

第10回
資金運用基本問題研究会

平成27年2月2日（月）

地方公務員共済組合連合会

午前10時37分 開会

○酒巻企画管理課長 それでは、皆様お揃いになりましたので、ただいまから第10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。

まず1枚紙で議事次第がございまして、その次に配席図、そして、資料1、資料2、その下に（参考）、次に参考資料というもの。以上でございます。

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 委員会が二つ続いていますけれども、引き続きよろしく願いいたします。

本日の研究会の議事は、コーポレートガバナンス・コードについてと外国債券の公募状況についての2本となっております。

それでは早速、最初の議事、コーポレートガバナンス・コードについてから始めたいと思いますが、初めに事務局から説明をお願いいたします。

○酒巻企画管理課長 それでは資料1をご覧ください。

まず1でございますけれども、コーポレートガバナンス・コード原案に対する意見表明でございまして、こちらは前回の研究会の委員の方のご発言を踏まえまして、研究会終了後に各委員の方々にご意見を賜りました上で、事務局においての取りまとめ、一部、表現の調整などを行った上で、1月23日に金融庁に意見を表明したところでございます。その内容につきましては、こちらの資料の2ページ目に掲載してございます。

こちら、先ほどご説明させていただきましたので、省略させていただきます。

次に、2の連合会の今後の対応というところで、まず会社法改正が平成26年6月に国会で可決されまして、その公布もそのとき行われ、施行日が、公布の日から起算して1年6月を超えない範囲内で、政令で定める日となっております。またその政令が定まっていないために、具体的な施行日が確定していません。報道では、今年度末で6月の株主総会に間に合わせるようにというようなことがございますことを踏まえまして、この会社法改正内容を連合会のガイドラインなどへ反映させる検討を進めると共に、施行日については、情報を収集はしたいと考えております。

必要があれば、今年度末をめどに連合会ガイドライン等に反映させた上で、毎年度初めに各委託機関に議決権行使の方針について説明会を行っているところなのですが、その場で周知した上で、今年6月の株主総会での議決権行使に適用してもらうことを目指そうと考えてございます。

あと、このコーポレートガバナンス・コードに関連しましては、これは公表されたときの「来年」ですから、今年の6月の株主総会のシーズンに間に合うように、新たにこのコードを策定するというような記載がございました。

それですと6月の中旬あたりにこの原案を確定させて公表するというような話がございしますが、連合会では委託機関を通じた行使となっておりますため、委託機関での対応準備期間ということも考慮しなければならないため、仮に先ほど申し上げたタイミングで確定した場合、周知期間などの関係で、全ての項目において、この6月の株主総会に適応するようなスケジュールを進めてもらうのが可能かどうかということが見えないところなのでございますが、いわゆる現状、原案は公表されておりますため、それをもとに連合会ガイドラインなどへの反映については検討を始めると共に、その具体の反映時期につきましては、委託機関での準備期間も考慮しつつ、あとそのコードの確定公表の時期ですとか、その内容を踏まえて検討したいと考えてございます。

資料の説明としては、以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

ご意見、ご質問等ございますか。高山委員、どうぞ。

○高山委員 先ほどは全体の会議でしたので、申し上げなかったのですが、今回、ガバナンスコードに対する意見表明作成に当たっては、非常に限られたタイトなスケジュールで、他に重要な案件が多くある中、委員の皆さんの意見を踏まえて、立派なものを作ってください、本当に感謝しております。

ガバナンスコードの策定のタイミングなのですけれども、最後の有識者会議が3月5日に開かれるという話だそうなので、そこでほぼ確定して、その後、「てにをは」のチェック等はあるとは思いますが、3月の前半ぐらいにコードの最終版というか、完成版が出ると予想されます。

それに合わせて東証が上場規則の改定等を始めますが、コードの内容そのものはもうその時点で確定するものと理解しております。また、原案とその最終完成版の間にそれほど差異がないということも予想されますので、今、おっしゃられましたように、今から準備を始めるのが妥当かと思えます。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

他にいかがですか。どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 コードの内容には関係ないのですが、実際このコーポレートガバナンス・コードを実行するという事になると、企業にとってはそれなりのコストがかかりますね。社外取締役報酬を払ったりとか、社外取締役にちゃんと機能してもらわないといけないということになると、スタッフを雇ったりとか、いろいろなコストがかかります。そのコストについてはどう考えているのでしょうかというのが一つあります。

