

第9回
資金運用基本問題研究会

平成26年12月22日（月）

地方公務員共済組合連合会

午前9時26分 開会

○酒巻企画管理課長 それでは、定刻までやや時間ございますが、委員の皆様お揃いになりましたため、ただいまから第9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。

まず、次第の1枚紙がございまして、その次に配席図、資料の1、その次が資料の2がございまして、資料2の附属資料として前回の研究会の資料3と内外株式公募の概要と新旧比較を付けてございます。

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。

○若杉座長 おはようございます。

本日はこの後資金運用検討委員会がありますため、議事の進行、ご協力よろしくお願いたします。

本日の研究会の議事は、ポートフォリオの管理についてと新規プロダクト公募に係る選定プロセス等についての2本となっております。

では、最初に議事1、ポートフォリオの管理についてですが、初めに内容について事務局より説明をお願いいたします。

○酒巻企画管理課長 それでは、私から足元の地共連ポートフォリオ管理について説明いたします。

お手元の資料1をご覧ください。

本年10月30日の第8回資金運用基本問題研究会にて、地共連のポートフォリオの管理状況並びに今後の運営につきご説明いたしました。その研究会の場においては、「昨年12月の許容乖離幅変更後、各月末に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るが、今後の市場動向によっては、月末時点の許容乖離幅を超えるおそれもあり、ポートフォリオ運営については次期基本ポートフォリオの策定作業との関係にも留意しつつ、適切に対応していきたい」と説明しております。

その後、研究会翌日の10月31日に日本銀行の追加金融緩和、GPIFの基本ポートフォリオの変更等の影響によりまして、10月31日のマーケットでは株価が急上昇し、円安も進行いたしました。

その結果、10月30日時点では、10月末の資産構成比は許容乖離幅の範囲内に収まると見込んでいたところ、資料記載のとおり、確報値では国内債券が53.9%になりまして、許容乖離幅の

下限に抵触をいたしました。この抵触は瞬間的なものかどうか一旦状況を見守りましたが、11月も月間を通して株高、円安が進行しましたので、資料記載のとおり11月末の資産構成比は国内債券が52.4%、国内株式が20.0%と国内株式や請負買い幅の下限に、国内株式が上限にそれぞれ抵触している状況でございます。

このような状況の中で、総務省に対しまして11月中旬に月末時点の許容乖離幅が抵触した場合の対応について照会を行いました。その結果、基本ポートフォリオの見直しを行わないことにつき了解を得ております。

基本ポートフォリオの見直しを行わず、実行ポートフォリオの資産構成比を容認する理由としましては、まず1つ目には、被用者年金一元化に向けまして、モデルポートフォリオ及び基本ポートフォリオにつき既に策定の作業中であること。

2つ目に、資産分類ごとの実効ポートフォリオの動向は、財政検証の経済前提を用いて策定されるモデルポートフォリオ及びそれに即して策定される基本ポートフォリオの資産構成の方向性と矛盾するものではないこと。

3つ目に、実効ポートフォリオの動向は、財政検証の経済前提に鑑みて、安全かつ効率的に運用を行うという観点と明確に齟齬するものではないことでございます。

引き続き地共連ポートフォリオの運営につきましては、次期基本ポートフォリオの策定作業との関係にも留意しつつ、適切に対応していきたいと考えております。

事務局からの説明は以上でございます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。これは事後報告と受け取れば良いわけですね、我々としては。もう総務省から了解を得ているわけですから。

そういうことで、ただいまの説明についてご質問、あるいはご意見等がありましたらよろしくお願いたします。

事後ということにならざるを得なかったわけですが、この理由等についてよろしいでしょうか。もしご意見等なければこのまま報告を受けたということで進めたいと思いますが、よろしいですか。

どうもありがとうございました。

それでは、議事1、ポートフォリオの管理について、につきましては以上で終了いたします。

次が議事の2でございますが、新規プロダクト公募に係る選定プロセス等について、に移ります。前回、これは新規プロダクトのことが出まして、その選定のプロセスについて説明するようにという委員からの意見がありましたため、本日はこの議題になっております。

