

第 1 5 回

地方公務員共済組合連合会資金運用委員会

平成 2 8 年 2 月 2 5 日（木）

地方公務員共済組合連合会

午前10時43分 再開

○津田企画管理課長 それでは、定刻となりましたので、ただいまから第15回地方公務員共済組合連合会資金運用委員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。一番上に次第がございます。その次に、座席表でございます。それから、資料1、第3四半期の積立金の運用状況でございます。それから、資料2といたしまして、リスク管理状況でございます。それから、資料3でございますけれども、新規プロダクトの募集状況について、国内株式、それから、同じく債券のアクティブ運用に関する選考結果、資料4でございます。それから、資料5といたしまして、オルタナの公募の状況でございます。

それから、議決権行使ガイドラインにつきましての資料、資料6-1が主な変更点という一枚ものでございます。それから、資料6-2といたしまして、修正案、見え消しになっているものでございます。あと、資料6-3と6-4はそれぞれ外株、それから内株のガイドライン（案）でございます。

以上でございますが、落丁、乱丁等はございませんでしょうか。よろしいでしょうか。ありがとうございます。

続きまして、第12回から第14回の基本問題研究会の議事録の確認を行いたいと思います。先生方にはお手元に議事録（案）をお配りしておりますので、そちらをご覧ください。

なお、委員会議事録作成及び公表要領では、「議事録は、委員会の確認を得て作成するもの」とされておりますので、本日も出席の委員の先生方のご了承で確定となります。

なお、先生方とメールでやりとりをさせていただき、ご発言された委員のご確認の上、趣旨を損なわない範囲で訂正・加筆を行っております。本議事録についてはこちらでよろしいでしょうか。

○津田企画管理課長 ありがとうございます。

それでは、第12回から第14回基本問題研究会の議事録につきましてはこれで確定したいと存じます。

本議事録は、前回研究会の開催日から7年後に公表することとしておりますのでご了承願います。

では、以降の議事進行は若杉座長にお願いしたいと存じます。

○若杉座長 それでは早速議事に入りたいと思います。

本日の委員会の議事は、「平成27年度第3四半期における積立金の運用状況」、「平成27年

度第3四半期における積立金のリスク管理状況」、「新規プロダクトの募集状況について（国内株式）」、それから、「新規プロダクトの募集状況について（国内債券）」、そして、「新規プロダクトの募集状況について（オルタナティブ）」、最後に、「議決権行使ガイドラインについて」ということで6本となっております。たくさんありますので議事の進行についてはご協力のほどよろしくお願いいたします。

初めに、内容が関連しますので、議事1、「平成27年度第3四半期における積立金の運用状況」と議事2、「平成27年度第3四半期における積立金のリスク管理状況」を2つあわせて取り扱います。議事1を津田企画管理課長、議事2を藤原総括投資専門員より説明をお願いいたします。

○津田企画管理課長 まず、議題1の27年度第3四半期における運用状況でございます。先ほどの地共済の委員会で地共連部分もご説明いたしましたけれども、こちら資料1は、先ほどの地共済では各階ごとに分けておりましたが、こちら、連続性の観点から1・2階と旧3階、合算してお示ししているものでございます。こちら、参考とさせていただきます。

1枚おめくりいただきまして、2ページ目でございますけれども、12月末の1・2階、旧3階合わせたものが21兆1,595億円の残高でございます。収益率は0.38%、こちらは第1四半期上がりまして、第2四半期下がって、第3四半期は取り戻したという状況でございます。

3ページ目でございますけれども、それぞれの資産の構成比でございます。国内債券47.83%、国内株式22.84%、外国債券11.90%、外国株式15.87%、短期資産1.55%ということでございます。

それから、4ページ目でございますけれども、今年度12月末までの収益率でございますが、0.38%ということでございます。国内はプラス、外国物はマイナスということでございますが、概ね市場環境に沿った結果となっていようかと思います。

運用状況につきま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。

では、続けてお願いいたします。

○藤原総括投資専門員 続きまして、リスク管理の状況につきましてご説明申し上げます。資料2をご覧くださいたく存じます。

こちら、表に1・2階並びに旧3階の各収益等の状況をお示ししております。フォーマットは先ほどの地共済のものと同じでございますが、収益の状況につきましては一番上のところにありますとおり、1・2階が基本ポートフォリオ比でマイナス0.89%、旧3階がマイナス

0.95%となっております。後ほど申し上げますけれども、地共済に比べてマイナスの幅が小さいところは株等のリスク差、この保有ウェイトが相対的に高いということでマイナスが小さくなっております。

