

第1回
資金運用基本問題研究会

平成22年10月15日（金）

地方公務員共済組合連合会

午前10時00分 開会

○吉添課長 皆様おそろいですので、ただいまから第1回資金運用基本問題研究会を開会いたします。

それでは、当連合会の理事長の河野より一言ごあいさつを申し上げます。

○河野理事長 皆さん、おはようございます。連合会理事長の河野でございます。

このたびは、皆さん、大変お忙しい中をこの研究会の委員にご就任を賜りまして、ありがとうございます。

また、若杉先生におかれましては、前回の研究会に引き続きまして座長に就任いただきまして、大変ありがとうございます。厚く御礼申し上げます。

皆様ご案内のとおりかと思えますけれども、この連合会は昭和59年に設立されたものでございますけれども、その主たる任務は地方公務員の年金財政の調整を図るということを目的としておるところでございます。現在、地方公務員の年金制度は65の共済組合で運営しておりますけれども、保険料率は統一をされておまして、その財政調整の仕組みとしては、各組合の年金増加額の一部を当連合会の長期給付積立金に移管してもらいまして、年金資金が不足する場合に当連合会から資金を交付すると、こういう仕組みで運用しているところでございます。

現在、連合会の長期給付積立金、約16兆円と大変多額なものとなっておりますけれども、当面積立金の取り崩しという予定はございませんので、今後ともこういった資金を運用していくということが必要でございます。

その資金の運用環境でございますけれども、これも皆様ご案内のとおり、一昨年のリーマンショックによりまして世界経済大きく減速をしたわけでございますけれども、その後諸般の施策等の効果によっていったんは歯止めがかかって、ゆるやかに回復基調をたどってきたという経過でございますけれども、春先、ギリシャの財政問題、あるいは米国経済の先行きの不確実性が強まったというようなことの中、そしてまた円高もそうした背景のもとに進行しているということでございまして、景気の下振れリスクも高まっているということでございますので、今後の運用環境も景気の先行き透明感を背景にいたしまして、当面厳しい状況が続くものと我々認識をしているところでございます。

こうした状況の中で、連合会の長期給付積立金の運用のあり方諸々につきまして、有識者の皆様からご意見を賜りたいという趣旨で、この研究会の設置をさせていただいたところがございます。

昨年度までの研究会におきましては、基本ポートフォリオについてのご議論を中心に議論い

ただいておりますけれども、さらには議決権行使のガイドラインの策定、あるいは社会的責任投資の導入などについてご審議をいただきまして、この研究会での議論の成果を、我々の資金運用に活かしてまいったところでございます。

今回の研究会におきましても、基本ポートフォリオの問題、あるいは株主義決権行使に係る議論、これを引き続きお願いしたいというふうに思っておりますけれども、このほかにも例えばオルタナティブ投資などのその他の資金運用に関する課題についても、ご議論を賜ればというふうに考えております。

私どもといたしましては、この研究会のご議論を生かしまして、組合員の貴重な資産である長期給付積立金の運用を適切に行ってまいりたいというふうに考えておるところでございますので、委員の皆様にはぜひともよろしくお願い申し上げたいと思います。

以上、簡単でございますけれども、研究会の発足に当たりましてのごあいさつとさせていただきます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

○吉添課長 続きまして、本研究会の委員の皆様方を名簿順にご紹介させていただきます。

まず、若杉委員でございます。若杉委員には、本研究会の座長をお願いすることとしております。よろしく申し上げます。

○若杉座長 若杉です。よろしくお願いいたします。

○吉添課長 続きまして、浅野委員でございます。

○浅野委員 浅野です。よろしくお願いいたします。

○吉添課長 金崎委員でございます。

○金崎委員 金崎です。よろしくお願いいたします。

○吉添課長 高山委員でございます。

○高山委員 高山です。よろしくお願いいたします。

○吉添課長 千田委員でございます。

○千田委員 千田です。よろしくお願いいたします。

○吉添課長 村上委員でございます。

○村上委員 村上でございます。よろしくお願いいたします。

○吉添課長 続きまして、連合会の役職員をご紹介します。

河野理事長です。

○河野理事長 河野です。よろしくお願いいたします。

○吉添課長 小熊理事です。

- 小熊理事 小熊です。どうぞよろしくお願いいたします。
- 吉添課長 室田事務局長です。
- 室田事務局長 室田でございます。どうぞよろしくお願いいたします。
- 吉添課長 青山資金運用部長です。
- 青山部長 青山でございます。よろしくお願いいたします。
- 吉添課長 平田投資専門員です。
- 平田専門員 平田です。よろしくお願いいたします。
- 吉添課長 そして、私、事務局の企画管理課長をしております吉添と申します。よろしくお願いいたします。

それでは、議事に入ります前に、本研究会の設置要綱についてご説明をさせていただきます。委員名簿の次に設置要綱がございます。ご覧ください。主な点のみ簡単にご紹介いたします。まず、第1条でございますけれども、当連合会の資金運用の基本的問題を調査研究し、長期給付積立金のより安全かつ効率的な運用に資するということを目的としております。

次に、第2条でございますけれども、調査研究事項でございます。基本ポートフォリオ、コーポレートガバナンス、これについては毎年ご議論をいただきたいと考えておりますが、③にございますとおり、その他のことについても先生方にご議論をお願いしたいと考えております。

第3条を飛ばしていただきまして、第4条でございます。第4条の第3項で、座長に事故があるときは、あらかじめその指名する委員がその職務を代理するとありますけれども、後ほど若杉座長からご指名をお願いしたいと思います。

最後に、第5条にあります議事録の公表等についてで、ございますが、こちらは前回の研究会では設けてはおりませんでした。今回新たに設けさせていただいた条項でございます。研究会の議事録の公表等に係る所要の規定を置いております。

この要綱の次に、研究会議事録作成及び公表要領とございますので、そちらについて簡単にその内容をご説明させていただきます。

第1は目的でございまして、第2条で記録の仕方について記載しております。

議事録は、発言者名を明記の上、原則としては逐語で記録することとさせていただきます。ただ、しゃべり言葉でございますのでいろいろございますでしょうから、案件に係る議論と関係のない発言は記録の対象としないとか、あと聴取不能な部分は発言者に確認の上記録するということがあります。

また、第3条の第1項にありますように、話し言葉特有の表現等につきましては、訂正、加

筆等を発言者に確認の上行うことができるということになっております。

また、第2項、第3項では、個人情報とか法人の情報等、非公表情報については議事録の対象としないということを記載しております。

第4条でございますけれども、議事録は研究会の確認を得て作成するものとなっておりますので、研究会の場で確認をお願いしたいと思います。

第5条でございますけれども、議事録は各研究会の開催日から7年経過した後に1年度分ごとに取りまとめて、年度に1回公表するということとさせていただいております。

次に公表方法ですが、第6条でございます。ホームページに掲載することにより公表するというようにしております。

最後、次のページ、第7条ですけれども、これにより難しい場合には研究会において対応を定めることとか、あと、具体的な事項について定める必要があれば座長が定めるということが規定されております。

以上、簡単でございますが、設置要綱及びそれに基づく研究会議事録作成及び公表要領についてご説明させていただきました。

何か、これについてご質問等ございますでしょうか。

よろしいでしょうか。それでは、この要綱に従いまして今後の研究会を進めさせていただきます。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、以降の議事進行は若杉座長にお願いしたいと思います。どうぞよろしくお願いいたします。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。お忙しい中ありがとうございます。

それでは、時間が12時までということになっていますが、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。

最初に、先ほど要綱の説明の中で触れられていた、座長が不在時の職務代理者についてで、ございますが、これまでも委員をやっていただいた浅野委員にお願いしたいと思います。どうかよろしくお願いいたします。

それでは、早速議事に移りたいと思います。

今回は、最初の研究会ですので、連合会の概要やこれまでの議論についての議事が3点となっております。

議事の1が「地方公務員共済組合連合会の資金運用の概要」ですが、初めに内容について事務局からご説明をお願いしたいと思います。

吉添課長、お願いします。

○吉添課長 それでは、議事次第をめぐっていただきまして、次の資料1をご覧ください。資料1に基づきまして、連合会の資金運用の概要についてご説明いたします。

まず、1枚目はサマリーになっておりますので飛ばしていただいて、2ページ目からご覧いただければと思います。

2ページ目は、これまでの連合会の歴史等を記載しております。

まず、地方公務員共済組合制度ができたのが昭和37年でございました。次に、昭和59年に年金の財政単位を一元化し、年金財政基盤の安定化を図るという目的で、この地方公務員共済組合連合会が設立されております。その後、平成2年に公立学校共済組合と警察共済組合が連合会に加入するということがございました。現在でございますが、下の表にありますとおり、65の組合等が入っておりまして、組合員数が約288万人ということになっております。このような連合体となっているところでございます。

次のページをご覧ください。連合会の長期給付積立金の目的と仕組みについてご説明いたします。下の絵をご覧ください。下の絵をご覧ください。

各地方公務員共済組合が組合員からの掛金と、地方公共団体の負担金を集めまして、それで受給者に年金支払いをしているところでございます。そのうち、この資金がたまってまいりますので、その長期給付積立金の増加見込額の30%をこの連合会に払い込んでいただいております。資金が不足した組合がもしあれば、そこに交付金を交付するということになっております。このようにして、資金を集めることによって規模を大きくして、効率的な資金運用をしているところでございます。

現在までは、この交付金が必要になった組合はございませんので、交付金の支払実績というのはございません。

次に、4ページをご覧ください。連合会の資金運用の現状でございます。

資産規模を簿価ベースで示しているところでございます。昭和59年度、最初に発足したときには約1兆円の資産規模でございましたが、その後増えてまいりまして、平成2年度には、公立学校共済組合、警察共済組合の加入で資金規模が大幅に増加しております。その後ずっと増えてまいりまして、平成21年度におきましては約16兆円の資金の規模となっているところでございます。