それでは、これも事務局から説明をお願いいたします。

○馬場運用第二課長 では、よろしくお願いいたします。

前回のこの研究会におきまして、新規プロダクト公募に係る選定プロセス等につきまして説明が求められましたため、本日改めてご説明申し上げます。また、あわせて委員からご指摘のありました点につきまして、補足をさせていただきたいと思っております。

既にご案内のとおり、本年新規プロダクトを公募いたしました国内株式、外国株式、外国債券のうち、国内株式と外国株式につきましては運用を始めているところでございます。

資料の2をご準備いただきまして、新規プロダクト公募に係る選定プロセス等についてということで、1ページでございます。

初めに、それぞれの資産の新規プロダクトを公募しましたときの現状と目的を記載してございます。

まず、国内株式のアクティブ運用について、でございますが、現状といたしましては、市場型、バリュー型、グロース型の運用手法がありますが、それぞれのスタイルの超過リターンがプラスの局面では全体がプラス、またマイナスの局面では全体がマイナスであるなど、その傾向は似通っており、運用手法を分散しているものの、相場局面に応じた補完関係にはなっておりません。また、ベンチマークにつきましては、TOPIXのみとなっております。

こうした状況に鑑みまして、運用手法の多様化やマネージャー分散によるリスク分散等の観点から、ベンチマークにとらわ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の公募を行ったところでございます。

それから、公募の関係とは話がそれますが、市場型とバリュー型、グロース型のリターンの傾向が似通っているということを申し上げます。

これについてですが、バリュー型の中にはバリュー型といいましても、PBRでは測れないクオリティバリュー型の観点からの投資や、グロース型でもGARPのようなリーズナブルプライスといった考えから、バリュー型の考えが入っているものもあります。

こうしたことから連合会におきましては、PBRを基準としたスタイルベンチマークを設定することはあえて行わず、バリュー型、グロース型ともにベンチマークはTOPIXとしつつ、スタイルごとの管理を行っているにとどめているところでございます。

なお、スタイルごとの管理につきましては、例えばBARRAのリスクインデックスの事業を月次で確認することによって、各プロダクトが競合するバリューやグロースといった視点が

定量的に確認できるのか、スタイルの一貫性が確保できるのかといった観点から、運用機関のヒアリングを含めて確認を行っているところでございます。

さて、国内株式のアクティブ運用につきまして、若干の補足をさせていただきたいのですが、資料クリップをとっていただきまして、資料2附属資料と右上のほうに書いてございます、前回研究会でお示しした資料でございますが、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という資料でございますが、こちらの資料の最後のページをご覧ください。

ここには公募の結果を記載してございます。このうち国内株式のアクティブ運用につきましては、今回18プロダクトを採用したところでございますが、そのうち一番上の段の絶対収益追求型運用につきましては、ノンベンチマークということになってございます。

このプロダクトの評価方法はどうするのかというところでございますが、定期的な評価としましては、運用機関が標榜する目標リターン、例えば一番上の段のみずほ信託銀行の集中投資型のプロダクトにつきましては、中長期的に8から12%ということの目標を掲げておりますため、これを達成しているかということを確認することとしております。

また、一方でこの絶対収益追求型運用のプロダクトを採用したことの当組合に対する評価につきましては、政策ベンチマークでありますTOPIXとで比較することで行うものと考えているところでございます。

もう一度先程の別紙をご覧ください。

今回の国内株式のアクティブの運用の公募におきましては、バリューファンドは採用しなかったところでありますが、この資料の1枚おめくりいただいた4ページをご覧くださいますと、バリューファンドとグロースファンドの割合につきましては、公募後ほぼ同じウェイトになっているということがご確認いただけたと思います。

それでは、資料本文のほうにお戻りいただきまして、続きまして、国内株式のパッシブ運用について、でございます。

現在のプロダクトのベンチマークにつきましては、TOPIXのみとなっております。公募の目的ですが、インデックスを多様化することによりまして、運用効率の向上を図るため、JPX日経インデックス400をベンチマークとするプロダクトなどの公募を行ったところでございます。