その下の収益の差異の要因ですけれども、資産配分要因のところは1・2階、旧3階ともにマイナス0.88%、個別資産のところはこちらのとおりになっております。主な要因につきましては先ほどの地共済と同じでございます、リスク資産が引き続き基本ポート比では抑えられているということが要因となっております。

次のところ、資産状況、資産構成の割合はこちらに記載のとおりでございます、1・2階、旧3階ともその左にございます基本ポートフォリオ、この範囲内に入っております。

トラッキングエラーにつきましては推定トラッキングエラー、こちら、1・2階が2.02%、旧3階が2.14%となっております。

それから、デュレーションですけれども、国内債券のところは、1・2階が6.59年、旧3階が6.30年、特に旧3階のところ6.30年と基本ポートフォリオ比に近くなっておりますが、こちらは機構債等のラダー運用のウェイトが高いということで、デュレーションは短くなっております。

株式のベータにつきましては、1.02、1.00とこのような運用でございます。

バリュー・アット・リスク、こちらはトータルリスクということで、各々12.13、11.94となっております。やはり、株のウェイトが地共済に比べると高めになっておりますので、トータルリスクという意味では地共済と比べてやや高めという状況でございます。

最後に、新3階でございますが、先ほどご説明ございましたとおり、地共連は12月末現在、まだ残高がございませんので、資料は作成しておりません。この第4四半期から作成する予定でございます。

簡単ではございますが、リスク管理状況のご説明でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明についてご質問がありましたらお願いいたします。

どうぞ、川北委員。

○川北委員 1点だけ、このリスク管理のところというか、全体の基本ポートフォリオのところにも関係するわけですが、気になっているのは、国内債券のベンチマーク、トラッキングエラーを計算するときのベンチマークを今後どのように考えられるのか。

10年ぐらいまでマイナス金利になってきているわけなので、それを考えると、GPIFの人

に聞くところでは、ほかのところもそうなのですけれども、特に債券に関してマイナス金利のもとでベンチマークをどうするのか、検討中ということで、具体的にどうされるのかはまだ見えませんがそういう発言もありまして、そのあたり、考え方をお聞かせいただければなと思います。

○若杉座長 では、大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 まず、現状について何点か申し上げますと、NOMURA-BPI 総合でやっておりますけれども、このマイナス金利に突っ込んではいませんが、当然、もう御存じのとおりですけれども、キャピタルゲインが得られておりますので、収益としてはプラス、一番の稼ぎ頭になっておるといのが足元の状況でございます。

それから、今のイールドカーブと日銀の施策をあわせて考えますと、毎年度の金利収入と、それから、10年ぐらまでのところはロールダウン効果で毎年効果があつて、10年切ってきたところでロールダウンがなくなりますけれども、金利収入があつて、ずっとプラスで最後の1年のところでベンチマークから外れると、これを日銀に売るということになってくれますので、今、マイナス金利でも、この状況が続く限りにおいては全てのマイナス金利の弊害を日銀が買い取ってくれるという環境にありますので、現状のままであればBPI 総合でも特に支障はないという、変な状況であります。

それから、もう一つ、政策ベンチマークはBPI 総合ですけれども、地方公共団体金融機構債、それから、自家運用、ファンド1と我々申し上げますけれども、これも10年ラダーを意識した運用というのが各3兆円ありまして、10兆円の国内債券のうち、実は、ラダーファンドが6兆円という、実際の運用はこの政策ベンチマークと全然違う実態にあるということも現実問題としてはございます。

ただ、国内債券がマイナス金利の中でこのような運用で、そもそも論として良いのかどうかというところは議論としては出だしておりますので、内部でも一定議論の上、先の会でも若干申し上げましたけれども、次回以降のどこかで先生方に論点整理の上ご相談をさせていただかなければならないと考えております。

仮にGPIFが政策ベンチマークまで変えるということになりますと、4者共通で作っておりますモデルポートフォリオをどうするかという話にもなってこようかと思っておりますので、これは管理運用主体の一人としてGPIFにどのような状況かというのは聞いていこうと思っております。

ありがとうございます。

○若杉座長 川北委員、どうぞ。

○川北委員 それに関連して、今おっしゃったのは主に既存のポートフォリオの話だと思うのですが、新規にこれからも買っていかないといけないわけですよね。その新規の部分を早急に検討しないと、地方債を買っている分には多少プラスがついているかも知れませんが、国債は特に長いところを買わないと、インカムが得られないような状況になっているので、少し考えていただければと思います。

○大森資金運用部長 地共連としては、ラダーで買っておりますのが機構債と地方債ということですので、かつ10年ですから、実は、まだ金利がついているという状況であります。