この16兆円の内訳としまして、半分ぐらい、55%がこれまでの払込金で、残りの45%がこれまでに上げた運用収益ということになってございます。

16兆円の資金規模ですが、地共済全体としては40兆円ございまして、ここには書いてございませんが、市町村連合が9.8兆円、公立学校共済組合が6.6兆円、警察共済組合が2.5兆円等々となっております。

先生方の中から、地方公務員共済組合全体の財政状況等を説明すべきではないかというご指摘をいただいておりますが、今回資料が間に合いませんでしたので、次回以降に地共済全体の財政状況等についてご説明をしたいと思います。よろしく願いいたします。

次に、5ページをご覧ください。連合会の資金運用の概要でございます。（1）義務運用、（2）自主運用と2つに分けて考えております。

（1）の義務運用が連合会特有の運用でございます。①、②のうち、①が主なものでございますが、地方債及び地方公共団体金融機構債券を取得する努力義務が課されているということでございます。すべての組合の積立金増加額の30%を基準として、努力義務の金額が規定されておりますけれども、事実上は毎年、地方公共団体金融機構と協議をいたしまして、それで引受額を決めているということで、努力義務でございますので、この規定の基準額そのものを引き受けているわけではございません。

次の財務省財政融資資金につきましては、国家公務員共済組合が義務づけられている財務省財政融資資金への預託というのがございますが、地方公務員共済組合の中にも、国の職員である組合員が警察におられますので、その分は財務省財政融資資金に預託するということになっておりますが、金額としてはわずかなものとなっております。

次に、（2）自主運用でございますが、自主運用としては、①自家運用と②委託運用に分かれております。

このうち、①の自家運用につきましては、連合会が直接取得可能な資産として、国債、地方債、社債等の国内債券に限定されておりますので、この自家運用は国内債券のみということになっております。

委託運用のほうでは、国内債券のほか、国内株式、外国債券、外国株式を委託しているところでございます。

次のページをご覧ください。連合会の長期給付積立金に関する基本運用方針というものがございまして、これについて、特にこの研究会での議論に関係がございましてところにアンダーラインを引いております。そこについて簡単にご説明をしたいと思います。

まず、1番の基本的な考え方というところですが、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いうことが基本的な考え方となっております。

次に、3番の運用の目標のところでございますけれども、総合収益の運用利回りの目標は、長期的な観点から、少なくとも5年ごとに行われる財政再計算において総務大臣の定める予定運用利率を上回るということになっておりまして、このような運用目標となっております。

次のページをご覧ください。(1)基本ポートフォリオの策定でございますけれども、運用の目的を達成するために、基本となる投資対象資産の基本ポートフォリオを長期的観点から策定し、これに基づく資産配分を維持するよう努めるものとなっております。基本ポートフォリオは現在、下の(2)のところに書いてありますが、この表のとおりとなっております。国内債券が64%ということで、3分の2程度を占めております。

あと、(注)の③のところにありますとおり、許容乖離幅は、各資産プラス・マイナス5%ということになっております。

次に、3番の基本ポートフォリオの見直しでございますけれども、基本ポートフォリオの見直しにつきましては、策定時の前提条件等を毎年1回検証して、必要に応じて見直すこととするというふうに規定されているところでございます。

次のページをご覧ください。次は、基本ポートフォリオと同様、毎年議論をお願いしている議決権の行使についてで、ございますけれども、株主議決権は、企業が長期的に株主の利益を最大にするような企業経営を行うよう行使するものとなっております。

次の段落で、連合会が個別に行使の指図を行う場合には従ってくださいということがありまして、行使の指図を行わない場合には、ガイドラインにのっとり行使するものとするというふうになっておりますが、これまで個別の行使というのは行っておりませんで、ガイドラインに従って委託先に行使をしていただいているところでございます。

最後のところには、株主議決権の行使の状況の報告を受託者に対して求めるということが記載されております。

一番下のほうにあります、⑦になります、非伝統的資産(オルタナティブ投資)でございますけれども、オルタナティブ投資についてもできる規定となっております。リスク及びリターン特性、流動性、評価方法等について慎重な検討を行いながら、また一番下のほうに書いてありますが、全体に大きな影響を及ぼさない一定の資金の範囲内に限定してと、こういう慎重な書き方をしておりますけれども、慎重にしながら投資をするという規定となっております。

このように、基本運用方針上は投資ができるということになっておりますが、これまでオルタナティブ投資は連合会としてはしてきておりません。これにつきましては今勉強していると

ころでございまして、先生方にもご議論をお願いすることもあるかと思っておりますので、よろしく
お願いいたします。

次のページをご覧ください。最後に、連合会の最近の資金運用状況についてご説明いたした
と思います。

平成20年度末、21年度末、あと平成22年9月末の資金の状況を示しております。合計のとこ
ろを見ていただきたいと思います。

平成20年度末におきましては、時価総額が14兆円ということで、簿価が16兆円ありましたの
で、大分評価損が出たところでございます。これは、リーマンショックによって株価が大きく
下がったことが影響しております。

21年度には、大分株価が上がったこともありまして盛り返して15兆5,000億までいっており
ますが、平成22年9月末、直近の数字では、4月に比べると少し落ちているという状況でござ
います。

次のページをご覧ください。次に、資産別の残高の推移が載っております。

これは国内債券、国内株式、外国債券、外国株式という4資産別に時価総額と構成比を示し
たものでございます。

2番目の表の構成比を見ていただきますと、これは、22年9月末の構成比でございますけれ
ども、基本ポートフォリオ、64%、14%等に比べましての乖離幅を記載しております。乖離幅
は、国内債券が1.6%、国内株式がマイナス0.9%、外国債券はゼロ、外国株式がマイナス
1.5%、短期資産がプラスの0.8%ということで、許容乖離幅でのプラス・マイナス5%の中
には全部おさまっているという状況でございます。

次に、11ページをご覧ください。最後に、収益率の状況についてご説明いたします。

平成20年度、先ほどもご説明いたしましたリーマンショックによりまして大きく落ちており
ます。簿価のほうの運用利回りはプラスになっておりますけれども、時価の利回りであります
修正総合利回りについてはマイナス8.92%ということで、大きなマイナスになっているところ
でございます。

ただ、21年度には大きく盛り返しまして、時価である修正総合利回りはプラス7.95%となっ
たところでございます。

ただ、今年に入って9月末、8月よりは少しよくなっておりますけれども、年初に比
べるとマイナス1.57%ということで、マイナスになっている状況でございます。このような厳
しい状況に今現在はあるということでございます。

以上で、資金運用の状況についてのご説明を終わらせていただきます。それでは、よろしく
お願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの連合会の資金運用の概要について、ご質問等がありましたらどうぞお
出してください。

どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 質問というより、ちょっとコメントというか意見です。先ほど連合会傘下の共済
組合の財政状況等を開示していただけたということでしたので、今後それを踏まえてまた議論
していきたいと思いますが、とりあえず私が聞いているところでは、傘下の共済組合の中には
資金が枯渇して、間もなく連合会からの支給が始まる場所がある。その後も、幾つか既に財
政的にかなり苦しくて、ほどなく支給が必要になってくるところがあると、認識しております。

それを踏まえて、運用についてどうするかについて、連合会自身は資金がショートするとか
そういうことは全くないわけだから、あまり資金の流出入のことを考えないで運用してもいい
ように見えますが、傘下の共済組合のほうからいうと、自分のところは運用をきちっとしてい
るのに、ほかのところはリスクを取り過ぎて、その穴を埋めてやらないといけないとか、そう
いう問題がなきにしもあらずだと思います。

私が把握している範囲でも、例えば指定都市などではやはり、共済組合に割ける人間も限ら
れていて、必ずしもこの連合会のレベルでのような運用はされていないと思います。

そうしてくると、連合会でいくらうまくやっても、あるいはそれぞれの組合できちっとやっ
ていたとしても、どこかでそうじゃないところがあると、その穴埋めをしないとけないとい
うことになるわけです。そういう意味で、連合会としてどの程度まで傘下の組合の運用に対
して関与していくのか。それが今の制度でどうなっているかは知りませんが、非常に重要なこ
とではないかと思います。

これまでそうした話は全くなかったのですが、ここに来て資金不足の団体も出てきているわ
けですから、そうした地共済グループ全体としての運用及びリスクについても管理をしていく
とか、あるいは傘下の共済組合に対しての指導ないしアドバイスをする。アドバイスよりむし
ろ指導と言ったほうがいいのかもわかりませんが、そういうことをしていく必要があるのではな
いか。その是非について検討していただきたいと思います。

○若杉座長 その辺、何かありますか。一つは、傘下の組合の財政状況であり、もう一つは、
全体についての運用のガイドラインみたいなものがあるかどうかとそういうことですがけれども、

現状について、もしわかっている範囲でご説明いただければと思いますが。

○吉添課長 全体の財政状況等につきましては、ちょっと今日は資料が間に合っておりませんが、けれども、またできる範囲でお示ししたいと考えております。

全体についての、ガイドラインというようなものは特にございません。助言はできるとか、アドバイスみたいなことは我々としてもできるようになっておりますが、指導権限のようなものは特に規定されたものはございませんけれども、何ができるかというようなことは考えてまわりたいと考えております。

○若杉座長 そういうことで大事なことでするので、ここでもできるだけ議論していきたいと思っております。ありがとうございます。

ほかにいかがですか。

どうぞ、村上委員。

○村上委員 今回初めて委員にならせていただいて、幾つかわからないことがあるので教えていただけたらと思っております。

一つは、アセットミックスのところには乖離許容幅というのがあるのですが、これはバランス運用みたいな形でというか、アセットミックスのマネジメントを与えて委託しているような運用会社というものはあるのでしょうか。そこで、アセットアロケーションで舵を取りなさいよ、というような委託です。