次に、(2)の外国株式のアクティブ運用についてであります。現行のプロダクトは市場型、バリュー型、グロース型の運用手法があり、スタイル分散は図られていますが、少数のマネージャーに対する集中により、全体のリターンが個別のパフォーマンスに大きく依存している状

況にあります。また、ベンチマークにつきましては、MSCI-KOKUSAI、MSCI-Emergingを採用しているところであります。

公募の目的でございますが、運用手法の多様化やマネージャー分散によるリスク分散等の観点から、先進国と後進国を投資対象としますMSCI-ACWI除く日本をベンチマークとする新たなプロダクトなどの公募を行ったところでございます。

ページを1枚めぐりまして、次、2ページの外国債券のアクティブ運用についてであります。

現行のプロダクトは市場型、クロスヘッジ型の運用手法があり、マネージャー数は外国株式などに比べて少なく、またプロダクトのファンド規模に大きな差があります。ベンチマークにつきましては、シティ世界国債インデックスを採用しているところであります。

公募の目的ですが、現行のベンチマークのプロダクトに加えまして、「長期給付積立金に関する基本運用方針」で定めている範囲内で国債以外の社債等を投資対象としたベンチマーク、例えばシティ世界BIG債券インデックス、そうしたプロダクトなどの公募を行っているところであります。この公募につきましては、現在採用に向けた選考過程でございます。

次に、選定プロセスについて、でございます。

選定プロセスにつきましては、基本的には各資産のプロセスは同じでございます。

初めに、新規プロダクトの公募につきまして、おおむね3週間程度の公告をします。次に、応募のあったプロダクトにつきましては、3以降の選考等を踏まえ採用されていることとなりますが、初めに、資格要件を満たしているかどうか形式的に確認をする事前選考を行います。

次に、一定期間以上の良好な成績を上げているかを確認し、2次選考を行う対象を絞り込むための定量評価を行います。その内容としましては、過去の中長期のパフォーマンス、トラッキングエラー、IRなどの定量データの確認を行い、運用スタイルやベンチマークを考慮し、2次選考を実施するプロダクトのスクリーニングを行うこととしております。

具体的な定量評価につきましては、次の3ページにありますように3年及び6年の報酬控除前の超過収益率がともにマイナスである場合や、3年の報酬控除前の超過収益率がマイナスかつ6年の実績がない場合は落選とし、アクティブファンドについては、成功報酬を導入することが出来るかといったようなことの確認をします。

次に、2次選考につきましては、今度は運用哲学、運用手法、運用体制を確認する定性評価を行います。2次選考では(3)に記載した評価者が1次選考を通過したプロダクトについて、運用機関のヒアリングを行い、最後は合議によって総合的に行うこととしております。

このヒアリングを行う評価項目としましては、1つ目が運用哲学及び運用スタイルについて

明確な説得力があるか。

2つ目として、運用体制について適正な人員の確保が出来ているか。

3つ目として、運用プロセスについて明確な説得力があるかなどといったことにつきまして、運用機関から直接ヒアリングを行い確認することとしております。

続きまして、4ページでございますが、選考プロセスの最後は、当連合会に設置されました資産運用委員会において、2次選考における総合的な評価を踏まえ、新規プロダクトの採用についての審議を行うこととしております。

また、審議におきましては、各プロダクトのリスクや複数プロダクトを採用することによる分散効果、連合会全体のリスク・リターンへの改善効果などについて検証を行っており、採用するプロダクト数、設定金額については、プロダクトの特性、最小運用ロット、スタイル分散、リスク分散の状況、各資産のアセットアロケーションの状況などを考慮して決定することとしております。

最後は、新規プロダクト採用先または落選先に対して、結果の通知及び採用通知を連合会のホームページにおいて公表することとしております。

以上、簡単でございましたが、新規プロダクト公募に係る選定プロセス等について説明を終わらせていただきます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明について、ご意見とかご質問がありましたらお願いします。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 3点ほど質問させていただきます。