それから、ファンド2というNOMURA-BPI総合を意識した運用をしているものはマイナスのところは当然ベンチマークに入っておりますので、これは少し、クレジットリスクという中で政保債とか地方債をウェイトにするなり、あと、デュレーションを狂わせると問題がまた別途出てくるので、そういう議論は始めております。

一方、残りの4兆あります委託運用の部分について各社にヒアリングを行いましたけれども、これは各社、まだマイナス金利のところも購入、売買しているというような状況でお伺いをしております。そのことの是非というのは一定議論があらうかと思うのですが、足元の環境では、先のご回答で申し上げたとおり、これでも収益が出るという構造にありますので、そこについてはまた状況変化も踏まえて運用各社と議論はする必要があるかと思いますが、現状このようになっております。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにいかがですか。

もしなければ、議事がたくさんありますので先に進ませていただきます。どうもありがとうございました。

それでは、続いて、議事の3に入りたいと思います。「新規プロダクトの募集状況について（国内株式）」に移りたいと思います。これは馬場運用第二課長より説明お願いいたします。

○馬場運用第二課長 それでは、資料3に基づきまして、新規プロダクトの公募状況、国内株式についてご説明させていただきます。

昨年公募いたしました国内株式アクティブ運用の計量的手法、いわゆるクオンツに基づくファンドとESGファンドの2つの運用スタイルにつきましては、所要の選考を踏まえまして、クオンツファンドにつきましては4プロダクト、ESGにつきましては2プロダクトを採用することといたしまして、昨年12月から運用を始めております。

つきましては、これまでの選考の状況やその結果についてご説明をさせていただきたいと思っています。

まず、1番の公募対象、目的は省かせていただきまして、2番の公募状況についてでございますが、平成27年7月に公募を実施しましたところ、公募の目的に合わせまして、クオンツが14プロダクト、E S Gが13プロダクトの応募がございました。

選考の実施につきましては、応募のあったプロダクトのうちファンド設定の実績がなかったことから1プロダクトを除く公募要件を満たす26プロダクトにつきましてヒアリングを実施いたしました。

従来のプロダクト公募におきましては、定量評価によるスクリーニングを行った上でヒアリングを行っておりますが、定性面を重視したい観点や、あと、プロダクト数が適度であったことから今回全てのプロダクトについてヒアリングを行うことといたしました。

クオンツファンドにつきましては、公募の目的であります、市場環境にとらわれずに安定的に超過収益を獲得するためのモデルの改良などが行われてきた実績があることや、組織体制が十分に整っているかといった観点から評価を行いまして、5プロダクトを採用することといたしました。

一方で、既存のクオンツファンドの運用先の1社につきましては、モデル改良などが行われておりますものの、今回応募のあったプロダクトと比較いたしましてその優位性が認められないことから全部解約をしたところであります。

このプロダクトにつきましては、平成21年に既存運用のプロダクトとの分散の観点や手法の分散として採用したものではございますが、その後の相場環境の中で手法の分散以上に着目点としてのバリュウの影響のほうが大きく、結果としてパフォーマンスも大きく劣後している状況にございました。

当時におきましては、トラックレコードなどを勘案しベストな選択をしたものでありますが、手法の分散、昨今のクオンツ運用の特徴である市場環境にとらわれないといった観点や、今回公募による同様の着眼点のプロダクトと比較しても見劣りをするといったところから解約をしたというところでございます。

それから、次、E S Gのファンドでございますけれども、公募の目的でありますE S Gの観点から長期的な超過収益の獲得のための運用哲学におきますE S Gの位置づけや、超過収益の獲得に向けてのE S Gの活用がなされているかといった観点から評価するヒアリングを実施いたしました。

その中でE S Gの活用が認められるプロダクトにつきましては、再度E S Gの定義や位置づけについて確認するとともに、超過収益の獲得に資するという考えの根拠や、E S G評価の方法などについて追加してヒアリングを行ったところであります。

このようにE S Gファンドにつきましては2度のヒアリングを実施しまして、より丁寧に見て評価をし、2つのプロダクトを採用することといたしました。

それから、今回、平成22年から運用を始めております既存の1社のプロダクトにつきましては、設定来5年間ににおける改良などの状況を鑑みてE S Gの観点から今後も超過収益の獲得に期待ができるということから、委託額を増額した上で委託を継続することといたしました。