それとの関連で、我々にとって深刻というか、直接関わってくるのは、スチュワードシップ・コードです。これを実施するに当たってのコストというか、実効あらしめるためには、何かやれば当然それなりのコストがかかるということになるかと思えます。

具体的には、当連合会がスチュワードシップ・コードの受入れを表明したと言うのだけでも、文言だけでは駄目ですよ。何か具体的にやるとすれば、組織なり人の手当てが必要になります。それについて、いや、当連合会はそれを表明するだけで、あとは全部運用機関に任ずると言ったら、運用機関のほうではそれを受けて、体制を整えるとか、株主総会が集中して大変だと、そのときのスタッフをどうするのかとか、そんなような問題が出てくるわけで、それに対して、委託報酬を上げるわけではないし、そのあたり、どのようにお考えになっているのだろうかとなんと少々疑問に思いましたが、いかがでしょうか。

○若杉座長 いかがですか。高山さん。

○高山委員 まず企業側のコストについてですが、確におっしゃるように、社外の方に来ていただくとなると、その報酬の部分が直接的なコストになります。それからやはり取締役会事務局を非常に充実させなければいけないということで、時間、人の手当て、それに伴う費用ということで、かなりコストがかかることは間違いないと思います。

一方、海外の諸事例を見ますと、社外取締役をコードなりいろいろなルールで定めていないのは、先進国では日本だけです。他の国々、それから途上国であってもそういうルールは既に定められており、既に30年とかあるいは10年とかという長い時間が経過しています。

それらの国々では、独立した社外の方が入ることによって、最終的に経営の質が向上して、中長期的な企業価値に繋がるというのが、コンセンサスとしてあります。

もちろん初期費用から始まって継続的な費用もあり、企業には負荷がかかりますけれども、それを超えるだけのリターンがあるというのが、欧米・アジアの主要国での企業や、それから投資家間の理解だと考えております。

ただ、そのためにはコードの形式ではなくて、中身を、実効性を踏まえて、企業がきちんと実践することが重要です。各企業に任せる部分もありますけれども、投資家としてもそのこと

ころを、ガバナンスの実効性について各企業がしっかり考えて、努力しているのかというところを、見ていかなければならないと思います。そうすると先ほどの話に戻って、投資家側でもコストが発生することになると思います。

まず当連合会に関わるコストや、これからどのように体制を変えなければいけないかということなのですが、私は、当連合会の組織は十分しっかりしていると思います。スチュワードシップ・コードの話より随分前から、ガバナンスや議決権行使に対する基本的な原則を定め、それから実施する体制もきっちり出来ております。

ですので、スチュワードシップ・コードが入ったからということで、当連合会に余計に負担がかかるとは、あまり思っておりません。今まで運用機関などと話す時も、ベースになるものはあまりなかったため、いろいろ説明しなければいけないところもあったのではないかと思います。しかし、ガバナンスコードが出来て、あるべきガバナンスはこれだというベースが出来たことで、むしろ当連合会にとっては、仕事がよりやりやすくなるのではないかと思います。

あと、運用機関側に負担がかかるというところですが、当連合会としても、ガバナンスコードを踏まえて、企業の実効性をきちんと見なさいというふうに、今まで以上に運用機関にお願いしていくということになると思いますので、確かにそこでは、コストはかかるかもしれませんが。それを誰がどのように負担するかというのは、非常に重要な問題だと思いますので、ここは皆様のご意見も伺いたいと思っております。

○若杉座長 社外取締役の報酬というのは企業によってさまざまで、企業の規模などによっても違うのですが、大企業ではおよそ1,000万ぐらいですか。例えば10人雇っても年間1億ですよ。そのほか事務局の費用もついたとしても、大した額ではないかもしれません。それよりも社外取締役が入ってくることによって、企業の経営体制が良くなって、良いパフォーマンスを上げるようになれば、今、高山さんがおっしゃったように、そうすればそのくらいのお金、すぐ回収出来るわけですね。株主にとっても結果的に株式投資のリターンが高くなるわけですから、コストがかかっても問題ない。

