、外国株式、外国債券の各資産におきまして新たなプロダクトの公募を行っているところであります。資料に基づきまして、その公募状況をご説明いたします。

資料1ページでございますが、冒頭には公募に至る背景、目的を記載してございます。昨年11月の有識者会議の報告書等を踏まえ、長期給付積立金の委託運用における運用手法の多様化、リスク分散の観点から、各資産において新規のプロダクトを公募することとしたところでございます。

それでは、資産ごとにご説明申し上げます。初めに、国内株式のうちアクティブ運用について、でございます。これまで国内株式のアクティブ運用につきましては、現行のTOPIXをベンチマークとするプロダクトに加えまして、運用手法の多様化、マネジャー分散によるリスク分散等の観点から、TOPIXにとられないプロダクトやTOPIX以外の運用指標に基づき中長期的に効率的な超過収益の獲得を目指すスマートベータなどのプロダクトを新たに採用し、運用を始めたところでございます。

この国内株式のアクティブ運用のプロダクトにつきましては、本年1月に公募しましたところ複数のプロダクトの提案がございまして、運用体制、運用プロセス、リスク管理等の定性評価、運用実績の定量評価を総合的に評価し、(イ)に記載してございますように、運用スタイルごとにプロダクトを採用し、本年5月から運用を開始したところでございます。

なお、運用スタイルの区分にございます絶対収益追求型運用とは、銘柄数を絞って集中投資するプロダクトやリスクを抑制し、低いボラティリティを目指すプロダクトなど特にベンチマークを定めない運用となっております。

2ページをお開きください。

次に、国内株式のパッシブ運用について、でございます。

パッシブ運用は、これまでベンチマークはTOPIXのみとしておりましたが、インデックスを多様化することにより、さらなる運用効率の向上を図るため、本年7月に公募し、定性評価、定量評価の総合評価を踏まえ、新たにJPX日経インデックス400などをベンチマークと

するプロダクトの運用を開始したところでございます。

次に、外国株式について、でございます。

既存のプロダクトで運用実績が芳しくないプロダクトについては改良を図るとともに、運用手法の多様化、マネジャー分散によるリスク分散等の観点から、新たなプロダクトの提案を受けたところでございます。定性評価、定量評価について総合的に評価し、その結果、(イ)に記載してございますように、現在の外国株式のベンチマークであります先進国を投資対象としますMSCI国債を6プロダクト、新興国株式を投資対象としますMSCIエマージングを1プロダクト採用し、また、新たに先進国と新興国の両方を投資対象としますMSCI-ACWIをベンチマークとしますプロダクトを採用したところでございます。

なお、これらの運用につきましては、来月11月から行う予定としてございます。

3ページをお開きください。

以上の国内株式、外国株式のほかに現在、外国債券のアクティブ運用のプロダクトの公募を進めているところでございます。現在、外国債券につきましては、シティ世界国際インデックスのみをベンチマークとしておりますが、運用手法の多様化等の観点から、現在のベンチマークの他に国債以外の社債等を投資対象としますベンチマークの採用に向けた検討を進めているところでございます。

次の4ページ、5ページにつきましては、国内株式、外国株式それぞれの公募前後のアクティブ、パッシブ比率を記載してございます。また、各資産に採用しました運用プロダクトの詳細につきましては、最後のページに記載しておりますため、いずれも後ほどご覧ください。

以上、新規プロダクトの公募状況についてご説明いたしました。次に、新規プロダクトの公募を踏まえましたポートフォリオの新旧の比較につきまして、附属の資料にてご説明申し上げます。

○運用第二課篠原主査 それでは、内外株式公募の概要と新旧の比較について資料3附属資料を用いてご説明させていただきます。

3ページをお開きください。

まず、国内株式旧ファンドの公募の概要について簡単にご説明させていただきます。

一番下の国内株式公募のイメージ図をご覧ください。これまでの国内株式アクティブファンドでは、ご覧のようにバリュー型、市場型、グロース型といった形で、採用マネジャー内で一定程度のスタイル分散を図っておりました。しかしながら、市場環境によってリターンの出方に偏りがありました。今回の公募では、対TOPIX型運用が中心のこれまでの国内株式ポー