なお、これらのヒアリングの項目につきましては、3ページの別紙1にまとめておりますので後ほどご覧ください。

続きまして、2ページをお開きください。

今回採用いたしましたプロダクトは、3の表にありますように、クオンツが5プロダクト、E S Gが、既存のファンドの継続を含めまして3プロダクトとなっております。

これらのプロダクトの詳細につきましては4ページと5ページに掲載しておりますけれども、そのうちE S Gファンドにつきましては5ページの中でご紹介させていただきたいと思います。

まず、一番上のニッセイアセットマネジメントでございますが、これはE S Gの課題に対して企業経営陣との対話を行うことで株式価値の上昇を目指すファンドということでございます。それから、三井住友アセットマネジメントでございますが、E S G評価を活用して企業の中長期の成長性を評価することで超過収益の獲得を目指すファンドでございます。それから、既存の三井住友信託でございますが、E S G評価に基づき投資候補銘柄を抽出し、その中からE S G評価、株式評価に基づいて業種内で比較優位な銘柄に投資するファンドということになってございます。

また2ページに戻っていただきたいんですけども、それぞれのファンドの設定額でございますが、クオンツファンドにつきましては1社、1プロダクトにつき400億円でございます。これは1・2階、旧3階それぞれ200億円ずつのファンドを設定するというところでございます。

それから、E S Gファンドにつきましては、ニッセイアセットと三井住友アセットの2社についてそれぞれ200億円、これも1・2階、旧3階それぞれ100億円ずつのファンド設定ということ、それと既存の三井住友信託につきましては100億円を追加することで290億円としたところでございます。

これらの採用プロダクトにつきましては、今後それぞれのプロダクトの公募目的の観点から

の継続性をはじめ、超過収益やリスクなどしっかりとチェックしていく必要があるわけですが、これに適切に対処するためには投資の着眼点や投資手法、投資対象といった観点からグルーピングをしました国内株式のカテゴリーというものに基づき管理をしまいたいと考えております。

具体的には最後の資料、ページをご覧ください。別紙3の国内株式アクティブ運用におけるストラクチャーの図でございます。

左右は公募前と公募後のプロダクトの管理上の内訳を示しておりますが、カテゴリーとしましては、トピックスをベンチマークとする運用でプロダクトの割安性や成長性といった着眼点の違いによって区分いたしました上の方のバリュー型、市場型、グロース型のそのほかにスマートベータ型、ノンベンチマーク型、銘柄集中型といったもので区分してございます。

こうした中で、クオンツといいますのは市場環境にとらわれない超過収益の獲得を目指すものでございますことから、計量的手法を用いることからトピックスをベンチマークとする市場型、点線で囲んだ部分でございますが、ここのクオンツというところで管理をすることとしてございます。

それから、ESGにつきましては、どのファンドもESGに着目したジャッジメンタル型の運用でございますが、ニッセイアセットにつきましては、先ほど触れさせていただきましたが、ESGの課題に対して企業経営者と対話を行うことで中長期的に企業価値を高める投資哲学といったことから、その結果としまして、15から25銘柄程度に集中投資をするというプロダクトでございますので、ほかのESGファンドとリスク特性が異なるということで銘柄集中型として管理をしまして、それ以外のESGファンドにつきましては市場型の実線で囲った部分のジャッジメンタルというところで管理をするということとしております。

それから、ESGにつきましては、今回採用するもののほか、一昨年に採用いたしましたESG評価と株式価値評価を組み合わせ独自に作成するインデックスに追随するファンドというのがスマートベータ型のカテゴリーに1つございますので、ESGのプロダクトは全て4つということになります。

それから、欄外ですが、国内株式のアクティブ／パッシブ比率につきまして、今回の公募によりまして、公募前が38対62でございましたが、42対58ということでアクティブ比率が高まるということでございます。

以上、簡単でございましたが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。

ただいまの説明についてご質問がありましたらお願いいたします。

村上委員、お願いします。

○村上委員 ファンドの選択に関しましては、従来運用してきたファンドの解約等も同時に起こっていると思いますが、やはり、このファンド選択のプロセスというのを考えますと、特に解約に至るようなファンドについては、選んだときの着眼点などがどうだったのかという、総括を必ずやっていくことによって、次のブラッシュアップになっていくと思います。

解約に至ったファンドが、例えば、超過収益が得られると思っていたのが見込み違いだったのは、何か着眼点が違っていたのかどうかとか、そういうところについて、やはり、言及していただくと良いのかなと思いますのと、今回また採用に至ったファンドも特にどういう着眼点で選んだかと、先ほどのような集中投資でバリューアップのファンドということになりますと、従来のファンドの評価の仕方とも変わってくるんだろうと、どういうふうに評価していけば正当な評価になっていくのかという、四半期ごとに月々のトラッキングエラーを見ていてもしょうがないことになるんだと思いますし、そのファンドの期待した成果というのはどうやったら図れるのか、それに向かっているのかどうかというのは途中経過としてどう評価していくのか、ここら辺の考え方というのをきちっとしていくということが必要だと思います。