○吉添課長 現時点では4資産別に運用をしております、我々がリバランスのときに今パッシブで資産構成を調整してください、国内債券を売って国内株を買ってくださいとか、そういうことを言ったときには売り買いすることもありますけれども、委託運用会社のほうで独自に資産を越えた売り買いをするというようなことにはしておりません。

○村上委員 そうしますと、乖離が起こるとというのは、連合会の意図によって起こるということになるわけですね。そのときのアセットミックスの乖離の許容幅の考え方というのは、時価振れだとか、実務的に発生する資金のキャッシュフローのやりくりに対応するための許容幅という部分と、超過収益を取りたいという意図の許容幅という、両方が含まれているのでしょうか。そのあたりというのは、戦略的に何か明確になっているものはあるのでしょうか。

○若杉座長 事務局からお願いします。

○吉添課長 特に戦略的に許容乖離幅の中でポートフォリオを変えて何か取りに行くということを意図しているものではございません。ただ、時価が変わるだとか償還とかによりまして、基本ポートフォリオからどんどんずれていくこともございますので、それをできるだけ中心値

まで戻すという方針でやっておりますけれども、それを戻すまでの時間もあると思いますので、その許容乖離幅をプラス・マイナス5%としているということでございます。

○村上委員 ありがとうございます。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

はい、どうぞ、千田委員。

○千田委員 村上委員と同様、リバランスをどのような判断で実行されているかという点、若干気になっておりました。アセットアロケーションで概ねパフォーマンスの9割が決まるという中で、今伺って何となくイメージがわいて参りましたが、基本的には中心ゾーンをターゲットに考えていらっしゃるのですね。乖離幅は、外れたときに上限・下限まで引き戻すところまで通常はいかないような形で運用されていると理解しましたが、それでよろしいですか。

○吉添課長 おっしゃるとおりでございます。許容乖離幅を超えたら慌てて戻すとかではなくて、基本的には中心値まで戻すということでこれまではやっております。

ただ、リーマンショックの際に、大きく株価が下落したような際には、どれだけリスクがあるか、先行きが不透明であるということでリバランスをしばらくととめたというようなこともございます。

その際には、研究会でも、議論いただいて、一時的に許容乖離幅をプラス・マイナス5%からプラス・マイナス10%に広げたところがございます。ただ、通常は中心値を目指してリバランスをするということにしております。

○千田委員 わかりました。あともう1点だけ、お願いいたします。

先ほどの10ページから11ページで、資産別残高推移のご説明がございました。収益率に関しては、アセットクラス別のものは特に開示はされていないようですが、例えば国内債券、国内株式、外株、外債というその配分、アセットクラス別のパフォーマンスがどうだったのかという評価ですね、つまり株の運用がうまくいっているのかいっていないのか。例えばベンチマークをTOPIXに設定されて、それに対する巧拙の評価については、どのような考え方でやられているのでしょうか。

○吉添課長 ここでは載っておりませんが、ディスクロもしてございませんけれども、各資産の収益がどれだけあったかというのは計算しております。基本的にはベンチマークと比較してどうなったかということの評価しているところでございます。

○若杉座長 今すぐ配ることできないですか。

○吉添課長 今すぐはちょっと無理でございます。口頭で言うことは、もしかしたらできるか

もしれません。

○若杉座長 また後でちゃんとすることにして、口頭で。

○吉添課長 後ほど、口頭で。21年度の各資産別の運用状況ですね。収益率と超過収益率、ベンチマークの比較率、それは資料としてはありますので、後ほど口頭でやります。

○若杉座長 公表はしていませんけど、ここにはいつも出てきております。今日はちょっとなくて、入れればよかったなと思っています。どうもすみませんでした。

ほかにいかがですか。

はい、どうぞ、金崎委員。

○金崎委員 非常に細かい質問で余り本質的ではないんですが、11ページの収益率ですが、運用利回りかな。この22年9月末という一番最後の網がかかっている部分というのは、半年間と理解していいんですよね。

○吉添課長 おっしゃるとおり、この半年間ということです。

○金崎委員 わかりました。よく年率にしたりすることもあるので。これだけ数字が違うとやはり半年かなということで確認だけしました。

○吉添課長 年率にはしておりません。半年の収益率をそのまま載せております。

○若杉座長 いわゆる期間利回りですよ。

ほかにいかがですか。

じゃ、特になければ、また先に進みまして、後ほどまた質問が出てきましたらお受けしたいと思います。

それでは、2番目の議事「平成21年度における資金運用基本問題研究会の議論」に移ります。これについても、事務局からご説明をお願いいたします。

○吉添課長 それでは、続きまして資料2のほうで、「平成21年度における資金運用基本問題研究会の議論」についてご紹介いたしたいと思います。

去年の研究会の議論は、主に基本ポートフォリオの見直しについてということでございましたので、これについてご説明いたします。

まず、平成21年度財政再計算が行われましたので、これを受けまして研究会におきまして、平成17年度に策定された現行の基本ポートフォリオの見直しについて議論をさせていただいたところでございます。平成17年度に策定された現行の基本ポートフォリオというのは、先ほども基本運用方針の中にもありましたけれども、こちらにご紹介してある表のとおりでございます。

議論の内容につきましてご紹介いたします。

1番、運用利回りの目標でございますけれども、1つ目の「○」でございます。運用利回りの目標につきましては、連合会で平成21年財政再計算をしております。この運用利回りを目標とするということにしております。この財政再計算における、運用利回りも含めた経済前提につきましては、厚生年金の平成21年財政検証と同様としているところでございます。

次の「○」ですけれども、運用利回りは名目値ではなく実質値、物価上昇率控除後でとらえるということにしております。

理由としては、ここに書いてありますとおり、共済年金の額が名目賃金上昇率や物価上昇率に応じて水準が改定されることになっているということ、名目賃金上昇率が物価上昇率に一定程度連動して変動するというところでございます。

想定運用期間につきましては、これは団体によっていろいろあるみたいですが、連合会のほうでは10年としているところでございます。

理由としましては、ア、イ、ウとありますけれども、1つ目が年金財政との関係ということで、今後の経済動向や年金財政の成熟度等を見きわめる必要があるということから、投資自体は超長期投資ということが前提でございますが、10年程度としているところでございます。

あとは、投資の不確実性の観点で、短期で期待の収益を得るのが難しい資産もあるということで、少なくとも10年程度にはしないといけないのではないかと、5年等では短いのではないかとということでございます。

ウの推計基礎データの制約の観点でございますが、こちらにつきましては、期待リターンを推計する際には、連合会ではシナリオをつくって期待リターンを求めるということをしており

これが、理由のあのところに書いてありますけれども、内閣府の試算につきましては、民間機関の見通しと比較して水準感に違和感があった、特に名目長期金利に違和感があったということで、こういうふうになっているところがございます。

具体的には4ページをご覧ください。内閣府の見通しと民間5社の平均の見通しというのがグラフで載っております。

上の実質GDP成長率につきましては、おおむね民間5社と内閣府と整合しているんですけども、下の名目長期金利のグラフをご覧ください。「■」でずっと右に上がっているのが内閣府でございますが、名目長期金利はこの10年間でどんどん上がっていくというのが内閣府の予想でございますが、民間5社の平均では、2014年ぐらいまでは上がっていくけれども、その後はそんなに上がらない、横ばいに近いような形になっているということでございました。

このようなことから研究会でご議論いただいて、名目長期金利については、内閣府の推計を途中で横ばいにするというところでシナリオを設定したところがございます。

次に、5ページをご覧ください。海外の経済見通しですけれども、これにつきましてはE I U（エコノミスト・インテリジェンス・ユニット）の予測値を基本といたしました。ただ、国内と同様に横ばいにするという補正はしているところがございます。

次に、6ページをご覧ください。資産クラスについてで、ございます。

資産クラスについては、内外債券と内外株式、この4資産を基本とし、それに短期資産を加えているということでございますが、国内債券につきましては、NOMURA-BPIのベンチマークで運用している資産と、義務運用資産と、その2つに分けているところがございます。

②の国内債券の【説明】のところに書いてございますけれども、国内債券の義務運用資産相当というのは、先ほどもご説明いたしましたとおり、法令上取得の努力義務がある地方公共団体金融機構債がございますけれども、これを中心に10年ラダーを意識した運用がなされておりますので、これにつきまして国内債券（義務運用資産相当）という資産クラスにしたところがございます。

これを独立した資産クラスとした理由というのが、下に書いてございます。実は、平成10年、最初にこの基本ポートフォリオをつくったときには、国内債券を2つに分けていたのですが、2段落目に書いてありますとおり、平成17年に基本ポートフォリオを変更するときに、義務運用債券についての運用上の制約が改善されるということを見込んで、ほぼNOMURA-BPI運用資産と義務運用資産相当とが、同一の特性となっていくと想定していたところがございます。

しかし、去年の基本ポートフォリオの検討に当たっては、標準偏差・相関関係というのは両者ともほぼ同じだけれども、期待リターン水準が違うこと、あとデュレーションが違うことから、国内債券のポートフォリオの特性に差異が認められるのではないかとということが考えられました。

また、国内債券は現行基本ポートフォリオの半分以上の太宗を占める資産でございますので、厳密にこの2つの資産を2つの資産クラスに分けるということにしたところでございます。

次のページをご覧ください。（2）非伝統的資産等とございます。

新興国株式への投資につきましては、現時点ではしていないところでございますけれども、今後は世界経済の成長を幅広く取り込むために、新興国株式投資を始めていくこととするということにしております。ただし、リスクが先進国に比べて非常に高いということにも留意しなければならぬということにしているところでございます。