もし、リターンが高まることになれば、委託機関に対する報酬だって上げることが出来るわけですから、全体としてうまくいくわけです。しかし、現在の日本の問題は、社外取締役が本来にガバナンスのために採用されていないということです。明確な目的のない社外取締役なので実効をあげえないということだと思います。経営者の方々、社外取締役を入れるのですが、社会的風潮のために入れざるを得なくてという感じで、何のための社外取締役かという、取締役会で気の利いたことを言ってくれば良いと思っているくらいではないでしょうか。

ガバナンスとかそのための指名・報酬・監査ということは全然考えていないわけなのです。

そういう意味では、社外取締役を全く間違った入れ方をしているので、それを変えなければいけないと思います。それを正すのはやはり機関投資家の役割ではないかなと思います。

Comply or Explainということですが、日本では、ComplyしないならExplainすれば良いのだという、そこで止まっているのですが、Explainを株式市場が評価するということが大事なことで、そこに投資家の役割が出てくるわけです。ですから、投資家がきちんと、具体的には議決権行使で、良い社外取締役が選ばれているかを見極める必要があります。そのためには、機関投資家が、年金なら年金で、きちんと力を合わせる必要があるわけです。

機関投資家がばらばらにやっていたら困るため、先ほど申し上げましたけれども、一元化を機会に、少なくとも4団体は足並みを揃えてやれるようにするとかが大事ではないかなと思います。一元化のメリットは、私からするとそこにあると思います。つまり、日本のガバナンス改革です。つい熱くなってしまいました。

他にご意見ありませんか。村上さん、何か。

○村上委員 このことはここで議論しても仕方がないことかもしれませんが、私も以前から日本の企業というのはもっと資本効率だとか、マージンだとか、そのようなことを重要視してやっていかないと、なかなか世界と競えないのではないかというように思って、そのような主張をしてきた方の立場なのですが、このところ、一斉にそのような方向に動き始めた感じがしています。日本の特徴としまして、音頭が取られると一斉にそちらの方向に動くということで、企業もまたROEを目標にするところがどんどん増えてきているという話です。これはある意味で良いことなのかもしれないのですが、ただ日本全体のことを考えますと、例えば国内の売上高などの規模がそれほど全体として伸びない中で、経営効率だけ求めていこうとすると、どういうことが起こるかということもどこかで考える必要が出てきます。結局は、手っ取り早いのは、利潤が薄い事業からの撤退だとか、そのようなことがどんどん起こって、ややもすると経済全体としては縮小し、雇用対策や何かもまた必要になってきて、結局、日本の慣行を壊さなければならないところがいろいろ出てくるのではないかという、そちらのほうの議論が世の中で余りされていないのが少々心配しているところなのです。

それで身近な例でいきますと、先ほど運用機関の負担するコストという問題も出ていましたが、言ってみれば、コーポレートガバナンス・コードに沿ってやるということは、それぞれの事業に対して適正な利潤を上げなさいということを言っているようなところがあります。

すると、では地共連が委託している運用機関は適正な利潤がこの事業活動で上がっているの

かどうかということ、また自身の問題としても跳ね返ってくるのではないのでしょうか。もし、そこが上場している会社だとすれば、適正な利潤が上がっていない運用会社に対しては、どうしたら良いのかという問題も出てくるのではということです。その事業を辞めて貰った方が良いのかどうかという問題ですね。これは少し極端な話ですが、結局はいろいろなことに繋がってくる問題なのかなと思います。事業再編だとか、その辺が非常に加速したときに、日本全体がどうなるかということが少々懸念としてありまして、その議論は、どこか大きなところでされた方が良いのだらうと思っています。

○若杉座長 多分アベノミクスのロジックとしては、良く解釈してあげれば成長戦略ということで、いろいろ政府が補助金を出すとかいうこともありますけれども、これからこういう分野がありますということも示しているわけです。

アベノミクスとは、今やっている事業が儲からないなら、そうしたものはどんどん辞めて、新しい分野に出て利益を上げてくださいという政策だと解釈することが、アベノミクスに対する好意的な理解だと思います。成長戦略というのは、政府が成長するわけではなくて、企業が成長するということですから企業が頑張らないと困るわけです。

どうぞ、千田さん。

○千田委員 今回のコーポレートガバナンスの強化、あるいはスチュワードシップ・コードの策定の取組みについては、企業の持続的な成長を促していくその道筋が示されたのではないかと理解しております。今後、これをどのように活かしていくかについて、経営者との対話力がますます重要となってくると思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 今、企業の経営者の対話力という話が出たので、それを補足する形で一つコメントを言わせていただきます。