まず第1は、この絶対収益型の運用についてですが、先ほどの説明ですと、この一番上に出ているみずほ信託銀行の場合には、8%から12%の絶対収益を、中長期というから3年から5年ぐらいですか、上げるという目標だということだったわけですが、当然この目標を達成する手法だとかを精査されて、この8%から12%を達成する蓋然性が高いという判断をされたから採用されたと思うのですが、それは果たしてどういう手法でしょうかということが第1点です。

それに関して、ちょっと私のコメントを付け加えますと、絶対収益型といってもヘッジをしているわけではないから、相当株式の相場動向に影響されるのではないか。例えば、株式の見通しとして、期待リターンが5%ぐらいでリスクが20%強ぐらいだとすると、5年でリスクは10%ぐらいになるわけです。そうすると、マイナスになる確率は30%か40%ぐらいあるわけです。そういう中でどうやってこの8%から12%っていうのが約束されるのか、それをお聞きした

と思います。

それから、2番目はスタイル運用で先ほどグロースだとかバリューだとかについては、BARRAでスタイルを確認するということでしたが、当然そうなるとその評価についてもBARRAを使ってアルファが出ているかどうかということで、評価することになると推測しますが、それでよろしいでしょうか。

もしそうだとしたら、最初からBARRAのこのスタイルでベンチマークとしますということにしたほうが良いのではないかと。そのほうがマネージャーも評価の基準がはっきりして、どうしたら良いかということがちゃんと理解出来て行動して貰えると考えますが、いかがでしょうか。

それから、3番目はスマートベータについてですが、ここではファンダメンタル・インデックスとリスク抑制型、両方ともこれは最小分散ですか、それとSRI型という3種類が出ていますが、他にもスマートベータと言われるものはたくさん、たくさんというほどでなくとも少なくとも幾つかあると思いますが、その中でこれを選んだのは何故なのか、当然理由があると思います。

その中で少し気になることは、他を選ばずに、ファンダメンタル・インデックスでGWAとRAFIと2つあるとか、リスク抑制型でも2つあることです。これだったら他のスマートベータを入れたほうが良いのではないかと思います、これについてはどのようにお考えか、お教えいただけませんかでしょうか。

○若杉座長 どなたが答えいただけますか。

○運用第二課浅井係長 では、事務局からお話しさせていただきます。

まず、1点目の絶対収益型の8%から12%の絶対収益が達成する手法をどのように確認されたのかということですが、これは先生ご指摘のとおり、必ずこの絶対収益率が達成出来るということは、それは担保できるものはないですが、私共といたしましては、先ほど採用のやり方をご説明させていただいたと思いますが、それはヒアリング等を行って、彼らが標榜します、例えばみずほ信託でいきますと集中投資型という形になりまして、これについては私共の今まで既存のプロダクト等ございませんでしたため、こういう集中型を行うことによって、まずプロダクトとの分散が図れるというのがまず1つ、それとあわせて絶対収益型、ベンチマークを設定しないやり方という手法も1つ考えても良いのではなかろうかということで、採用に至ったという形になります。

したがって、先生がご指摘いただいたように、必ずこれをやれば絶対収益が確認出来た

のかというところについては、正直申し上げて一部不足しているところがあるのではないかと考えてございます。

2点目のスタイル運用についてということございまして、先生に前回もご指摘いただいたとおり、スタイルのベンチマークを設定すべきではなからうかというのはご質問の中に入っているかと思えます。

私共といたしましても、スタイルベンチマークを設定すべきかどうかというのを中で議論をさせていただいておるところですけれども、いわゆるバリューとかグロースとかいった場合に、先ほど冒頭でご説明させていただきました例えばPBRを切り口にしたそのスタイルのやり方、こういうものだけでははかり切れない部分のプロダクトも出てきているのではなからうかと。そうした場合に、私共といたしましては、バリューだ、グロースだと先方が言ってきたことをどういので判断するかといった定量的な一つの尺度といたしまして、BARRAというのを利用させていただいているという形になります。

そのため、BARRAのどのファクターにベットしているのか、あるいはファクターのベットしているものがある程度あれば、そこに付加価値があるということで、ベンチマークとして与えるべきではなからうかと、先ほどのスタイルベンチマークとも同じようなお考えかと思えます。