また、非伝統的資産は、資産クラスとしては取り扱わないこととしております。新興国株式への投資をする場合も、外国株式の資産クラスで扱うということにしておるところでございます。

4番の運用対象資産の特性の検討でございますけれども、まず期待リターンでございます。期待リターンにつきましては、先ほどの、10年間の経済見通しなど経済前提から推計したベンチマークリターンから、物価上昇率を控除した実質値を推計しているところでございます。

また、昨年の議論の中で、各資産のパッシブの運用報酬を推計して、それを各資産の期待リターンから控除しているところでございます。

それで、求め方は後ほど説明しますが、求めた期待リターンはこの表のとおりとなっております。

運用報酬控除後の期待リターンが、国内債券（義務）が0.54、国内債券（B P I）が0.30、国内株式が4.72等々となっているところでございます。

次に、8ページをご覧ください。具体的な期待リターンの推計の考え方でございます。

短期資産につきましては、経済前提で出した予想される名目長期金利から、過去の長短の金利差の実績を引くことによって推計しています。

また、国内債券につきましては、義務運用相当分もB P I分も名目長期金利から推計しております。

国内株式につきましては、期待リターンを予想配当利回りとE P S成長率とP E R変化率の3つに分解して推計しております。

国内株式については、平成17年度にはモデルを3つ検討しまして、3つのモデルの平均で出したところでございますけれども、昨年度の議論では、この3つのモデルのうち、モデル2による推計を期待リターン推計の仕方としているところでございます。

モデル2の推計の仕方につきましては、ここにありますとおり、予想配当利回りは過去の配当性向等に基づいて推計しております。また、EPS成長率につきましては、1人当たりの実質GDP成長率、これは経済前提に出ていると思っておりますけれども、これに整合する手法から推計するというので、さまざまな資本分配率等の経済の指標をもとに推計するというのをしております。

また、PER変化率につきましては、これも平成17年度の策定の際にはPER変化率ゼロということでやっていたのですけれども、今回、PERの水準が38倍と大きくなったということがありまして、PER変化率を設定しました。PER変化率は長期的な均衡水準への収れんを想定して設定するというようにしております。

次に、外国債券でございますが、外国債券につきましても各国別の名目長期金利を推計をして、国内債券と同様の期待リターンの出し方をしております。

ただ、この海外の名目長期金利の出し方でございますけれども、平成17年の時点ではE I Uの推計をもとにしてございましたけれども、昨年の議論の中では日本の金利の推計と、海外の金利の推計で、かなり実質ベースの金利の差が大きくて、これをそのまま使うのは不適當ではないかという議論がございまして、海外の名目長期金利につきましては、国内の実質長期金利と海外の期待上昇率とリスクプレミアムと、この3つを使って出すということにしまして、実質長期金利の内外格差が、基本的にはないのしょうけれども、その内外格差をリスクプレミアムとしまして、そのリスクプレミアムを過去の状況から推計いたしまして、それで国内の実質長期金利から海外の長期金利を出しているところでございます。

外国株式につきましては、予想配当利回りとEPS成長率とPER変化率に分解すると。これは国内株式と同様のやり方でございます。

予想配当利回りにつきましては、主要国の予想配当利回りから推計しております。

EPS成長率の推計の仕方は、国内株式よりも随分簡単なやり方でございますが、1人当たりの実質GDP成長率の実績とEPS成長率の実績の過去の格差を用いまして、将来の実質GDP成長率の予想にそれを加えるということで推計をしているということでございます。

また、PER変化率は、国内と違いまして、ほぼ均衡水準にあると考えられることからゼロと設定したところでございます。

以上、期待リターン推計の考え方でございます。

次に、9ページをご覧ください。標準偏差でございますけれども、これにつきましては過去20年間のベンチマークリターンの標準偏差としているところでございます。

平成17年に策定した当時は、データ計測期間は1978年からということで、データ利用可能な最長期間としていたところでございますが、昨年の検討では、1980年代後半のバブル崩壊の前と後で、標準偏差や相関係数に大きな変化があったということが検証されまして、グローバル化の進展等があった1990年以降の傾向が今後も継続するであろうということで、データ計測期間をバブル崩壊後の20年間ということにしたところでございます。

また、ベンチマークリターンは、ロール年次収益率を使用しているところでございます。それを出した標準偏差はこの表のとおりとなっております。

次のページをご覧ください。資産間の相関係数ですけれども、標準偏差と同様に、過去20年間のベンチマークリターン（ロール年次収益率）から算出するというようにしております。それを出した相関係数は、この表のとおりでございます。

国内債券と国内株式の相関を見ていただくと、マイナス0.3とかマイナス0.29とか、マイナスの相関が出ているところが特徴的でございます。

次、5番、基本ポートフォリオの最適化でございますけれども、このような期待リターン、標準偏差、相関係数の3つから最適化をするわけでございますが、制約条件として2点設定しました。

1つは、短期資産を1%とする制約条件で、これは短期資産は必要最低限の水準でよいだろうという考えでございます。

また、②で国内債券（義務運用資産相当）につきましては、37%ということにしております。これも、資産の性格からウェイトを増加・減少させるようなものではないということで、今後10年間の保有見込みから算出したところでございます。

従来から設定しておりました、国内株式は外国株式よりも多くする等のホームアセットバイアスについては、昨年は設定しないということにしたところでございます。

また、詳しい説明は省いておりますけれども、一番下にありますとおり下方リスクについても検証するために、悲観シナリオによる期待リターンの推計とか、ブートストラップシミュレーションを行ったところでございます。

次のページをご覧ください。

このような数字をもとにして最適化をした結果が、この表のとおりとなっております、現

行の基本ポートフォリオに比べて、国内債券が大きく増えて70%、外国債券が現行では10%ですけれども、大きく減って5%というような最適化の結果となったところでございます。

国内債券の許容乖離幅については、従来のプラス・マイナス5%から変更して、プラス・マイナス10%とするという議論がされたところでございます。その理由としましては、内外の株式の相関が従来に比べて高まっているということで、内外株式が同じ方向に動いたときには、国内債券がその影響をもろに受けるということを経験しているところでございます。

最後6番、結論のところでございますけれども、このような最適化結果をご議論いただいたところでございますが、平成22年3月10日、前の研究会の最後の研究会ですけれども、第27回研究会の前に、GPIFが暫定的に現行の基本ポートフォリオによる運用を継続するという見込みだということが判明いたしました。この時点では、まだ見込みということで、実際にどうするかはわかっていなかったのですけれども、結局、GPIFは暫定的に運用の継続をするということにいたしました。

その理由としまして、①、②と2つ掲げておりますけれども、1つは年金制度の抜本的な見直しが予定されていること、2つ目がGPIFの運営のあり方について検討が進められていること、この2点でございました。

次のページをご覧ください。

このようなGPIFの見直しを受けまして、地方公務員共済年金も公的年金である以上、今後の年金制度の抜本の見直しの議論とか公的年金の運用についての議論を注視する必要があるもので、GPIFの状況も踏まえると、暫定的に現行の基本ポートフォリオによる運用を継続するということも考えられるのではないかとということで、仮に継続したとしても、数値とかが問題はないかどうかということを経験でございまして、研究会でご議論いただいたところでございます。

そのご議論いただいた、2つ目の段落に書かれておりますけれども、研究会で推計した各資産の期待リターン、標準偏差、相関係数、これを用いまして現行の基本ポートフォリオの資産構成比を前提とした場合のポートフォリオの期待リターンと標準偏差を求めました。

その結果がこの表にあるとおりでございます。その下に参考ということで、基本運用方針の抜粋がございまして、この中で「1 基本的な考え方」のところでは、安全かつ効率的な方法により運用するということが掲げられております。また、「3 運用の目標」では、総務大臣の定める予定運用利率を上回るということが定められております。この2つに照らして問題がないかどうかを確認していただきました。

その結果、現行の基本ポートフォリオは効率的なフロンティアに近い点にあるということで、

安全かつ効率的な方法による運用ということについては問題ないのではないかと、あと、これは一目瞭然ですけれども、期待リターンは1.60%ということで、予定運用利率を上回るということで、この点からも問題はないのではないかとということを確認していただいたところがございます。

最後、結論としましては、一番下に※印で書いてありますが、この研究会の議論を踏まえまして、連合会で最適化結果を使用するか、現行を継続するかということを経験した結果、連合会においては、諸事情を総合的に勘案して暫定的に現行の基本ポートフォリオを継続すること、研究会の後に連合会としても決定させていただいたところがございます。

13ページは、効率的フロンティアに近いかどうかという議論のグラフでございますので、省略させていただきます。

14ページ以降、期待リターンの推計の考え方の詳細が載っております。これについても説明は省略させていただきます。

最後、22ページでございますけれども、参考2でございますまして、平成21年財政再計算について、少しご紹介させていただいております。

平成21年財政再計算につきましては、ここにありまして、連合会の財政再計算におきましては、年金の給付水準を経済前提、（経済前提というのは運用利回り、物価上昇率、賃金上昇率でございますが、これは厚生年金と同様の前提を置いております。）それに加えて、組合員数がこれからどうなるかというようなことの推移について、推計等もしまして、それで収支が均衡するように保険料率を計算する、これが連合会による平成21年の財政再計算でございます。

ちなみに、参考のところにありますけれども、厚生年金においても同じような財政検証ということはおしてございますけれども、厚生年金におきましては、逆に保険料率のほうは法律によって定められておまして、その収入に合うように年金給付の水準を調整しまして、給付水準に問題がないかを検証するというものでございます。