確かに経営者の対話力は非常に重要なのですが、そのベースとして、経営陣がガバナンスは中長期的な企業価値と密接に結びつくのだという、腑に落ちた感覚を持ってもらうことが必要です。そして、それと同時に、自分達の株主もそれを求めているのだという認識が必要なのだと思います。

ところが日本の企業の経営者の方々と話しますと、特に国内の機関投資家から、今までガバナンスの話はあまり言われたことがない。いろいろ言うけれども、結局目先の数字が中心で、ガバナンスに関しては、機関投資家はあまり重視していないのではないかなというようなコメン

トもよく聞きます。

もちろん経営者自身も責任があることではあるのですが、日本企業の主要な株主である機関投資家の側も責任があると思います。当連合会の話に戻して言えば、従来どおり運用機関を通じて、中長期的な株主価値向上というのはとても重要で、その中の一つとして実効性のあるガバナンスが非常に重要だということを伝え、それであなた方経営陣がどのようにそれを高めているのですかという質問や対話を地道に継続的にやっていくことが重要なのではないかと思います。

以上です。

○若杉座長 経営者に対するインセンティブの欠如というのは致命的だと思います。日本では経営者が固定報酬を貰っていますから、そんなリスクを取ろうという意欲は乏しく自分の在任中はつつがなくことが進めば良いというのが、恐らくほとんどのトップの方の認識であろうと言われています。他によろしいですか。

では、そういうことで、第1番目の議事を終わりにして、議事の2は、新外国債券の公募状況について、に移ります。事務局からこれの説明をお願いいたします。

○馬場運用第二課長 それでは資料2の外国債券の公募状況について、ご説明いたします。

外国債券のアクティブ運用につきましては、前回の研究会でもご説明しましたとおり、現行のシティ世界国債インデックスをベンチマークとしますプロダクトに加え、「長期給付積立金に関する基本運用方針」で定められている範囲内において、国債以外の社債等にも投資対象を拡大する方向で、新規プロダクトの公募を行い、現在、選考を行っているところであります。

昨年10月に公募しましたところ、72のプロダクトの応募がありました。ベンチマークごとの応募状況につきましては、表の記載のとおりでございまして、連合会がベンチマークとしておりますシティ世界国債インデックスの他、シティ世界BIG債券インデックス、バークレイズグローバル総合インデックスがございました。これらの違いにつきましては、また後ほどご説明いたします。

それから応募のありましたプロダクトのうち、その他インデックスとしましては、国の財政健全度やインフレなどに着目したベンチマークによるプロダクトの応募がありました。

次に、これまでの選考のプロセスについてご説明いたします。

始めに（1）事前選考としまして、運用機関に対し、資格要件に関する調査票の提出を求め、最低限必要な資格要件を満たしているかを確認いたしました。

主な資格要件は記載のとおりでございますが、ここでは10のプロダクトが資格要件を満たし

ておりませんでした。

次に（２）の一次選考としまして、過去の中長期のパフォーマンス、I Rなどの定量データの確認を行うと共に、運用スタイルやベンチマークを考慮し、二次選考を実施するプロダクトのスクリーニングを行いました。

主な評価項目につきましては記載のとおりでございますが、ここでは、23のプロダクトが落選しております。

これらの選考の結果、39のプロダクトが一次選考までを通過したところでございます。

裏面に移りまして、この39のプロダクトにつきましては、現在、二次選考といたしまして、運用機関の運用哲学や運用手法、運用体制、運用プロセスなどの定性的な観点を中心に運用機関のヒアリングを実施しているところであります。

今後、二次選考などを踏まえ、採用するプロダクトを選定することになりますが、選定に当たりましては、外国債券のポートフォリオのリターンの上昇とリスク分散などに資する観点に十分注意して、選定してまいりたいと考えております。

さて、今回応募のありましたシティ世界国債インデックス、シティ世界BIG債券インデックス、バークレイズグローバル総合インデックスにつきまして、簡単ですが、次の参考資料でご説明申し上げます。

初めのこの資料の中の二つ目のところの種別構成の欄をご覧ください。シティ世界BIG債券インデックスは、シティ世界国債インデックスを構成とします国債以外に社債などを含む債券で構成されております。またバークレイズグローバル総合インデックスはシティ世界BIG債券インデックスと同じように、国債以外に社債なども含む債券で構成されておりますが、裏面をご覧くださいますと、その違いはバークレイズグローバル総合インデックスのほうが構成される通貨が多いという特徴になっております。