トフォリオに対して、マネジャー分散による中長期の安定的な超過リターンの獲得を図るために、ベンチマークであるTOP I Xにとらわれない運用カテゴリー、具体的には右下に記載しているようなスマートベータ型、ノンベンチマーク型、銘柄集中型、中小型といったカテゴリーの追加を実施しました。

新旧ポートフォリオのリスクリターンの比較について4ページをご覧ください。

真ん中のグラフは、棒グラフが四半期ごとの超過リターンを表し、折れ線グラフがリーマンショックを含んだ2008年4月からの累積超過リターンを表しています。ここでは青が旧、赤が新ポートフォリオとなっています。また、一番下の過去6年、過去3年の新旧ポートフォリオのリスクリターンを記載しています。

一番下の表の赤枠で囲っている超過リスクの項目をご覧ください。過去6年、過去3年どちらを見ても新ポートフォリオの超過リスクが下がっていることが確認でき、また、上段の超過リターンもバックテストベースでは改善しております。

新旧ポートフォリオのカテゴリー別のウエート・リスク配分について5ページをご覧ください。

ここでは上段で旧ポートフォリオ、下段で新ポートフォリオを表しており、左側がウエート、右側がリスク配分を表しています。新旧どちらにおいてもウエート、リスク配分ともに市場型が太宗を占めている状況は変わらないものの、右側のリスク配分の観点からは新ポートフォリオであるスマートベータ型、ノンベンチマーク型の追加により、全体のリスク抑制が働いていることが確認できます。

6ページをご覧ください。

ここではカテゴリー別の年度別リターン寄与度と全体の超過リターンを記載しています。こちらでも上段が旧ポートフォリオ、下段が新ポートフォリオとなっていますが、新カテゴリーの追加を行った下段の新ポートフォリオでは、超過リターンゼロを表す黒線よりも上側にシフトしており、リターンの安定性や超過リターンの向上というものが確認できます。

次に、外国株式アクティブ公募の概要について8ページをご覧ください。

一番下に外国株式公募のイメージ図を掲載しておりますが、旧ポートフォリオでは、バリュー型、市場型、グロース型、さらにエマージング型といったスタイル分散を図ってきました。しかしながら、少数のマネジャーに対する資金集中により全体のリターンが個別マネジャーのパフォーマンスに大きく依存する状況にありました。そこで、中長期的に安定的な超過リターンの獲得を図るため、手法の分散、新興国も含めたオールカンントリーベースの運用に

よる投資対象の拡張といったカテゴリーの追加、再編、さらにカテゴリー内におけるマネジャーの入れかえ等を実施いたしました。

新旧ポートフォリオのリスクリターンの比較について9ページをご覧ください。

国内株式のときと同様に、真ん中のグラフは四半期ごとの超過リターンの出方と2008年4月からの累積超過リターンを表しており、一番下の表では、過去6年、過去3年のリスクリターンを記載しています。

一番下の表の赤枠で囲っている超過リスクの項目をご覧ください。過去6年、過去3年のどちらで見ても、国内株同様に新ポートフォリオのアクティブリスクが下がっていることが確認でき、また、上段の超過リターンもバックテストベースでは改善していることが分かります。

新旧ポートフォリオのカテゴリー別のウェイト、リスク配分について10ページをご覧ください。

上段が旧ポートフォリオ、下段が新ポートフォリオです。旧ポートフォリオでは、バリュー型のリスク配分が太宗を占めていましたが、新ポートフォリオではバリュー型に対する集中がなくなり、新興国を含めたグローバルな成長を取り込めるグロース型、また、エマージング型にリスクを配分しております。

なお、ここでは対MSCI-KOKUSA Iに対する超過リスクの配分を表しているもので、一部エマージングが入っているグロース型や新興国に投資するエマージング型のリスクが大きくなっております。

11ページをご覧ください。

カテゴリー別の年度別リターン寄与度と全体の超過リターンですが、上段が旧ポートフォリオ、下段が新ポートフォリオとなっています。旧ポートフォリオでは、赤色で示しているバリュー型に全体の超過リターンが大きく振られているものの、新ポートフォリオでは、カテゴリー分散、マネジャー分散により特定カテゴリーの影響が低下し、全体としては黒線よりも上に位置していることから分かるように、安定的な超過リターンの獲得が確認出来ます。