23ページをご覧ください。財政再計算における経済前提についてということでございますけれども、ここに書いてあるのは、厚生年金財政検証における経済前提でございますけれども、1番の足元の経済前提につきましては、内閣府のシナリオに準拠して設定しているということでございます。

2番、長期の経済前提、平成28年度以後でございますけれども、これにつきましては物価上昇率、賃金上昇率、運用利回りがそれぞれこのように決定されております。

(1) 物価上昇率につきましては、日銀政策決定会合の意見等を踏まえて、1.0%と設定しています。賃金上昇率につきましては、実質経済成長率、あと被用者数の変化率、あと物価上昇率から計算されておまして、名目賃金上昇率を2.5%ということにしているところでございます。また、運用利回りは、物価上昇率や将来の実質長期金利、あと分散投資効果を加えまして、名目で4.1%としているところでございます。それで最後の経済前提の数値が得られたというところでございます。

以上、財政再計算についての説明でございます。

以上で、昨年の基本ポートフォリオの見直しについてのご議論の紹介を終わらせていただきます。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

そういうことで、昨年度の議論の結果、報告書について概要を説明していただきました。何か質問等ありましたら、どうぞ。

結局、去年はいろいろ議論したのですが、それは一応凍結ということになったわけです。

はい、どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 質問というより意見ですが。せっかく昨年度1年にわたって検討した基本ポートフォリオを採用せずに、GPIFに倣って前の17年度に策定したものを採用するというににして、ただしそれでも悪くないことを確認するため、一応効率性の検証をしているわけです。しかし、昨年度検討したポートフォリオの中身はかなり前のものとは違ってははずです。

そういう意味で、果たしてGPIFが前の基本ポートフォリオのままだから、こちらもそれに従わないといけないのかということにはやはり問題があると思います。GPIFは、なぜ新しい基本ポートフォリオを採用できなかったのかというと、この資料でもちょっと出ていますが、2020年ぐらいからの数字である実質で3.1%、名目で4.1%というとんでもない数字を目標に掲げたため、現実と合わなくなってしまったからです。名目成長率が多分せいぜい1～2%とかぐらいの成長の中で、そうした数字というものはとても現実的には考えられない数字です。

ではなぜそういう数字が出てきたかということ、100年の財政のバランスを保つために、運用利回りを上げなきゃいけなかったからです。それを実際に運用の基本ポートフォリオに落とそうとしてもそれは無理があるから、運用委員会みんながおかしいとおっしゃって、結局、GPIFは基本ポートフォリオを策定できなかったわけです。

それに比べて当連合会はどうかということ、2020年以降の話をしているわけじゃなくて、足元

の10年の運用を決めようとしたのであって、運用の目標も実質で1.5%ということで、多少の議論があろうとは思いますが、そんなに無茶な数字ではなかったわけです。それでいろいろ検討した結果ですから、それを採用すればよかったのではないか。GPIFが変えなかったからこちらも変えないというのは、やっぱりどうも腑に落ちないと思います。

それともう一つ、ここに出てきた問題として、GPIFは実質3.1%、名目4.1%という非常に高い数字で財政が何とかバランスがとれるということですが、当連合会というか地方公務員の共済組合全体は、もうちょっとリーズナブルな数字を使った場合、果たして財政は大丈夫なのか。あるいは、多分、厚生年金等よりは財政状況はいいはずですので、そんな無理をしないでも何とかいけるような基本ポートフォリオを出せるのではないか。それは、実際やってみないとわからないのですが、そういう意味でもやはり財政状況をきちっと押さえる必要があります。そのときに、どんな運用利回りを前提としてやるか、国の数字とは違って、当連合会としてあるいは地方公務員共済の全体として、きちっとした数字で押さえておく必要があると改めて思います。

以上です。

○若杉座長 どうしましょう。我々研究会としては、きちんと筋を通して結論を出したわけですが、あとは連合会のいろいろな判断の問題で、その辺は説明されますか、それとも……。ちょっと簡単に説明していただいたほうがいいかもしれないですね。

○吉添課長 先ほどの繰り返しにはなりますけれども、現行の基本ポートフォリオを継続するか変えるかというところの判断におきましては、GPIFのまねをしたというわけではございませんけれども、GPIFと同様に年金制度の抜本的な見直しが予定されていることと、GPIFの運営のあり方について検討が進められておることから、この動きを注視することが必要であるという判断と、数字上の大きな問題はないということから、継続をするということになったところでございます。

あと、先ほどの目標運用利回りの点ですけれども、これにつきましては、名目で4.1%、実質で3.1%につきましては高いということもありましたので、昨年の基本ポートフォリオの見直しの際には、階段でここ10年間は実質で1.47%でいいということですので、低いほうの目標運用利回りを設定したというところでございます。ただ、この1.47%は低いのですけれども、この1.47%、3.1%の間でどこがいいとか、合理的な水準があるのではないとか、そういう議論ももしかしたらあるかもしれません。

総務大臣の定める予定運用利率を上回るということのみが基本運用方針では定められており

ますので、それを上回ればいいということですので、今後の議論の中ではそういう議論もぜひしていただければなというところは考えているところでございます。

○若杉座長 政治的には、民主党が年金大改革をやると言っているわけで、そういう意味で動けなくなっちゃっている面があるのです。だけど、実際に動かないわけで、ほとんど今年金の業務進んでいないみたいで、みんな困っているところなんです。

浅野委員の言われたこと大事なことですので、我々頭の中には念頭に置いておくことが必要だと思うんですが、なかなか思うとおりにできないこともありますので理解してあげるといって失礼なんですけど、理解しないといけない面もあるんですよ。

何か質問、どうぞ。新しい委員の方もいらっしゃいますので。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 細かい質問で恐縮ですが、先ほどの基本ポートフォリオの考え方の中で、期待リターンとリスクの設定は、例えば国内株式と外国株式を比較いたしますと、運用報酬控除後で国内株が4.72に対してリスクは23.6です。外国株式が5.01に対して22.27ということで、ここではリスクとリターンのトレードオフの関係は成り立ってない。つまり、外株のほうが有利な形に数値的に出ていますが、それに加え、今回はホームバイアスは基本的には設定しない前提で、仕上りのポートフォリオ、最適化された結果を拝見しますと、国内株が15で外株が9ということで、国内株は相対的にはかなり高目に出ています。一方、相関係数を拝見しますと、国内株の相関、特に債券との相関はマイナスが大きくなっているところが効いてきているか、あるいは特殊な調整をかけられているかご説明いただけますか。

○吉添課長 その点については、昨年もご疑問があったところでもございまして、調べてみました。おっしゃるとおり、制約条件等の調整はしておりませんで、単純に最適化した結果がこうなっております。

国内株と外国株の期待リターンで外国株のリターンが高くて、標準偏差は若干低いのに、外国株式の比率は何で国内株式よりも低いんですかというようなご疑問が去年もありまして。おっしゃるとおり、10ページの相関係数が、国内株式と国内債券の相関ですが、マイナス0.3ということで非常に大きいということになっております。外国株式はほぼ無相関ということでございます。基本ポートフォリオの大半を占める国内債券との相関が、この場合に非常に大きく出ているということでもございます。

ちなみに、この国内株式と国内債券の相関を人為的にゼロと置いてみて、ポートフォリオをつくってみたら、当然ながらやっぱり外国株式のほうがたくさん入るポートフォリオになった

ということでございまして、この相関の差が大きく出たということでございます。

○千田委員 相関係数に関しては、過去20年間の純粋なベンチマーク実績をとられていますか。

○吉添課長 これは、過去のベンチマークを純粋にとっております。ロール年次なので、最初の1年と最後の1年は入り方がちょっと足りないということはあるとは思いますが、単純に計算したものです。

○千田委員 どうもありがとうございます。

○若杉座長 ほかにどうぞ。

○浅野委員 今のご質問に対して、私から補足させていただきます。

通常の相関係数と、10ページの相関係数はかなり違います。どう違うかという、これは実質化した相関係数になっています。通常は、実質化していません。しかも、実質化は普通は月ごとに行ないますが、ここでは1年という長い期間、私は個人的にはもっと長いほうがいいのではないかと思います、その間の物価上昇あるいは賃金上昇と、株式リターンとを比較して実質化しています。

そうすると、国内の株式は国内の物価とか賃金とプラスの相関になってきます。外国の株と国内の物価はほとんど相関がありません。そういう実質化によって、債券と株式の相関もマイナスになるという、こういう傾向が出てきます。

つまり、国内の物価上昇や賃金上昇に対しては、少し長い期間をとれば、国内の株式はヘッジ効果があるから、国内の株が外国株よりも多くなるということです。

○若杉座長 補足ありがとうございました。よろしいですか。

じゃ、村上委員、どうぞ。

○村上委員 この期待リターンのところについて一つ教えてください。8ページで、国内株式の期待リターンというのを、予想配当利回りとEPS成長率とPER変化率に分解して推計するというやり方が採用されていますけれども、このあたりの最終的にでき上がった数値の内訳というのがどのような数字になっているのでしょうか。

○吉添課長 モデル2での予想配当利回り、EPS成長率とPER変化率の内訳でございますけれども、1年当たりでEPS成長率が名目で11.88%、PER変化率が同じく名目でマイナス6.72%、配当利回りが1.49%、これの合計で名目5.85%としております。で、物価の上昇率1.08%を引いて期待リターンが4.72%と、こういう計算になっているところでございます。

○村上委員 これは、向こう10年間の推定ということでしたが、年当たりEPS成長率が10%以上が続いたというのは、記憶によりますと、あまり日本の国内株式市場で経験したことがな