最終的に、そのファクターベットという形で私共の方で判断出来るようになれば、いずれそういう形にはなるかと思えますけれども、現状につきましては、私共としてはBARRAでまずスタイルがきちんと出ているのかどうなのか、出ているというのは彼らが標榜しているのが定量的に表せるのかどうか、そして私どもとして定性的にヒアリングで確認するというところにまだ留まっているという形になってございます。

3点目のスマートベータという観点からでございますけれども、スマートベータにつきましては、幾つか新しいそのスマートベータがあるというのは認識しているところですが、1つはスマートベータが登場してからそんなに期間が長くないというのもありまして、まずスマートベータ自体の数がそんなに多くなかったというのがございます。

そんな中で、私どもの評価として幾つかのトラックレコードがあったというのが、先ほどあったファンダメンタル・インデックスですとか、あるいはリスク抑制の部分があったという形になります。

したがって、必ずこれが良いかという形になりますと、その中で選ばれた中では比較的トラックレコードもあって、私共が定性評価をさせていただいた中で、採用に値出来るだろう

ということで選ばせていただいたという形になっていきますため、これを一本釣りして、ここはどういうところまでは至っていなかったというのが正直なところでございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

いかがですか。最初のため、試行錯誤的な要素があるという、そういう説明の趣旨だと思いますけれども。

○浅野委員 絶対収益型といっても、相場動向に左右されることを認めているのであれば、トラッキングエラーが非常に大きくても構わないとかいうような形で、TOP I Xとの比較で評価する。絶対収益も目指しているということであれば、そういう要素も入れて、複合的に判断するとかというふうな形にすべきではないかと思います。

それから、スタイル運用について言うと、BARRAでスタイルが標榜しているようになっているかどうかということは見るということ、それは良いですけれども、その評価をどうするか。当然、アクティブ運用であれば、そのアクティブ運用の目的に合ったようにやっているかどうかということの評価する必要があると思います。

例えば、TOP I Xにこのグロースのマネージャーが勝ったとしても、グロース全体が物すごく良くて勝っただけだったら、それはマネージャーとしては評価出来ません。そのため、そういう場合どうやって評価するのか。BARRAをお使いになるのであれば、それはアルファで評価するべきではないかと思います。

○若杉座長 ただいまの意見に対してどうですか。

○運用第二課浅井係長 ご指摘はごもっともでございまして、まさに私共としてはそういうふうにしてやりたくて進んでいるといったところが実態でございまして、例えばBARRAの利用の方法につきましても、結局彼らが標榜しているスタイルというのが、さっき先生がおっしゃったように、自分たちはバリューとグロースと言っていますけれども、本当にずっとそのまま彼らが標榜しているスタイルになっているかどうかと見る定性以外のものはないものですから、それで一つの定量的な尺度として、あくまでもBARRAを利用させていただいているという形になります。

したがって、今後どういうふうに評価してくるとかというのにつきましては、先ほどおっしゃったとおり、ご意見も踏まえながら今後検討してまいりたいと考えてございます。

○若杉座長 よろしいですか。

本日の説明は選定のプロセスと基準だけでしたため、今後どのように途中で評価してフィー

ドバックするかということが、浅野先生言われたとおり重要ですため、その辺もなるべく早く整理して機会を作ってここで報告していただければと思います。そういうことでよろしいですか。

他にご意見ありますか。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 ご説明をありがとうございました。

ヒアリングの評価項目については、必要なことが一通り織り込まれているように思いますが、これらを実際にどのように徹底されるかという点が、非常に重要とっております。

例えば、運用体制について適正な人員の確保と書かれていますが、人員そのものというよりは、むしろ人材、つまり十分に知識、経験を有するプロフェッショナルが必要な人数だけ配置されているか、例えば運用責任者とか、あるいは主要なファンドマネージャー、アナリストの経歴などを厳密にチェックしていただきたい。また、全体的に退職率が高いとか、責任のあるポジションの方が最近入れ替わっているのかなど定性面も含めて確認していただきたいと思えます。

それから、先ほど若杉先生から、今後の経過についても、とのお話でしたがけれども、これは採用されるときだけではなくて、運用機関の状況も日々変化していますため、継続的にきめ細かく確認していただきたいと思えます。