最後に、国内株式インデックスの公募について触れさせていただきます。13ページをご覧ください。

国内株式パッシブ運用は、国内株全体の動きに追随することを目指す運用ですが、今般、これまでのTOPIX型のみから投資効率及び網羅性の向上に向けてインデックスの拡張を行っております。追加したのは、資本の効率性に着目したJPX日経400、日本株の網羅性に着目したRussell/Nomura Prime、そして、グローバルな視点から日本株に着目したMSCI Japanと

なっております。

以上で内外株式公募の概要と新旧の比較について説明を終わらせていただきます。

○若杉座長 ありがとうございます。それでは、ただいまのご説明についてご質問等ありましたらお願いします。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 ご説明をいただきまして、ありがとうございます。

まず1点、質問からになります。アクティブ運用の国内株式について応募プロダクト数52に対して18を選定されました。また、パッシブ運用は28から4、外株が100から10に絞り込まれていますが、それらの選定プロセスと、そのプロセスの中で特にどの点を重視されて選定に至ったかについてお聞かせください。

○運用第二課篠原主査 まず、アクティブファンドの公募に関してご説明させていただきます。

アクティブファンドでは、附属の資料をつけましたが、ある時点での過去のパフォーマンスの良かったものがその将来のパフォーマンスを約束するものではないということがありますため、過去にパフォーマンスが良いものを選ぶというように陥らないような形で選考することにしております。したがって、今回ご説明したような形でまずカテゴリー別に分けるということをやって、そのカテゴリーの中でプロダクトを分別した上で相対的にパフォーマンスが良いもの、期待される役割を果たしてくれるものという観点から選定を行っております。

インデックス型の運用に関しては、これ自体はインデックスに追随することを目指す運用ですので、パフォーマンスという観点はどの程度ぶれているかということしかないわけですが、それよりも既存のパッシブ運用をどの程度受託しているかとか、こういった体制でやっているかといったところ、定性面を重視する形でやっております。

以上です。

○千田委員 以上ですか。ありがとうございます。今話された点や、投資方針と運用プロセスの整合性がとれているか、それを今後も継続的に評価いただくことも重要かと思えます。あと、パッシブ運用については、総取引に係る費用を最小限に管理されているか、トラッキングエラーが最小限に抑えられているかという観点が必要になります。また、マネジャー数が急激に増加されますと、管理面でご苦勞も多いのではないかと拝察いたしますが、資産管理の観点からは、マネジャーストラクチャー全体としてコントロールすることも非常に重要ですので、そこを見失わないでいただきたいと思えます。例えば、株式のアクティブ運用で、TOPIXをベンチマークとしたマネジャーを複数採用しました。しかし、一方で、A株式を売却していて、

別のマネジャーがA株式を購入しているというように、トータルでTOP I Xにかなり近い状況になっているようなことは起こり得ることで、売買手数料分だけ損失が生じることは非常に残念な話です。個々のマネジャーのモニタリングに加え、資産全体をコントロールするという点も重視して管理いただきたいと思います。

○若杉座長 浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 今回の特徴としては、国内株式のほうで、絶対収益追求型運用とスマートベータ型運用が入ったことが挙げられると思いますが、絶対収益追求型のほうを見ると、ベンチマークがありませんね。では、これをどうやって評価するのだろうかというのが一つの質問です。普通に考えれば、絶対収益型だから3%とか5%とかが目標になって、それをどれぐらいのリスクで達成したかということで評価するのではないかと思うのですけれども、そうなっているのかどうかということですね。

それに絡んで中身を見ると、グロース型というのが絶対収益追求型にもあるし、超過収益型のところにもあります。これらはどう違うのだろうかというのが率直な疑問としてあります。

それと同じようなことがエンゲージメント型というか、集中投資が超過収益型にも絶対収益型にもあります。さらに、超過収益型のグロース型でベンチマークがTOP I Xになっていますが、グロース型とはっきりしているのだったら、何故グロースベンチマークを使わないのか、それを使ってむしろこういうスタイルに配分するリスクというか、スタイルがTOP I Xから乖離するリスクは連合会が責任を持って見るべきではないかと思います。こういうリスクは、連合会ではどのように捉えているのでしょうか。そうしたことはスマートベータ関連のところにも当てはまることで、どうしてスマートベータが多くある中でこれを選んでこういう組み合わせになっているのでしょうか。それについてどのように考えられているのか、あるいは今後リスク管理等でどんなことをやっていこうとされているのか、そのあたり説明をお願いいたします。