ファンドそれぞれ着眼点の違いがあると思いますので、それに照らした評価方法というのを確立していくことというのが課題になるのではないかと思います。その点についてコメントいただけたらと思います。

○若杉座長 別紙2に解約先の説明がありますけれども、それを使いながらご説明いただけますか。

○運用第二課主査 ありがとうございます。まず、解約したファンドについてでございますが、こちら、2009年に公募した際には、第一に、着眼点の違いと、今までジャッジメンタルという定性判断に基づくところで投資していたところからクオンツというタイプを入れることによって着眼点を変えましょうという形で入れたものでございました。

その意味では、今回の公募においてもそうですけれども、着眼点としては同様の立場に立ってはおるんですけれども、2009年に採用した際には、その当時としては非常に市場環境の中でもプラスがとれているファンドだったということなんですけれども、相場つきが2009年から過去5年見たりしたときというのがひたすらバリューが勝っているような局面で、その局面で良いファンドになったわけなんですけれども、御存じのとおり、2009年以降のところでバリューが全くきかない局面というのが続くようになりました。したがって、手法の分散以前に、そも

そもバリューで取っているリスクのほうが高く、結果として当初もくろんでいたところが出てこなかった。その結果としてアクティブリターンも低迷しているというような形になっておりました。

したがって、今回の公募においては市場環境にとらわれない、様々なファクターでリスクを少しずつ取ることで、小さいリスクでアルファを取るというタイプのファンドが昨今のクオンツファンドであります。そういった形で、アルファの期待が持てるものという形で募集させていただいたというところでございます。

全部解約させていただいたファンドに関しては、今から見直すと、市場環境にとらわれずにといった観点から言うとそれには該当しないというのがまず1点あります。また、同様にバリューに着眼するファンドというのも何個か来たわけなんですけれども、そういう中で比較してもパフォーマンスとしては劣後する状態にありまして、どちらかというとき当時の改良が余り入れられていないというのが実態なのかなと思っております。

したがって、今回の公募に際しては、まず、定量評価を重視するということを余りしないようにして、定性評価を重視することにしました。また、組織体制が結局モデルの改良につながる話になりますので、組織体制をかなり重視させていただいて、2007年の例えばクオンツショックやリーマンショックというところから、どういった改良をどのぐらいのタームで入れているかというところを評価基準として入れる形で前回の教訓としてそのところを補えるような形でと考えてやらせていただいた次第でございます。

次に、今後の管理というところなんですけれども、村上先生おっしゃったとおりでして、初めの着眼点があって、それに対してどうやって適切な形で管理していくかというところが一番難しいところだとして、それは今後考えていくところが必要だとは思っております。

クオンツのファンドに関しては、今後システム的なサポートとかも入りますので、そういったシステムを使ってどういったリスクを取っているのかというところの分析を常にモニタリングしていくと、また、市場環境にとらわれずにリターンが取れているかといった点は、各種指標を見ていく形で管理していくのかなと思っております。

ご指摘があった銘柄集中型のファンドに関しては、おっしゃったように、単月でプラスだ、マイナスだやっても正直言ってしょうがない話ですので、3年、5年というタームで見て有効なのかどうか、定例のヒアリングではそもそものファンドのコンセプトがどうなっているのかと、それに対して投資行動がどうなっているのかというところを、銘柄集中ファンドに関しては全ての銘柄出させていただいて説明してもらっているところでございます。

また、E S Gに関しては、年1回、特化したヒアリングを別途やっておりますので、そういった観点からも評価、モニタリングをしていく形でやっていこうと思っております。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

クオンツだったら市場環境にとらわれずというところがみそで、そこが今まで学んだところが入っているというところですね。

E S Gについても同じですよ。長期的というところで学びを入れているという感じですけども、よろしいですか。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 1点だけ確認させていただきたいんですけれども、既存先で継続されたE S Gの、5ページの一番下のファンド、2012年の大幅な改良というところを特に定性面についてもう少し詳しくご説明いただけますでしょうか。

○運用第二課主査 ありがとうございます。この2012年に行った改良というのが、1つは、評価軸の中に、それまでのところは日本総研でE S Gの評価をして、それで、ユニバースが決まって運用で判断をすると、どちらかというところある程度分かれていたような形であったわけですが、2012年の改良において新たな評価軸というのを入れて、E S Gの取り組みと企業の業績とのつながりというところを評価するということを行っております。