例えばアクティブマネージャーの場合はベンチマークが設定されている中で、極端にリターンが悪いときだけでなく良好であったとき、極端に良いということは、極端に下振れするリスクもございますため、何故そのようになったのかその原因について把握しておく必要があると思えます。

実際の市場変動の中では、マネージャーが意図した結果と意図しなかった結果ということが混ざり合っ出て参ります。このために、これらを将来に向けてどのように再構築して運用を組み立て直すのかなど不断のフィードバックが重要なプロセスとなりますため、是非継続的にしていただきたいと思えます。

○若杉座長 ありがとうございます。

村上委員。

○村上委員 浅野先生と千田委員がおっしゃったことと重複するところがあるかもしれませんが、3点ほどお話しさせていただきます。1点目は資料2の現状についての質問ですが、市場型、バリュエーション、グロース、各スタイルの超過リターンの傾向が似通っているというのは、

採用したファンドについてそういうことが言えるということなののでしょうか、それともこの期間で各スタイル自体がそのようになっていて、補完関係がないというようにこのところは言っているのでしょうか。

それがどちらなのかというのと、またスタイルは近年そのような傾向があるかもしれませんが、長期で見ると結構逆の超過収益を生んでいた時期も長くあるのではないかと思います。このところをさらっと書いてありますが、その辺の根拠というのをもう少し知りたいということです。それは何に結びつくかという、例えば国内株式だったら、この連合会が国内株式全体としてどのような超過収益を目指そうとしているかの全体のピクチャーみたいなもの、これは言ってみれば連合会としての付加価値をどうやってとっていくのかというような投資哲学に結びつくところで、国内株式全体をどのように構成しようとしているかということなのです。

本来、それが最初でありきで、しかる後にファンドの選別に入っていくというプロセスがあるのではないかなというように考えるわけです。ただ、どのようなファンドが応募してくるかによって、その辺も少しアレンジしなければならないというところが出てきますが、その辺の方法論というのが結構重要なのではなかろうかというように考えているわけでございます。

それから、2点目はアルファの蓋然性、浅野先生が蓋然性という言葉をお使いになりましたけれども、例えば過去のパフォーマンスをベースにしたものと、再現性だとか、いろいろな言葉が使われているかと思いますが、そのところを選ぶ側として何をどう判断したかというのは、絶対収益型でなくても結構一番重要なところではないかと思うのです。

定期的にレビューを行うのに際して、ファンド自体がどうだったかという評価があると思いますが、選び方がどうだったかというところ、選別の手法が良かったのか悪かったのかということの方がむしろ全体への影響が大きいのではなかろうかと思います。それをきちんとレビューできるようなやり方をとっていくということ、選んだ根拠がそれで本当に良かったのか、プロセスが良かったのかということをしてレビュー出来るような方法にしておく必要があるのではないかということです。このところが2点目でございます。

それから、3点目は最近いろいろな運用会社、いろいろなファンドが出てきていますため、これはおそらくされていることだと思いますが、具体的な評価に入る前にその運用会社のビジネスへの取り組み方とか、トップの考え方だとか、この運用ビジネスについてどのように考えているかというようなビジョン、そのあたりの継続性というものをきちっと見ておくということが重要になってくるのではないかと思います。継続しない運用会社も出てきているように見えますため、多種多様な運用会社が出てきている中で、そのような事項を前もってチェックを

するということが重要ではないかということです。そのようなことで3点申し上げました。

○若杉座長 事務局からお願いします。

○運用第二課浅井係長 千田先生と村上先生、ご指摘いただいた事につき若干重複する部分もごございますため、あわせてご回答させていただければと思いますけれども、まず千田委員からいただきましたヒアリングの方法について、もう少し踏み込んでということだったと思いますけれども、先ほど具体的な人員の確保ということをおっしゃっていただきましたので、例えばこれでいきますと、先生がご指摘いただいたとおりの私共といたしましても実際人数が多いかどうかということではなくて、その人数がきちんと運用のアルファを結びつけるような体制になっているのか。例えば、人数だけあって実際運用している人は少ないというところも多分にごございます。