○運用第二課篠原主査 それでは、まず初めにあった絶対収益型についてですが、例えばいわゆる絶対収益という話をしたときには、新たなアセットクラスを作って、そこで絶対収益ベースで評価しますという考え方もある一方で、ここでは国内株式のカテゴリーを入れております。あくまでも国内株式自体のベンチマークはTOP I Xという大前提がありますため、每期ではないにしても、中長期的にはTOP I Xを上回るという位置付けから国内株式のところはこのカテゴリーを追加しております。

したがって、評価においても、もちろんシャープレシオとかという形でどれだけのリスクを

とって、どれだけのリターンを獲得したかというのでプロダクト自体の評価を行っていきますが、より長いスパンで見たときにTOP I Xに対して勝っているかどうかという観点で管理していくことを考えております。

また、それぞれの超過収益型や絶対収益型とある一方で、そのサブカテゴリーでグロース型、バリュー型とかというような区分があるということですが、あくまでもこれは絶対収益型というものの中でも相対的にバリューに着目したもの、グロースに着目したものといったような形での区分があるというようなどころから分類しています。全く同じような趣旨のファンドを幾つも採用しても仕方がないというところがありますため、絶対収益型の中でもある程度のグロース寄りのもの、市場型寄りのもの、バリュー型寄りのものという形での分散をしているという観点からこのような記載をしております。

○浅野委員 もう一つ、ベンチマークの問題、グロースとかバリューとかというのだったらベンチマークを何故スタイルベンチマークにしないのですか。

○運用第二課篠原主査 ベンチマークを何故スタイルインデックスにしないのかというお話ですが、1つは先ほどもお話ししたような形で、資産クラスとしてのベンチマークはTOP I Xが設定しておりますため、TOP I Xに対して勝っていただくということが基本的なベースにあるからです。もちろんスタイル分散という形の中でのカテゴリーの分散を働かせる一方で、あくまでも私達としてはTOP I Xに勝っていただくということをマネジャーさんをお願いしているというところで、あえてTOP I Xという形での記載になっております。

次に、スマートベータに関してですけれども、当連合会のカテゴリーでは、スマートベータをアクティブファンドの一部として整理しております。したがって、中長期的な、具体的には3年や5年といったところのタームで超過リターンをとれてくれるようなファンドという観点で採用を行っており、その俎上に上がったのがファンドメンタルズ・インデックスや最小分散インデックスというようなどころになっております。

○浅野委員 今のお答えですと、絶対収益追求型ではないですね。TOP I Xをベンチマークにして、ただ、短期では評価しませんというだけです。あくまで3年なり5年で勝ってくれば良いため、年々の評価はいたしません。そういうことではないかと思っておりますけれども、絶対収益型という言葉からすれば、この3%とか5%とか目標を立てて、それを上回るような運用をしてくれると考えることが普通ではないかと思えます。

それと、次にスタイル運用のベンチマークの問題ですけれども、今回コンサルタントに入っているのはラッセルでしたね。

○大森資金運用部長 今年度はラッセルにお願いしております。

○浅野委員 このベンチマークの問題はラッセルの小原沢さんが証券アナリストジャーナルの10月号でかなり詳しく論じていらっしやって、スタイル運用のベンチマークをTOPIXにするのはおかしいとおっしゃっています。私もそれは同感でして、スタイルを標榜しているマネジャーが本当に勝ったか負けたかというのは、やっぱりスタイルベンチマークとの比較であくまで考えるべきであって、その一方、そのスタイルを採用して、スタイルの分散をどの程度行ったかは委託者側の責任であり、委託者が適切なスタイル配分を行ったかどうかを自己評価しないといけないと思います。

それはスマートベータについても同じでして、ただ何となくこれが良いという感じで選んだというような印象しか受けません。それぞれの特徴がどうであって、どう組み合わせるかは委託者側の責任であって、何故そうしたかと同時に、その後のリスクの管理もする必要があると思います。今のお答えだとそこら辺のことがほとんど出来ていないのではないかという印象を受けました。

○若杉座長 この問題、去年の暮れになって急に持ち上がってきました。この研究会、前回は3月に開かれたのですが、そこではこの新規プロダクトの件は議題に上りませんでした。本来ならマネジャーの選定基準についてこの研究会で議論してから運用を始めるのが良かったと思いますが、急がなければならない事情があったのかも知れません。事後的になります。なるべく早い機会に選定ルールとか基準とかについてご説明いただいたほうが良いと思いますが、いかがですか。