それから、同じ面の一番下のグラフでございますけれども、インデックスの推移を表しておりますが、2007年のサブプライムローンの問題の頃から、社債などが売られたことから、社債等を含むシティ世界BIG債券、バークレイズグローバル総合インデックスがシティ世界国債インデックスに結合しておりますが、その後、ほぼ同じように推移していることが確認出来ます。

続きまして資料でございますが、参考資料と書かれました「外国債券アクティブ-既存ポートフォリオ-」につきまして、ご説明を申し上げます。

現在の外国債券の状況がどのようになっているかということで、私どもで分析しました資料

でございます。

まず1ページをお開きください。

始めに超過リターンの推移とリスク・リターンのグラフをご覧ください。このグラフは外国債券アクティブポートフォリオのリーマン・ショック前からの超過リターンの累積を示しており、この過去6年では、左下のリターンの欄にありますように、ベンチマークに対して超過収益がプラスになっております。

しかしながら、右側の12カ月ローリングの超過リターンの推移をご覧くださいと、2011年の9月ごろから、収益性が悪化していることが確認出来て、その下の表の過去3年の2011年4月から2014年3月においては、リターンの欄にありますように、ベンチマークに対して超過リターンがマイナスとなっております。

ページをおめくりいただきまして、次に上の段の既存ポートフォリオのウェイト・リスク配分をご覧ください。左がウェイト、右側がベンチマークに対するリスクの内容を示しております。

外国債券アクティブでは6マネジャーを採用しておりますが、ウェイト配分、リスク配分ともA社、B社、C社の3マネジャーに集中している状況が確認出来ると思います。

次に下の段の既存ポートフォリオの年度別リターン寄与度をご覧ください。こちらは年度ごとの超過リターンに対する各マネジャーの寄与度を示しております。各年度のリターンもこれらA社、B社、C社の3マネジャーのリターンの出方に大きく振られていることが確認出来て、年度リターンがマイナスとなった2012年度、2013年度はこれらのマネジャーがマイナスになったことによるものになっております。

現状の外国債券におきましては、このような状況でございますので、現行のプロダクトについてウェイト・リスク配分の分散等の観点から、そのあり方についても考えていきたいというのが、今回公募のきっかけの一つでもございます。

以上、簡単でございましたが、外国債券の公募状況について説明を終わらせていただきます。

○若杉座長 ご意見とかご質問とかありますか。どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 今のところは、アセットクラスのベンチマークとしては、シティの世界国債を使っているのですね。現実はどうなのですか。A・B・CとD・Fで随分、差があると先ほどおっしゃったのですけれども、ひょっとしてA・B・Cは国債以外のものにも投資しているとか、そういうことはないのでしょうか。

それと今回の応募などを見ても、シティのBIGだったり、バークレイズのアグリゲート

だったりベンチマークとするような運用を提案しているところも多くあるみたいですね。となると、逆に当方のベンチマークの問題をもう一度考え直す必要があるのではないかと。アセットクラスのベンチマークとしては、フィジブルな範囲で、出来るだけ広いものが良いわけですが、マーケット・ポートフォリオに近いということで。そうすると現状で、国債以外のものも投資しているし、今後もそういうマネジャーが採用する候補に入っているとしたら、シティのBIGか、パークレイズのアグリゲートにしてしまったほうが良いのではないのでしょうか。その中で今度はそれと違うものをベンチマークとするような運用機関を採用するとしたら、その可能性も否定しないというか、残すということになるかと思いますが、その場合は、マネジャーの評価に使うベンチマークと、アセットクラスとは違うそうしたベンチマークを選択したという、いわば連合会がリスクを取っているということで、そちらのほうをどう管理・評価するかという2段階でやる必要があるのではないだろうかと思います。

○若杉座長 事務局から何かありますか。

○大森資金運用部長 政策ベンチマークに係る部分について、私から申し上げます。

これまでもシティ世界国債でやっております、今般、出ておりますモデルポートフォリオもシティ世界国債でやっております。ですので、基本ポートフォリオの検討に当たりましては、シティ世界国債をベンチマークとするという方針で進めさせていただいております。