それと、千田委員もご指摘いただいた、運用の経験はかなり長いですが、その会社に定着しているのは実は半年前とか、運用のチームはそのままごそっと違う会社に来てしまったと、こういうケースも実はある。したがって、その会社の定着率ですとか、あるいはその退職率とかですが、これも当然私のほうで見させていただいているという形になります。

それと、千田先生、先ほどの浅野委員とも重複しますが、パフォーマンスの評価の仕方等について、そのスタイルによるものなのか、あるいは個別銘柄に起因するものなのか、こちらをきちんと見ていくようにしていったほうがよろしいのではないかとご指摘だと思いますため、これについては引き続き取り組んでいきたいと考えてございます。

村上委員からご指摘いただきました各スタイルのところの偏りのところのご指摘ですが、前者か後者かという形になりますと、地共連に採用しているところが偏ってしまっていたということです。前者のところになるかと思えます。

というのは、私共といたしましても、例えばバリューという観点からいいますと、PBR出来たものだけがバリューではないというところで運用機関としては採用していますため、こういうところの偏りが出てきてしまっているというのが実態のところになります。

2点目のところで、全体の青写真をきちんと構成してからやるべきではなからうかというところですが、私共としては、もちろん再構築については全体のこんなビジョンでいきたいというのは考えていて採用しているところですが、委員ご指摘いただいたそのあるいは青写真の描き方の細かさですとか、そのやり方ではもう少し考えていきたいなと思っています。

3点目の具体的なビジネスの考え方ですとかビジョンというのも考えなくてはいけないので

はなかろうかと。

これにつきましては、日本における、例えば外国にいきますと日本における体制ですとか、実際のヒアリングをやる時に、その会社のトップの方に来ていただいて、このプロダクトをどう考えているのかとか、今後どう考えていくのか、日本に対するビジネスはどのようなかというのを折りに触れて確認させていただいているという形にはなっております。したがって、そういう確認項目については、ヒアリングの項目の中で少し織り込んでいくとか、こういう努力はしていきたいなと思っています。

以上です。

○若杉座長　そういうことでよろしいですか。

いずれにしてもまだ始めたばかりで、これから学びながらやっていくことがあると思いますため、その辺ラーニングの過程を大事にさせていただければと思います。

それでは、他によろしいですか。

以上で本日予定しておりました議事が全て終了しましたけれども、前回、高山委員からコーポレートガバナンス・コードについて、パブコメに答えようということがありましたが、地共連でどのように考えておられるか、少しお聞かせください。

○酒巻企画管理課長　コーポレートガバナンス・コードに関しましては、金融庁と東証で有識者会議を設置して、検討を重ねていたところでございますが、今月12日の会議の際に、そのコード原案が取りまとめられまして、今月17日からそれが広く意見を聴取するという、いわゆるパブリックコメントにかけられているところでございます。

前回、高山委員からそのようなご提案いただいたことを踏まえまして、まずは期限を設けまして、各委員の方々に実際にコードの原案をご覧いただきまして、ご意見、パブコメ案などといったものを事務局宛てお送りいただければと考えております。そのお送りいただいたことを踏まえまして、事務局のほうで取りまとめ等させていただいて、お諮りした上でパブコメに出すなら出すというような形で進めさせていただきたいと考えております。

そのパブリックコメントの締め切りが来月23日、金曜日となっておりますので、当方の作業の都合上、年末年始を挟んでしまって恐縮ですが、1月9日の金曜日までに事務局宛てお送りいただければと思います。よろしく願いいたします。

○若杉座長　アベノミクスのもとでのガバナンス改革というのは、ここでも前回取り上げられた日本版スチュワードシップコードがあるわけですが、これは本年の2月27日だったですか、そこで有識者会議で出まして、その後それを受け入れられるかどうかの表明と基本方針を発表