い資本効率を求めているようなイメージがあるのですけれども、その辺につきましてはどういった考え方ですか。

○吉添課長 これにつきましては、EPS成長率につきましては、10年間で11.88%ということでございますけれども、EPS成長率はリーマンショックで相当落ちておりまして、2008年にマイナス89.9%というように大きく落ちたこともありまして、その後2009年とか2010年とかでかなり大きくEPSが伸びていくというような見通しを考えて、このようなEPS成長率の高い予想となっているところでございます。

○若杉座長 リーマンショックの影響を大分受けたんですね。そのかわり、PERのほうは非常に高くなったわけで、それが下がる過程でもって相殺するような形で入ってきているということですか。

○吉添課長 PER変化率のほうも、2008年は535.8%と、かなり高く上がってしまっているもので、その後急激に下がるというようなことを考えたところでございます。

○若杉座長 よろしいですか。

じゃ、予定の時間もありますので、先に進ませていただきます。

それでは、最後の議題ですけれども、「株主議決権行使について」ということで、これについても事務局から説明をお願いいたします。よろしく。

○吉添課長 それでは、「株主議決権行使について」、資料3に基づきましてご説明いたします。

まず、「1.背景」のところに書いてありますけれども、「・」、「・」と2つありますけれども、我々に課された責任としまして2つ挙げております。

長期的観点から投資した企業の株式価値を増大させるという受託者責任、あと、公的年金の1つとしての社会的責任、この2つを挙げさせていただいています。この2つの責任を果たすために、コーポレートガバナンスに積極的に取り組む必要があると考えているところでございます。

「取組みの状況」のところでございますけれども、先ほども少し説明をいたしましたけれども、個々の企業の経営判断に是非の判断を下すことは極めて困難であるということが、我々としてはありますので、適正な経営判断が担保されるように、各運用受託機関を通じて株主議決権を行使しているところでございます。

現在、ガイドラインを実際につくって議決権の行使をお願いしているのは、国内株式のほうでございます。海外の株式についてはガイドライン等に準じた扱いはしていないところでござ

ございます。

このような考え方から、下の表にありますとおり、平成16年にコーポレートガバナンス原則、あと株主義決権行使ガイドラインを策定しまして公表して、平成17年には敵対的買収防衛策についてもう少し詳しい考え方を策定して公表しているところでございます。

これらについては、毎年度見直しを行っているところでございます。それに当たりましては、研究会にも状況報告なりご議論を賜っているところでございます。最後に書いてありますが、毎年度調査をしてヒアリングもしているところでございます。

今年度の調査結果、ヒアリング結果について、今後の研究会で報告いたしますので、ご議論賜ればと思っているところでございます。

2ページ目以降に、コーポレートガバナンス原則、議決権行使ガイドラインと敵対買収防衛策の考え方を挙げております。かいつまんでご説明させていただければと思います。

まず、コーポレートガバナンス原則でございますけれども、これは具体的な内容は議決権行使ガイドラインに書いてありまして、抽象的に考え方が書いてあるのみでございますので、ごく簡単に説明をさせていただければと思います。

まず「1趣旨」のところでございますが、組合員の利益のために、実質的な株主の1人として、株式の長期的な価値の向上に必要なコーポレートガバナンスのあり方について定めるとしております。

基本的な考え方として、「(1) 連合会の基本的視点」でございますが、1段落目には受託者責任を負っているということが書いてございます。

2段落目の最後のほうですけれども、受託者責任を果たすために、株式価値増大に必要な経営を求めるとことが書いてございます。

すなわち、連合会は長期的に株式価値が十分増大すると見込まれない場合には行動するということが書かれております。

(1)の最後の段落では、「さらに」ということで書いてありますけれども、受託者責任のほかにも公的年金の1つとして社会的責任を果たしていくことが求められているということで、そういう意味でも、コーポレートガバナンスの向上に積極的に取り組むということが記載されているところでございます。

連合会によるコーポレートガバナンスの手法ということでございますけれども、1段落目では、最後のところに経営判断を生み出す装置である企業の体制に注目するということが書かれております。企業の個々の判断に口出しもできませんので、体制に注目してガバナンスを見て

いるところでございます。

「なお」ということで書いてありますけれども、株主の意見を反映させるために、株主提案とか議決権行使に限らず、企業と株主とのミーティング等、株主から情報発信するためにはさまざまな局面・手法が想定される場所であるということが書いてございますが、我々と運用機関も毎年または随時ミーティングをしているところでございますが、各運用機関にも企業とのミーティング等、企業との対話をしっかりしてくださいということをお願いしているところでございます。

次に、3ページ目からでございますけれども、「連合会によるコーポレートガバナンスの基準（望ましい企業像）」ということでございます。

「（1）取締役会の役割と構成」ということでございますけれども、一番最初の段落の最後のところでは、株主は企業経営に直接携わるものではなくて、間接的な関与にとどまるので、取締役会には高い関心を払うということを書いております。

①で取締役会の役割と機能ということで、経営に対する監督の中心として、取締役会が位置づけられているということを書いております。

次に、取締役会の構成ですけれども、取締役会の構成員数については十分な議論を尽くして、迅速かつ適切な経営判断が下せる人数とするということなどが書いてあります。具体的には、ガイドラインのほうに書いてございますので、ここは基本的なことだけでございます。

次の②の2番目の「・」の特徴的なところでございますけれども、取締役の中に独立した立場からの判断を行うことができる社外取締役が確保されていることが望ましいと、これは当初から、コーポレートガバナンス原則の中で述べているところでございます。

あと、取締役・監査役の機能ですけれども、取締役に求められる機能として、長期的に株式価値を増大させるという株主の意向を反映させるということを期待しているということを書いております。

2つ目の「・」では、それにふさわしい人材でなければならないので、そのことを十分に説明するための情報開示を積極的に求めるということを書いております。

「②監査役又は監査委員会に求められる機能」でございますけれども、1つ目の「・」では、監査役とか監査委員会には、株主に代わって監査する機能を期待するということを書いてございます。

また、次のページですけれども、先ほどと同じで、それにふさわしい人材でなければならないので、そのことは十分に説明されなければいけないということを書いてあるところでござい

ます。

また、経営執行陣につきましては、①で経営執行に関する権限を経営執行の責任者に集約するということをすべきだということを言っております。

また、②でございますけれども、経営執行陣は、取締役会や各委員会で説明責任を負うということを述べているところでございます。

「(4) 経営執行の透明性」ですけれども、①で情報開示について、また②でIR、インベスター・リレーションズについて、これに努めるようにしなければならないということをおっしゃっております。

「(5) 株主総会」でございますけれども、1つ目の「・」を説明しますと、経営執行者に対する質問・説明を通じて会社の実情を知るとともに、経営者との質疑応答を通して、経営執行者の資質等を評価する場として株主総会が重視されなければならないということをおっしゃっております。

次のページをご覧ください。

株主総会につきまして、(5)の最後の行ですけれども、職務の成果及びIRに対する姿勢が評価されるということをおっしゃっているところでございます。

「(6) 企業の社会的責任」でございますけれども、これで先ほどの受託者責任の考え方からも、最終的にはそれが株式価値に反映されることから、株式価値の長期的な増大を妨げるような反社会的行為は行うべきではないということをおっしゃっておりますが、間のところで2行目です、ね、「公共的責務に鑑み」ということもおっしゃっておりまして、我々の社会的責任という観点も入れているところでございます。

以上、コーポレートガバナンス原則の説明をさせていただきました。

次に、6ページ以降で株主議決権行使ガイドラインについて説明いたします。7ページをご覧ください。

「1 目的」のところですが、このガイドラインは、先ほどのコーポレートガバナンス原則の趣旨に沿って、連合会の意見が十分反映されるようにということで定めたものでございます。

「2 運用」のところですが、1段落目の最後のところに書いてありますとおり、このガイドラインの趣旨に従って議決権行使の判断は各受託者、運用機関が行うということをおっしゃっております。

2段落目は飛ばしていただきまして、3段落目でございます。連合会は、受託者の議決権行

使状況等コーポレートガバナンスに関する行動の報告を求めるといことを言っております。その際に、次年度以降への指示・指図等も、我々からも考え方などがありますので、それをまた反映させてくださいといことを言っているところでございます。

その次の段落は、各企業には情報開示やインベスター・リレーションズを積極的に求めてくださいといことも言っているところでございます。

最後から2つ目の段落では、棄権や白紙委任はしないでくださいといことを言っており、あと不行使についてもしないでくださいといことを、最後の段落で言っているところでございます。

ただ、関連会社については不行使にするといこともあるかと思いますが、その場合には我々に事前に話をした上で不行使といこともあり得るといことを言っております。

次、8ページでございます。「具体的行使基準」でございます。「取締役会の構造」につきまして、どういうガイドラインになっているかといことをご説明いたします。

まず、(1)ですけれども、委員会設置会社の導入につきましては、原則として賛成。

また、「(2) 特別取締役の選定」については、肯定的に判断といことを言っております。

「取締役会の構成」につきましてでございますが、1つ目の「・」で言っているのが、取締役会につきましては、2行目以降ですけれども、企業規模の観点から他社と比較して適正な員数であることを肯定的に判断するといこと、逆に、著しく多い場合には原則として反対といことを言っております。

次の「・」では、著しく多い場合はだめで、減員については肯定的に判断するけれども、増員については、その理由が明確かつ合理的な説明かなされない限りは、原則として反対してくださいといことを言っているところでございます。この増員の場合に、明確かつ合理的な説明がなされない限り原則として反対といところは、各運用機関での独自のガイドラインよりは少し厳しくなっているところでございます。各運用機関でも独自にガイドラインを定めて、特にガイドラインを定めていないような顧客からの株主議決権についても行使しているところですが、我々のガイドラインと運用機関のガイドラインが異なる場合には、当然我々のガイドラインに従って行使をしていただくところでございます。