この既存の6プロダクトですけれども、マニフェストとしてお願いしておりますベンチマークは、シティ世界国債ということでやらせていただいております。その中で運用に際しては、国債以外のもの、このベンチマーク対象外というものも一部含まれておりますけれども、あくまで現在は我々の政策ベンチマークと委託機関にお願いしておりますベンチマークは、一致いたしております。

○浅野委員 アクティブ運用の場合、特にシティの世界国債をベンチマークにした場合で、その運用もそれに限定するということになるのと、国の配分ぐらいしかアクティブの要素はなくなってしまって、それでプラスアルファを得るといのはなかなか難しいと思うのですが。

現実にはやはりアクティブをするところというのは、国債以外もやるというケースが多いのではないのでしょうか。そういうことをやっているのだったら、むしろベンチマークを変えたほうが良いのではないのでしょうかと思います。BIGかアグリゲートか、どっちかにすることです。

○大森資金運用部長 私ども政策ベンチマークの考え方につきましては、先ほど申し上げたとおりなのですが、その中でベンチマーク対象国、あるいはその対象債券の中のウェイト

の置き方でアクティブ運用をされているものもあるかと思いますが、一方でベンチマーク対象外のものについても、その運用機関の判断で、一部投資をされているものもありますし、特に今回新規の公募をさせていただいて、ご応募いただいているプロダクトの中で、シティ世界国債も27ありますけれども、その中でもこのベンチマーク対象内のものの債券を買っていくというものも、むしろ多くございます。

それから、今回多種多様なベンチマークも提案としては受け付けておりますが、その中でも特に多い、ここでもその参考資料の中でお示ししています世界BIGとそれからバークレイズ、こちらにつきまして、当然、構成は違うわけですが、過去10年リターン、ご覧いただいてもおわかりいただけるとは思いますけれども、当然、差はありますが、リーマンの時期を除いてはさほど大きな差はないということもありますので、このあたりの中で、ご指摘のとおり、対象の範囲が広いわけですから、広い超過収益の源泉をもとに、そのリターンを上げていただくということの可能性についても、今、審査の中でその判断を進めているというところでございます。

いずれにしても、我々政策ベンチマークと、それからマニフェストとしてお願いいたしますベンチマークの差というものはご指摘のとおりでありまして、私どもの採用する側の判断で取るべきもの、それから委託機関のほうにお願いしたベンチマークと彼らのリターンの差というのは、委託機関において取っていただくべきリスクということで、かつそれぞれのベンチマークとの差というのは、それぞれの努力、判断の中でのリターンであると、当然審査の中でも、その採用後の運用の中でも、これはそのように考えております。ご指摘のとおりでございます。

○浅野委員 投資対象として、ベンチマークに入っていないようなものも認めているというのであれば、もうそれを含んだベンチマークにしたほうが良いというのが私の意見です。

それともう一つは、投資が不可能だとか、投資が難しいというような理由で国債に限るといふ、そういう判断があるならともかく、それがなくて、もう今や国債以外でも流動性も十分あるし、ある程度簡単に投資出来るというのだったら、そちらを含めた、より広いインデックスのベンチマークにしたほうが良いのではないかと。これが2番目のポイントになります。

そういう意味で、今やシティの世界国債に限って、それをベンチマークとする理由というのは、もうほとんどないのではないかと。むしろ運用機関としては、国債以外にも投資するところが増えていて、そちらのほうがアクティブにやりやすいわけですから、そちらのほうをベンチマークにしたほうがよろしいのではないのでしょうか。

それとアセットクラスとしてのベンチマークを定めて、運用機関には違うベンチマークをマ

ンデートで与えているという場合には、そのギャップの部分は、連合会の取っているリスクということになるわけですが、その部分のリスクは結構大きいのではないかと思いますから、それを運用結果の報告のときに示していただけないかなと思います。

○大森資金運用部長 政策ベンチマークをいかにするかという点について、浅野先生ご指摘の部分、論点というのは、それぞれそのとおりかとは思いますが、さっきも申しましたけれども、モデルポートフォリオが世界国債のほうを前提としておりまして、また4管理運用主体、それから地共済におきましても、各組合ともシティ国債で従来からやっておりますし、今後もこれを継続する見込みということでございまして、そこを地共連だけ変えるということは、公的年金のその運用の中での位置づけということにも苦心するところもあり、今のところシティ世界国債を引き続き政策ベンチマークとしたいと考えておりますけれども、ご指摘の点も踏まえて、そこの運営に当たっては考えていきたいと考えております。