するというようなことが行われてきました。

それから、6月に会社法の改正がありまして、監査等委員会設置会社がこれから入ることになっています。これは従来の委員会設置会社と監査役設置会社の全く折衷案で、いわば監査役会設置会社の監査役を取締役にして、議決権を持たせようというものです。それで、委員会設置会社とどう違うかという、経営者があまり好きではない指名委員会と報酬委員会を除いてしまおうということです。ただし、監査等委員会の委員である取締役には、取締役の指名と報酬に関して一定の発言権を与えます。全くの折衷案ということで、私の個人的な考えでは、ガバナンススタイルのバリエーションを増やしてもどうしようもないのではないと思えます。この流れの中で、先週の12日に金融庁の有識者会議のほうからコーポレートガバナンス・コードの原案が出たということになるわけです。私の個人的な意見ですが、取締役の独立性が入ったという点では大いに進歩だということと、今まで報酬に関してインセンティブという言葉がありませんでしたが、インセンティブに言及していることとが、今までのものと随分違うところだなという感じがしました。

我々としてもぜひパブコメに応えたほうが良いと思っていますため、その後どのように発表するかとかそれはまた別問題として、皆さんから後で原案を配ってくださるのですか。

○酒巻企画管理課長 はい。

○若杉座長 それを見て、今、事務局から言いましたように、1月9日までに皆さんのご意見を出していただければと、その後どのように事務局でまとめるのか、我々の中の誰かが出て原案作るのか、いろいろそれは考えてみたいと思いますので。

何かこれについてご意見ありますか。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 当連合会として、ガバナンス・コードにコメントを正式に出すというご対応をしていただけるとのこと、大変嬉しく思っております。

ガバナンス・コードは、現在、70カ国ぐらいの先進国・主要国では既に制定されております。アメリカのようにルールベースの国はコードという概念は馴染まないで入れておりませんが、アメリカは別として、日本が多分先進国では唯一入れていない国だと思います。日本だけが非常に遅れていた状況だったわけですが、それにも関わらず金融庁を初め、関係者のご努力で内容的にはかなり世界のスタンダードに近いコードができたと思っています。

恐らくこれが策定された後は、日本の企業カルチャーから考えると、皆さん真面目でいらっしやるため、コードの実践に努めると思われます。そして、それは日本の企業の長期的な成長

方にポジティブな影響を与えます。そして重要なことは、もしそうなれば、当連合会の長期的な運用リターンにもポジティブな影響を与えることでしょう。そのため、そういう観点からもコメントをぜひ出すべきであると思います。

コードの原案をご覧になると分かると思いますが、30ページぐらいのかなり長いものですが、決して全ての項目についてコメントする必要はないと思います。コードについての基本的な考え方についてどう思うかということと、あと幾つかポイント、先生がおっしゃられた報酬もそうかもしれませんし、独立社外取締役についてのところとかもそうかもしれませんが、重要なポイントについて簡単にコメントするという形の短いものでも結構だと思います。とにかく、当連合会がきちんとした考え方を示すということに大変意義があると思っております。

○若杉座長 少し補足しますと、東証は10年ほど前にコーポレートガバナンス原則を入れましたが、それはOECDの古い原則でした。そのとき既にOECDが改定ガバナンス原則を出すことが分かっていたのに、東証はわざわざ古いのを採用しました。今回は、10年前に発表された改定コーポレートガバナンス原則にほぼ準拠しているという感じです。個人的には率直に言って、何をしているのかという感じです。

これは私の理解ですので、影響されないで結構です。ヨーロッパ的なガバナンスには、ステークホルダーガバナンスという呼び方があります。アメリカ流ですと株主が突出しますが、これはヨーロッパ的、大陸的で、全てのステークホルダーを大事にしようという面が強いといえます。その点、日本でも受け入れられやすいガバナンス論です。そういうことで、世界のベスト・プラクティスである指名、報酬、監査のところについてははっきり触れていないという意味で、時代遅れという感じがします。しかし、高山委員言われたことも大事なことで、肯定的に考えていきたいと思います。私ばかり話してしまいましたが悪いですか。

パブコメにつきましては、委員の皆さまにご意見を出していただくということで進めたいと思います。よろしく願いいたします。

それでは、以上をもちまして第9回の資金運用基本問題研究会を終了いたします。ご協力どうもありがとうございました。

午前10時15分 終了