3つ目の「・」ですけれども、社外取締役の導入についてでございます。これにつきましては、原則として賛成といことにしております。増員についても、普通の取締役の増員と違って、肯定的に判断するといことにしております。

4つ目の「・」ですけれども、社外取締役が不在の取締役会における取締役の選任、これに

つきましては、経営判断や業務の適正を確保する仕組みについて十分に説明がある場合には肯定的に判断しますよということを言っております。逆に、社外取締役がない状況ですので、経営判断などについて十分な説明がなければ反対をしてもらわなければいけないということになります。

次の「・」は、取締役会長とCEOの職務分離については肯定的に判断、また、次の「・」は、執行役員制度の導入等の監督と執行を明確にする方策について肯定的に判断ということでございます。

2番の取締役の選任ですけれども、これにつきましては原則としては賛成としております。ただ、「・」が幾つかありますけれども、次の点について検討して、不適切と判断される場合は反対してくださいと言っております。

1つ目の「・」が、不祥事件や不法行為に関与していた場合。2つ目が、株式価値を大きく損なうようなことをした場合ということでございます。

9ページにまいりまして、利益還元にも消極的な場合、あと、情報提供にも消極的な場合。あと、適切な株主総会の運営にも消極的な行動をとった場合、あと、株主利益に相反するような行動をとった場合、こういう場合には、よく判断して反対してくださいということを言っております。

また、「ただし」のところを書いてありますけれども、不祥事件や不法行為に対してのかかわり方については、十分説明を求めるとともに、取締役の選任についてはどの取締役がその不祥事件や不法行為にかかわったのかということは、個々に検討してくださいということを言っております。

あと、株式価値を損なった場合には「×」ですよということを言っていますが、各運用会社でROEなどを見て株式価値を損なった場合には「×」を出しておりますけれども、我々のほうとしては最低限のことはここに書いておりまして、企業の業績が3期以上連続して赤字決算であり、かつ今後改善が見込まれない場合には取締役の再任に反対してくださいということをやっております。そこは最低ラインでございまして、各会社ともROE基準などで反対の行使などもしているところでございます。

次に、「(2) 社外取締役の選任」ですけれども、これについては原則として賛成ということやございますが、不適切な場合には反対。不適切な例として、「・」、「・」と7つありますが、上の6つの「・」は、先ほどの取締役の選任のところと同じでございます。最後の7つ目の「・」ですけれども、ここだけがちょっと違うところで、企業との関係で独立した立場からの判断を行うことができるか。社外取締役については、ここを見ていただくということにし

ております。その独立性について十分な情報開示を求めるところにしているところがございます。

独立性については、我々は社外取締役というからには、独立性をきちっと見てくださいということをおっしゃっておりまして、会社によっては社外取締役は導入義務があるわけではないので、導入するだけでもよいことなのだから、別に独立性について見なくてもいいじゃないかというようなガイドラインにしているところもありますけれども、我々としましては、もし独立してないような取締役であれば、それは社外取締役ではなくて普通の取締役として入れればいいので、社外取締役というからには独立性を重視して、ここはよく見てくださいということをおっしゃっているところがございます。

次に、「3 監査役の選任」についてでございます。「(1) 監査役の選任」についてでございます。原則として、これは賛成するということにしております。

減員については、その理由が合理的に説明されないような場合には否定的に判断するということにしております。また、十分な情報開示を求めるところをおっしゃっております。

また、社外監査役の選任ですけれども、社外監査役についても選任は原則として賛成、次の段落で、増員については原則として賛成、ただ、減員については、同じように合理的な説明がなされない限り否定的に判断ということにしております。

社外監査役の選任については、最後の段落の最後のところにありますように、独立性が満たされることについては十分な情報開示を求めて、なされていなければ原則として反対ということをおっしゃっているところがございます。

次に、「役員報酬等」でございますけれども、「・」が2つありますけれども、こういう場合は原則として反対ということをおっしゃっております。

1つが、同業他社と比較して著しく成績が悪かったような取締役への報酬の引き上げ、賞与、退職慰労金の支払い、これは「×」ですよということにしております。

また、不祥事に関連する役員への賞与及び退職慰労金の支払い、これも「×」ですよとおっしゃっております。

その後、少し書いてございますけれども、「社外取締役及び監査役は」というところを見ていただければと思うんですけれども、社外取締役及び監査役は経営執行陣に対する監督機能が期待されることから、これらの者に対する退職慰労金の支払いについては原則として反対するということをおっしゃっております。この社外取締役や監査役、経営執行陣に対する退職慰労金の支払いについても、もう少し緩い判断基準のところもあるようですけれども、我々のほうは厳し

くしておるところでございます。

また、ストックオプション等の報酬制度につきましては、原則としては賛成ですけれども、既存株主の持分の希薄化だとか、市場価格を下回る行使価格を設定する場合などには反対することとしております。

あと、最後の段落ですけれども、ストックオプションの報酬制度の付与対象者でございますけれども、これにつきましても先ほどと同じで、経営執行陣に対する監督機能が期待される社外取締役とか監査役、あと社外者等に対する付与は否定的に判断ということをおっしゃっております。

11ページをご覧ください。剰余金の処分につきましては、個別に判断してくださいということをおっしゃってございまして、配当とのバランスなどをよく見てくださいということをおっしゃっているところがございます。

「6組織再編等」でございますけれども、これについても個別に判断してくださいということをおっしゃっております。「なお」のところを書いてありますけれども、合併とか営業譲渡等の議案においては、客観的な評価が提示されない場合は原則として反対というようなことを述べております。

次に、「増減資等の資本政策」ですけれども、資本政策についても個別に判断としておりますけれども、幾つか例がありまして、増減資については個別に判断としておりますが、特に減資に関しては、株主利益に合致すると判断される場合は原則として賛成ということをおっしゃっております。

あと、第三者割当についても個別に判断ということをおっしゃっております。

あと、自己株式の取得については、一般株主の利益が侵害される場合を除き、原則として賛成ということをおっしゃっております。

「8定款変更」についても、個別に判断としております。

次のページをご覧ください。「9株主提案」ですけれども、株主提案については、会社側提案だったら大体賛成して、株主提案は全部反対と、そういう判断はしないでくださいということで、2行目になりますけれども、「会社側提案と同様に精査し」ということをお願いしているところがございます。ただし、一部株主の利益の追求のみが目的となっているようなものについては、原則として反対ということをおっしゃっております。

また、「反社会的行為」につきましては、これは社会的信用を失墜した場合は原則として反対ということをおっしゃっております。これは、株式価値のみに着目して反社会的行為の反対行使をするというような金融機関もあるところがございますけれども、我々としては、我々の社会的

責任にかんがみまして、単に株式価値のみに着目するのではなくて、社会的信用を失墜した場合には原則として反対してくださいということをお願いしているところでございます。

「11敵対的買収防衛策」でございますけれども、これは2つ「・」がありますけれども、株主利益を最大限に尊重した経営判断であることとか、あと、企業の長期安定的な収益に資するものであることを求めているところでございます。

これについての具体的な判断基準が次のページ、「敵対的買収防衛策議案に対する地方公務員共済組合連合会の考え方」というところに書いてございます。

この中では、ポイントとして4点挙げておりまして、「記」のところに書いてありますが、1番で「既存株主の権利・利益を希薄化するもの」、企業の価値の増加が見込まれないような大量の新株発行だとか、特別な株式（黄金株等）の発行、こういうものについては賛成できないということを挙げてございます。

2番で、「既存株主の権利・利益を不安定にするもの」、これにつきましても、原則として賛成できないとしておりまして、次のような条件が満たされないとだめですよということで、①、②ということで挙げております。

①では、実際の発動に当たって要件が明確化されることが必要ですねと、または、（要件が若干あいまいであったとしてもということでしょうけれども）独立社外者の判断が重視されるなど、判断の際の客観性が担保されていること、これがないとだめですよということを言っております。また、独立社外者の判断ですけれども、第三者委員会で発動の判断が行われる場合には、第三者委員会の委員についても企業からの独立性が満たされることが必要ですよ、ということも言っております。

また、②ですけれども、この発動の仕組みの必要性等については、株主に対して明確に説明されて、その意思を反映させる手続きがとられること、これも必要ですよ、ということも言っています。

3番では、「企業の財務を不安定するもの」ということで、増配を行うことに対しては原則として賛成であるけれども、単なる株価の引き上げをねらったような財務状況を無視した増配に対しては反対するということも言っております。

4番で「その他」ですけれども、これにつきましては、新株や新株予約権の発行を目的とする買収防衛策では、①で、二、三年程度の期間が限定された取組みでなければならないということ、あと②で、更新の際に改めて十分な説明と株主の意思が反映されているものでなければならないということも言っております。

また、一番最後の段落ですけれども、買収側からの提案に対して、買収される側の検討期間が無期限に延長されることができるようなものについては、骨抜きのような規定になりますので、このような場合にも賛成できないということになっております。

ということで、コーポレートガバナンス原則と、ガイドラインと、あとガイドラインについてもう少し詳しくした敵対的買収防衛策についての考え方を制定しております。これに基づきまして各運用機関に行使をお願いしております、それについて我々もチェックをしているというところでございます。

以上でご説明を終わらせていただきます。よろしく申し上げます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの議決権行使に関する原則とか、あるいはコーポレートガバナンス等、ご質問があればどうぞ出してください。

どうぞ、高山委員。

○高山委員 今伺いました説明に関して、内容の確認と、それから質問をさせていただきます。

株主、機関投資家の立場からすれば、個々の経営判断の是非というのは、それを評価することは非常に難しいことであるため、企業の体制に注目してガバナンスを見るという、当連合会のガバナンス原則の内容は適切だと思います。