E S Gの評価が高い銘柄というのは基本的に大型銘柄でそういった資金余力があるところだけになる特徴があるので、そういったところに関してもっと改良する必要があると、小さな企業でもE S Gにすごく注力しているようなところは、それは結果的に業績に跳ねてくるということもあり得ますので、そういったところを銘柄として取り入れるべきではないかということ運用者としての三井住友信託から日本総研のほうに進言をして、一緒になって評価軸というのを日本総研のほうで作って取り入れるという評価を行いましたというのが1点あります。

また、情報収集の仕方等に関しても、昨今の流れの中で公表情報としてもその辺にE S Gの情報が出てきているところがありまして、昔は日本総研の力を使ってアンケートをして対応していたというところなのですけれども、昨今、C S Rの報告というのは非常に充実しておりますので、そういったところに関して個別に調査項目を投げるのではなくて、公開情報を使って評価をすると、そのかわり、日本総研のアナリストは、先ほど言った新たな評価軸というところで企業の業績とE S Gの取り組みというところがどうなっているかといったところや、そもそもそういった小さい企業で、まだ水準感としてはE S Gのレベルは低いだけでも非常に

注力しているといったところを発掘することに注力するという形で、リソースの振り分けをしております。

さらに、運用サイドではサステナビリティのテーマやESGのポテンシャルが非常に高い銘柄があるけれども、まだ水準感で言ったら低いというところに関して、そういった銘柄を運用者の判断として組み入れられるようなフレームワークを導入しております。

したがって、2012年の改良においては、今まである程度別々に分かれていたようなところを運用プロセスとして一体化させたというところで改良を行って、その結果がパフォーマンスに表れてきていると言えるのではないかと考えております。

○若杉座長 ありがとうございます。

よろしいですか。

では、ほかによろしいですか。

それでは、新規プロダクトの募集状況、国内株式についてということで、これについては以上といたしたいと思います。

次に、議事の4ということで、「新規プロダクトの募集状況について（国内債券）」に移ります。これも馬場運用第二課長よりお願いいたします。

○馬場運用第二課長 引き続きまして、新規プロダクトの公募状況につきまして、次は国内債券でございます。資料4でございます。

国内債券のアクティブ運用におきましては、超過収益獲得や運用効率の改善の観点からNOMURA-BPI総合をベンチマークとするプロダクトに加えまして、ベンチマークを意識しないプロダクトやヘッジ付き外債などにも投資対象を拡大し、投資手法、着眼点の分散を図るために昨年7月に新たなプロダクトの公募を行いまして、所要の選考を踏まえ、本年の2月から運用を始めたところでございます。

それでは、これまでの選考の状況とか、その結果などにつきましてご説明をさせていただきたいと思います。

初めに、今回のプロダクトの応募状況についてでございますが、1ページ目の2番の表に掲げてありますように、NOMURA-BPIをベンチマークとする27プロダクト、ベンチマークなしが7プロダクト、ヘッジ外債が15プロダクトの合計49プロダクトの応募がございました。

応募のあったプロダクトの選考は3に書いてございますように、まず、一次選考といたしまして、運用機関の応募資格要件の確認や、ヘッジ外債のプロダクトについては、26年度実施いたしました外国債券アクティブ公募の選考による評価を踏まえまして10プロダクトを落選とし、

39プロダクトを通過といたしました。

次に、二次選考といたしまして、運用哲学や手法、体制などといったことについてヒアリングを実施いたしまして、結果、11のプロダクトを採用することといたしました。

今回、公募に当たりましては多様なプロダクトの応募があったわけですが、選考に当たりまして3点ほど申し上げたいと思います。

1つ目は、ヘッジ外債についてでございます。ヘッジ外債につきましては、代表的なヘッジ外債のインデックスでありますWGBIの過去の超過収益は良好な市場環境を背景としまして国内債券の代替としましては優位でございましたが、一方で運用効率、シャープレシオの面では必ずしも長期的に見てNOMURA-BPI総合よりは優位ではありませんでした。

それと、今後緩やかながらも日米短期金利の金利差の拡大や外貨建て長期金利の上昇が見込まれること、加えまして、過去の米国の金融引き締め局面におきましては、WGBIなどのヘッジ外債インデックスはNOMURA-BPI総合に劣後するということが多かったと、こういった状況を鑑みまして、ベータ拡張の観点においては今回のタイミングでは採用を見送ることとしたところでございます。

2点目はベンチマークをNOMURA-BPIとするプロダクトの中で各マネジャーの判断で機動的にヘッジ外債を組み入れるプロダクトにつきましては、収益機会の拡大の観点や収益率や運用効率を高めるということは可能であると考えまして採用することといたしました。