それから情報公開のあり方につきましては、そもそも、公的年金の世界でいっても正直、私も地共連の情報公開というのは、ボリュームあるいは質ともかなり低いものであるというのが現状であるというふうに思っております、種々、改善についての検討を進めております。その中で先生のご指摘も踏まえて、検討を進めてまいりたいと考えております。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか、とりあえず。

○浅野委員 モデルポートフォリオに関して言うと、そのベンチマークを変えるという事ことは、認められているのではないのでしょうか。むしろそういうところでこちらの独自性、別に独自性というほどのことではないのですけれども、こちらのほうがよろしいのではないかということは、むしろ主張していても良いのではないかと思います。

○若杉座長 ポートフォリオ自体は変えないで、ベンチマークを変えるということですね、当面は。それはすごく非現実的なのですか。

○大森資金運用部長 期待リターンですとか、リスクとか相関係数というのは、政策ベンチマークの過去の実績でありますとか、今後の見通しを踏まえて設定するものでありますので、私どもの基本ポートフォリオを検討するに当たっては、その前段、前提条件ということになるうと思います。

モデルポートフォリオと我々の基本ポートフォリオのベンチマークが異なるということを制度上は許容されているということをご指摘のとおりでありますけれども、そこを各管理運用主体、あるいは各実施機関というのは、我々共済組合のことですけれども、そこも含めて、これまでシティ世界国債でありましたし、そこを変更するという動きも全くない。並びだけ見て良

いのかというのはあるのかもしれませんが、その他の運用主体が全てこのシティ世界国債で変更するという見通しもない。かつモデルポートフォリオも、シティ世界国債であるということで鑑みますと、我々もシティ世界国債で同じようにいかせていただくのが適当ではないかということをお願いした次第ではありますが、モデルポートフォリオがその変更を一切許容していないというわけではございません。

○若杉座長 どうぞ、千田委員。

○千田委員 1点目はベンチマークに関して目的が何かというところに立ち返って考えると、そもそも国債以外を投資対象とするマネジャーへ委託されているということは、国債以外の投資によってアウトパフォームすることを期待されているとしますと、その際のマネジャーの運用の巧拙を評価する際にどこにポイントを置かれるかということなのだと思います。何となく上回っていたとか、下回っていたというのは、評価が甘くなる可能性もあるのではと懸念しています。

2点目ですが、今回新規に採用されると伺っていますが、既存の6社の運用に問題がなかったか、この機会に是非この評価項目を活用いただき、既存マネジャーについても再評価されることをお勧めします。採用時から大きな変化がなかったのかとか、当初の予定通りパフォーマンスが実現されているのかとか、改めて評価いただいた上で入れ替えもあり得るのではと思います。よく起こりがちなのは、マネジャー数が増加する一方で運用管理が非常に煩雑になるわりには、資産全体で見たときにリターンとリスクの関係がそれほど変わっていないということもございます。是非冷静な視点から既存のマネジャーを再評価いただくことをお勧めします。

○若杉座長 ありがとうございます。

第1点は浅野委員が言われたことと同じことでしょうか。他のものを入れるなら、それを含めたものでインデックス、ベンチマークを作るということですね。評価基準と目標とが少し違う点は工夫するということですね。

○大森資金運用部長 現在あるいは応募されているところも、社債等を含むプロダクトについても、社債等を含むにも関わらずシティ世界国債で起こされている、あるいは運用しているところがございますけれども、これはあくまで年金資金の性格等に鑑み、絶対安全かというところ、そうでもないですけれども、やはり債券の中では一番安全とされている国債、これを中心とするベンチマークを持ちつつ、その中から我々のその一つのガイドラインを守りながら、というのは安全運用の中で、その中でも取り得るリスクということで社債を選択されているということで社債が入っているからということで、即シティに限って申し上げても世界、BIG

ということではなくて、あくまで世界国債のほうを念頭に置きながら、その中での社債の採用という投資行動をされていると現状では理解をしております。

また他のベンチマークで応募されているところにつきましては、例えば社債を含むところでバークレイズグローバル総合ということであれば、社債のリスクもベンチマークとの、あくまでベンチマークとの対比で申し上げるならば、シティ世界国債よりはきちんと社債としてのリターンあるいはリスクを取っていく。それから国籍、通貨についてもその分のリスク、リターンをきちっと把握した上で取っていくという判断のもとに応募されているというものと理解をいたしております。