その体制の中でやはりガバナンスのかなめとなるのは、独立性の高い取締役がいるかないか、そういったようなところになると思います。

私の確認と質問はその点に関してさせていただきます。先ほど来の社外取締役の独立性の話、例えばコーポレートガバナンス原則では3ページ、それから議決権行使ガイドラインであれば9ページのところに記載されているものですが、ここで確認させていただきたいのは、当連合会の立場としては、社外取締役の選任の議案において、当該取締役に独立性が欠如するというような場合は、その選任議案に対して反対票を投じる方針をとっていらっしゃる。当連合会は、直接行使をする立場ではないので、運用機関に対して反対するように指示をされている。そういう理解でよろしいでしょうか。

○吉添課長 そのとおりでございます。

○高山委員 この件に関しては、いろいろ日本の機関投資家の中でも意見が分かれています。日本企業に社外取締役の導入をエンカレッジする意味で、とりあえず独立性には目をつぶりましょうという意見もあります。それから、いや、社外取締役として選任する以上は、独立性は非常に重要だという意見があります。一方、欧米の主要な機関投資家においては、ほとんどす

べて後者の意見で、社外取締役として選任する以上は独立性が非常に重要だという立場をとっています。

今の日本の企業の状況を考えますと、社外取締役を導入する企業も増えつつあります。それから昨今、東証のほうでは、独立役員の届出制を導入されているという状況を考えますと、社外取締役に関しては独立性を求めます、そういう独立性のある社外取締役であれば選任しますというこのガイドラインは、適切なものだというふうに私自身は考えております。

それで、次に質問をさせていただきます。先ほど申し上げました東証の独立役員導入に関連して、国内の機関投資家の方々といろいろ話していると、東証に合わせて社外取締役の独立性の定義をもっと明確にした議決権行使のガイドラインを作成したとか、それを公表したとか、というような動きがありました。当連合会においては、そのように独立性の定義をさらに明確にするガイドラインを作成する動きというものはあるのでしょうか。

あるいは、ガイドラインはこのままにするが、当連合会が資金を委託している運用機関に対する指図において、従来より、より細かな指導をされているというような状況なののでしょうか。そのあたりのところを教えてください。

○吉添課長 現時点で、我々として基準を示すというようなことはしておりませんし、ヒアリングの場ではこういう基準じゃないとおかしいと口頭で言うようなこともしておりませんけれども、東証とかで出ている基準はきちっと見てもらわないといけないとは考えておりますし、また各運用機関のほうでも、独自の基準もあつたりしますし、それぞれの基準が全く同じではないですけれども、よくは見ていただいているところがございます。そういう状況でございます。

○若杉座長 それで、コーポレートガバナンスは、この研究会のmatterですから、提案していただければ、ここで当然議論することはできるわけです。

○高山委員 はい、わかりました。ありがとうございます。

○若杉座長 どうぞ、村上委員。

○村上委員 年金の分野で、古くは厚生年金基金連合会がコーポレートガバナンスに乗り出して、それに追随して各機関(=年金基金側)が次々とガイドラインをつくったり、それから運用受託機関も積極的に議決権行使するようになって、10年以上月日が流れていると思うのですが、一度、それがどういう効果を、すなわち本当に株式価値増大ということに対して役割を果たしていたのかどうかというのを考えてみる必要があるのではないかなと私は思っております。それで次のステージというのに何を求めたらいいのかというところがあるのではなかろうかと。

ちょっと大きな視点ではそんなことがあります。

それから、このガイドラインと、先ほどの基本ポートフォリオの見直しの中で出てきましたEPSの成長率の問題なのですけれども、結局、この基本ポートフォリオで達成しようと思っている期待リターンを当連合会として得るためには、やはり企業群にそれだけEPSの成長をしてもらわねばならないということになるわけですから、そういうことをガイドラインの中に、数値の目標としてある程度盛り込まれてもいいのではなかろうかなと思います。それを企業にある程度メルクマールとして求めていくというようなことというのにも必要になっているのではないかなと考えるのです。

実は、今年の経済財政白書を見ますと、株主の要求する利益水準が低いことが企業にリターンの高い投資プロジェクトを選択させていないというような表現が載っているのですが、あたかも投資家側にも責任の一端があるようなことになっているのですね。そのようなことを考えると、何をしなきゃならないのかというのが問題になるのですね。

実は私も、昔、運用機関にいたときから、結構、議決権行使には携わってきておまして、テクニカルな問題よりも結構そういう目標を示していくというのにも必要なのではないかなと思っております。

それから、会社の形態で言うと、日本の企業というのは、執行役員と取締役を兼務している形態というのがすごく多いと思います。ですから、社外取締役云々の議論もそれを前提として行わなくてはなりません。例えば会社の運営として執行役員まで含めた多人数のところで経営戦略や(重要な)何かを決めて、その後少しの取締役だけがまた残って同じ議決をするみたいなようなことも行われるようで、これ自体、本当に取締役会というのが機能する形態なのかどうかというのは結構問題かなと思っています。

○若杉座長 今年、基本ポートフォリオは特にないんですよ。毎年の恒例の見直しでやって、だから少し議決権行使できたらやりましょうか、そのガバナンスの問題ね。

○吉添課長 基本ポートフォリオも、毎年少なくとも検証はしなければいけないということもありますので、今後ご議論は賜らなければならないと思っております。コーポレートガバナンスについていろいろご意見があると思っております。

○若杉座長 そうですね、いずれにしろ実効を上げなきゃいけない時期になっていますから、少しここでも議論して。

○吉添課長 少しご議論をお願いしたいと思います。また、そういうふうな検討に当たりましては、ぜひ先生方に個別にもご指導をいただければならないのかなと思っておりますので、

またご指導いただければなと考えているところでございます。

○若杉座長 貴重な意見ありがとうございました。ぜひこの研究会でも取り上げていきたいと思いを。

ほかにご質問等ありませんか。

じゃ、時間も大分たってきましたので、最後に、先ほど千田委員がご質問された運用資産別の収益率をつくっていただいたので、ちょっと説明していただきましょう。

○吉添課長 それでは、運用資産別の収益率について、先ほどご質問がありました。もともとの資料ではこれがなかったので、申しわけございませんでした。これについて、数字のとおりですけれども、ご説明させていただきます。

上の表のほうで、平成22年4月から22年9月まで、この半年間の収益率でございます。左側が我々連合会の収益率、右側にベンチマーク収益率がございます。国内債券については、ベンチマークに負けているというような状況でございます。あと、それぞれの資産について若干勝ったようなところでございます。これは期間率でございます。

下のほうで、2009年度、昨年度の収益率でございます。これは年率でございます。こちらも同じように時間加重収益率、連合会の成績とベンチマーク収益率が載っているところでございます。

こちらについては、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、すべてベンチマーク収益率はオーバーしているというところでございます。ただ、ポートフォリオの要因で、合計としてはマイナスになっている、ベンチマーク収益率に勝っていないというところでございます。

あと、補足させていただきますと、国内債券のベンチマーク収益率、上の半年間の成績でございますけれども、国内債券の時間加重収益率が少しベンチマーク収益率よりも落ちておりますけれども、これは義務運用資産を多く持っているということで、ベンチマーク収益率と少し離れてしまっているということが要因としてございます。

説明としては以上でございます。

○若杉座長 これ、外物は為替の影響が大分あるんですね、マイナス。多分、ローカルでいうと債券なんかプラスなんですよね。

○吉添課長 そうですね、債券が為替の影響を大きく受けております。特に外国債券はほとんど為替ということです。

○若杉座長 GPIFを見ると、外国株式マイナス17%ぐらいですごく悪かったんだけど、どうしてですかね。ここのは大分いいけど。こっちはベンチマークにかなり近いですね。多少、

運用対象が違うのかね。

○吉添課長 GPIFもアクティブはそんなに大きいとは聞いておりませんし、ちょっとその辺はまだ勉強不足でございます。すみません。

○若杉座長 千田委員、よろしいでしょうか。

はい。

○千田委員 1点だけ教えていただきたいのですが、昨年度の1年間の合計値に関してです。アセットクラス別でベンチマークを超過していますが、合計では2%負けている要因を確認させてください。よろしくお願いします。

○吉添課長 これは、資産配分要因によります。基本ポートフォリオと乖離してしまった、すなわち、株が大きく上がったときに株のほうアンダーウエートになっていたということが影響しているものでございます。

先ほど少し説明しましたが、リーマンショックの後に、我々リバランスをずっととめておりました、許容乖離幅も広げておりましたけれども、昨年8月から少しずつリバランスをしていったところでございます。

結果から見れば、一番下がった去年の4月とか3月とかにもリバランスを始めていると、基本ポートフォリオに近い収益率になったのかなとは思いますが、そういう資産配分要因でベンチマーク収益率に合計では負けているというところでございます。

ただ、結局リバランスをとめて、20年度には損失を防いでおりますので、20年度に防いだ損失と、21年度に取り損ねた分というのは「とんとん」ぐらいかなというところでございます。

以上でございます。

○千田委員 ありがとうございます。

リバランスルールはいつから導入されたかは存じませんが、一定期間過去の実績をとってレビューされるのも一つ重要なことではないかと。これだけ大きく効いてくるということですね。そういう意味では、結果論ではあるのですが、結果を振り返られるということも今後一つの課題にさせていただけると良いと思います。

○吉添課長 ご指摘ありがとうございます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

それでは、よろしいですか。時間も来ましたので、今日の研究会、以上としたいと思います。どうも活発なご質問とかご意見ありがとうございました。

それでは、最後に、事務局からもし連絡事項があればお願いします。

○吉添課長 次回の研究会につきまして、いつごろ開くかということにつきましては、現時点では決まっておりませんので、またメール等で今後連絡させていただきまして、日程調整等をさせて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 では、どうもありがとうございました。

午前11時56分 閉会