3点目は、NOMURA-BPI総合の低収益性や潜在的な金利上昇リスク懸念に対する備えといたしまして、ベンチマークなしのプロダクトの中で絶対収益追求型運用を掲げるプロダクトを少額の投資で採用することといたしました。

以上を踏まえまして、今回採用いたしますプロダクトは2ページの4の(1)から(3)のプロダクトでございます。

(1)は今回全く新しく採用するプロダクトでございまして、この中でピムコジャパンとベアリングのプロダクトが先ほど申し上げましたNOMURA-BPI総合をベンチマークとしつつ各マネジャーの判断で機動的にヘッジ外債を組み入れるプロダクト、コアプラスということで、ニッセイアセットは絶対収益追求型運用を掲げるプロダクトでございます。

設定金額は、ニッセイアセットは100億円、1・2階と旧3階で50億円ずつ、これ以外のプロダクトは各400億円、1・2階、旧3階でそれぞれ200億円ずつとしたところでございます。

それから、(2)はこれまでの国内債券で委託をしていたプロダクトでございしますが、今回応募のあったプロダクトの中でも比較的良好的ことから、継続して採用することとしたもので

ございます。

それから、（３）につきましては、国内債券の運用を委託している会社におきまして、現行の製品のさらなるパフォーマンスの改善を図るために、より優れた製品に入れ替えを行うものでございます。

この中で、まず、三井住友信託につきましては、従来委託をしておりました同行の製品は、主として金利予測による超過収益アルファの獲得を期待するものでございました。しかしながら、この製品は長期的にアルファやＩＲの水準が芳しくないことから今回全解約としたところでございます。

一方、新たに提案があった製品は超過収益の源泉を分散したもので、金利予測以外にカーブ戦略、セクター戦略、銘柄選択などへもバランスよく配分し、安定したアルファを獲得することに着眼したもので、応募のあったほかの製品と比較・検討した結果、定量・定性両面から優位性が高いと判断し組み入れることとしたものでございます。

運用機関名を入れ替えとしてございますけれども、実質的には新規採用に近い位置づけでございます。

それから、みずほ信託につきましては、従来事業債を主たる超過収益を源泉とするいわゆる事業型の製品でございましたが、今回事業債以外の債券も保有可能なより柔軟性の高い市場型の製品に入れ替えをしたものでございます。

最後に、以上の製品の採用を踏まえました国内債券委託運用におけますポートフォリオの公募の前後の姿につきまして４ページをご覧ください。

初めに、新旧のポートフォリオのウェイトについてでございますが、今回の公募によりまして、アクティブ運用の市場型におきまして、国内債券に一部ヘッジ外債を組み入れたコアプラスとしましてピムコジャパンとベアリングを合わせて８００億円を設定し、絶対収益追求型を目指すベンチマークなしのニッセイアセットを１００億円設定しまして、市場型全体の金額は約１兆３６６億円からの微減の１兆円となっております。

それから、事業債型につきましては、先ほど申し上げましたように、市場型の製品に全額解約の上入れ替えを行ったために、新しいポートフォリオにおいては金額がゼロ円ということになっております。

なお、エンハンスド運用につきましては、資産配分を変更したことによりまして、残高が２兆４、０００億円弱から約２兆円となったところでございます。

次に、円グラフではアクティブ製品における各社ごとのウェイトの変化を示しており

ますが、円の右側の青色や茶色のような既存のプロダクトについても安定した超過収益を獲得しているものの、全体的にウェイト調整を図りながらポートフォリオの約4分の1を今回の新規設定やプロダクトの入れ替えによって従来のポートフォリオに比べまして、より分散した形になったということが確認できるものと思われます。

それから、超過リターンとの関係ですが、グラフを見ていただきますと、四半期ごとの超過収益とか、あるいは、その累積、さらには表のインフォメーション・レシオなどについても改善の傾向が見られるということがご確認いただけるものと思います。

以上で簡単でございましたが、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、ただいまの説明についてご質問等がありましたらお願いいたします。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 1点だけ、最後のページの円グラフ、委託先がかなり増えています、このあたり、委託先の管理、ヒアリングをして常に当初の提案どおりの運用をやっているのかどうかや人の体制を確認しないといけないと思います。委託先が増えても十分やっていけるという判断があったのかどうか、その点だけ確認したいです。

○運用第二課主査 その点に関しましては、我々としてはこのぐらいの拡張であれば可能だと考えております。現に、定例で半期ごとにヒアリング等行っておりまして、体制面あるいはパフォーマンス等々含めて検証しておりますので、管理可能な水準だと考えております。