それから第2点目につきまして、既存のプロダクトにつきましても、今回、改良も含めて、提案の募集という中で、引くくめてさせていただいております、72の中に既存の6も入っております。ただ、そのままという応募をされているところもあれば、多くのところは内容について改良した上で、ご提案をいただいておりますので、これまでの実績の評価、それからそれに加えて、改良点の確信度を含めて審査をさせていただいているところでございます。

よろしく申し上げます。

○若杉座長 村上委員、どうぞ。

○村上委員 千田委員がおっしゃった2点目について関係することなのですが、この6社、A社からF社までについて、このような構成にするときに、全体として、超過収益が得られる構成として、このウェイト配分にするのがベストだろうというような判断が、どこかで行われていたのでしょうか。このようなところが結構、全体のマネジャーストラクチャーを構成するときに重要な観点だと思うのです。

超過収益があまり重複していないとか、重複していても良いのですが、それが全体構造としてうまくバランスが取れているという、そのところが今後も、また今回、新たに採用し直すので、重要な視点になるのではないかなと思います。

それに加えて、またこの期間の過去の評価を行うときに、その超過収益の源泉自体が市場として存在しなかったのか、それともそのマネジャーのスタイルがこの期間に適合しなかったのか、あるいはマネジャーのその能力自体が劣化してしまっていたのか、というように、いろいろな観点があると思うのです。

その辺を精査するというのが非常に重要なことになってくるのではないかなと思うのです。そ

れを既存のマネジャーだけではなくて、新規のマネジャーについても、やはり超過収益の継続性、そのところが最大の評価のポイントになると思いますので、将来に対してそれがどうかという観点をしっかり軸として持っていく、それで評価を行っていくという、そのことに尽きてくると思われるのです。

○若杉座長 ありがとうございます。

事務局、どうぞ。

○運用第二課浅井係長 若干補足と言いますか。ご説明させていただきますと、まずウェイトは、当初このウェイトが妥当だったのかというご質問なのですけれども、当初マネジャーストラクチャーをやるときのウェイトというのは、もちろん考慮しておりました。

しかしながら、この上を見ていただくようにA社B社というところにつきましては、実は私ども総合評価というのをやらせていただいている中で、超過収益率ですとか、こういうところのパフォーマンスが良いというところについては、資金のフローがあったときなどに資金追加をさせていただいたことがございます。

その資金追加の影響で、パフォーマンスの良いところに資金追加が偏ってしまったという現実もございます。この影響で若干ウェイトが高いところに資金が増えてしまったという経験がございます。

実は浅野委員から過去にもご指摘いただいたとおり、いわゆるスタイル管理をしていかなければいけないのではなかろうかと、外国株式のときご指摘いただいたかと思えます。外国株式ですと、バリューですとかグロースとかスタイル、大きく分けられたのですけれども、外国債券でいきますと、いわゆる為替と金利とやることは大体決まっています、外国債券、そのスタイル別というのは大きく偏るものではなかったのです。

そういう観点からいきますと、定性がしっかりしていて、定量がある程度良いというところに資金が行ってしまったという過去の反省がありますので、もう一回検討させていただきたいということで、実際の今の姿をお示したというところでございます。

また、村上先生がご指摘いただいた手法の違いや、スタイルのところがあったのではなかろうかというところのご指摘があります。この点につきましては、実は為替と金利のそのポジションを両方別々に取れるプロダクトと、債券に紐付いた感じでしか為替が取れないプロダクトというのがあります。これはいわゆる手法に制限されていた分があります。

ですので、ここに起因するものであるならば、その部分もきちっと評価しなければいけないだろうと考えておりますので、もし為替と金利と別々に取りたいというポジションを希望す

るのであれば、それについても今回新たに検討しますので、手法についても、もう一回ある程度ゼロベースで考えさせていただきたいと考えてございます。

私からは以上です。

○若杉座長 経験に基づいて、いろいろ工夫なさっているということですが、他にご意見よろしいですか。

それではこの議事も以上で終わらせていただきたいと思います。

以上をもちまして第4回資金運用基本問題研究会を終了いたします。ご協力ありがとうございました。

午前12時08分 閉会