アクティブ運用ということになりますと、必ずフィロソフィーが必要になります。どういう考え方でアクティブ運用を行っていくかはこの研究会の場できちんと議論したほうが良いと思います。当然、マネジャーの選定基準のようなものはあるわけですね。

○大森資金運用部長 本日は資料もございませんし、またその選考の過程においてこの研究会にお諮りする場がなかったということについては、大変申し訳ないと思っております。今後また今のご指摘を踏まえて、この研究会での説明については意を用いてまいりたいと考えております。

また、浅野委員からご指摘のありました諸点について、でございますけれども、この絶対収益型を含めてそれぞれご提案をいただいたベンチマーク、また、ご提案をいただいた超過収益なり絶対収益の目標というところに沿って、それを上回っているかということのチェックをさせていただくということと同時に、まさに我々の政策ベンチマークTOPIX、これに対して

超過収益を求めていくということが地共連の使命、役割でございますため、そこを満たしているかということが個別のファンドマネジャーの評価に加えて我々がこのTOPIXを上回るといふ観点から、中長期的な観点から、そのためにそれぞれのプロダクトが役に立っているかということの評価するためにTOPIXとの対比もあわせて半期ごとのヒアリングで聴取させていただいて、かつ評価としては、これ半年、1年の軸ではなくて3年、5年、また将来に向けたその確信度といったものも含めて評価をし、増減あるいは入替えというところを今後図っていくということでございます。

今回各社の自由な発想を求めるといふ観点から、例えばグロースでもTOPIXをベンチマークとする、また、それぞれのスタイルに応じたベンチマークというご提案もあり、また、ヒアリングの中でそのベンチマークが適切かということも含めて審査をさせていただいた中で、相手のご意向も踏まえて選考したという点についてはご理解をいただければと考えておりますけれども、今後の運営、また評価につきましては、委員からご指摘をいただいた部分も十分に踏まえながら評価、また、今後の運営を進めてまいりたいと考えております。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 蛇足ですけれども、絶対収益追求型というのは浅野委員が言われるように、インデックスにマイナスが続いても絶対プラスに上げてみせるぞという運用スタイルですよ、常識的には。

○村上委員 今後も引き続きいろいろ検討をされていくということで、2つ課題と思うことをお話しさせていただきます。

一つはスマートベータ型運用ですが、事前にお話を伺ったところによると、いくつかのスマートベータ型運用のベンチマークを採用して、これは手法としてはパッシブで運用されているということで、結局、ベンチマークの思想はアクティブだけれども、手法はパッシブという運用が出現していることとなります。今までは思想と手法というのが全部一致していたと思うのですが、思想と手法が一致しない運用が出てきて、GPIFの例を見るとこれを第3のカテゴリーということで整理しているということもありまして、当連合会においてもこのような運用というのをどのように整理するかというのも一つの課題になるかと思えます。

それから、もう一つは資料3の付属資料のほうで、このマネジャーセレクションというのが一番難しい分野だと思うのですが、例えば4ページの国内株式にしても過去の期間で全体が決して芳しい結果ではありませんし、それから、特に9ページの外国株式に至っては全体としては結果的にはマイナスだったというように見えます。恐らく、今般選出し採用した運用会社で

過去の期間に運用していたと仮定した場合はどうだったかという、このようなシミュレーションというのは前回のマネジャーセレクションのときにもされているものと思うのですが、過去のデータだけを使って選んでもなかなかうまくいかないわけです。資料の中で赤いグラフで示されている新ポートフォリオの超過収益というものについてですが、先ほど千田委員からもプロセスの中で重視されたものは何かというご質問があったと思うのですが、個々のファンドについて超過収益の再現性というのを本当に何で判断したのかということをごきちんとしておいて、本当にその根拠でそれが実現されているのかどうかをフォローするということが必要なのではないかと思えます。

○若杉座長 では、委員からいろいろな意見が出ましたため、そういうことを踏まえて、またなるべく早いうちにこの新規プロダクトの選定のプロセスとか基準についてご説明いただければと思います。

この議題3についての議論、ありがとうございました。以上をもちまして第8回の資金運用基本問題研究会を終了させていただきたいと思えます。ご協力ありがとうございました。

午前10時51分 閉会