○若杉座長 ありがとうございました。

○大森資金運用部長 すみません、川北委員がまだご就任されて1年ということで補足させていただきますと、一昨年の初めあたりから4資産順番に、国内株式を皮切りに順番に総ざらいをしてきたところの最後が国内債券ということになります。

これまで各プロダクト、少なかったのですけれども、数を増やして分散を図るということの主眼の一つとしてやってきて、その国内債券の反映ということでございます。

○若杉座長 ありがとうございました。

それでは、先に進んでよろしいですか。

それでは、新規プロダクトの募集状況について、国内債券につきましては以上で終了します。

次に、議事5の「新規プロダクトの公募状況について（オルタナティブ）」に移ります。

これは高濱投資専門員よりお願いいたします。

○高濱投資専門員 それでは、お手元の資料5、オルタナティブ投資についてでございます。

地共連では、現在オルタナティブ投資につきましては不動産とインフラに関してマネジャー・エントリー制ということでエントリーを受け付けているところであります。その現在の状況についてご報告をさせていただきたいと思っております。

1番のところでは、これまでこの基本問題研究会等でいろいろご審議いただいたことを書いてございます。7月22日の段階で運用対象の多様化、オルタナティブ資産への投資に係る運用方針、あるいは、マネジャー・エントリー制の実施方法についてというものをご審議いただきました。

その後、7月31日からエントリー制を実際にスタートさせまして、9月8日のこの研究会におきましては、オルタナティブ資産への投資に係る運用対象の選定項目についてご審議いただいたところでございます。

2番の投資の目的でございますけれども、これは運用方針に定めてございますが、厚生年金保険給付調整積立金の運用を長期的な観点から安全かつ効率的に行うことを目的として調整積立金の分散投資を進めるために行うものであると、国内外の不動産・インフラへの投資につきましては、賃料収入ですとか施設使用料に基づく長期的なインカムゲインの獲得を目的としたものだということでございます。

実際のエントリーの状況でございますが、おめくりいただきまして次のページの表をご覧ください。現在48社からエントリーの希望がございます。そのうち実際に個別のプロダクトとして応募にまで進んできているところが23社、それから、23社のうち複数のプロダクトが応募していただいているところもございますので、プロダクト数としては44、そのうち内容審査いたしまして登録の基準を満たしている等々の関連で実際に登録に至っているところが35プロダクト、うち、先ほど申し上げましたように、インカムゲイン中心のものとか、私どもの目線に合うものかといったところから実際にヒアリングを行っているプロダクトが28ということでございます。

28プロダクトの内訳といたしましては、不動産では、国内が4プロダクト、海外が10プロダクト、インフラでは、国内ゼロ、海外が14プロダクトという状況でございます。

次の4番、プロダクトの評価・採用についてでございますけれども、評価項目といたしましては別紙1を添付してございます。こちらに記載のところが、運用方針から抜粋したものでございますけれども、実際の審査はこれをさらにブレイクダウンしたものが選定項目ということで定められてございます。

その評価項目のうちでも、先ほど申し上げましたように、長期的なインカムゲインの獲得が

期待できるかどうかという点に着目して評価を行ったところでございます。

実際、今回採用に至ったものが1つプロダクトとしてございます。東京都内のビジネス地区に立地します優良なオフィスビルに投資するプロダクトでございます。非常にオフィス需要の強い地区に立地しておりまして、長期的なインカムゲインの獲得が期待できるということで、運用機関あるいは運用戦略について審査を行った結果、地共連の投資目的に合致しており、運用機関自体の体制・実績についても優れているということで採用を決定したものでございます。

具体的には次のページに書いてございますように、りそな銀行のファンド100億円というところでございます。その際の審査結果につきましては、最後のページに別紙2としてお付けしてございますけれども、先ほどの別紙1に沿って審査を行った結果、特段の問題がないといったところから、インカム獲得の中心で合致した内容だといったところ等々総合的に勘案して決定したところでございます。

今後の予定、5番でございますけれども、エントリー制自体は現在も引き続き行っております。国内のオフィスビル1本でおしまいというわけには参りませんので、ヒアリングしている28プロダクトの中から現在も選考を続けている状況でございます。分散投資といったところも考えながら、今年度中にはいくつかのプロダクトをこの中から選定していく予定としてございます。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明についてご質問等お願いします。

川北委員、お願いします。

○川北委員 最後の100億円、実際に設定されるということなんですけれども、お伺いしたいのが、1つは、他のファンドや自社の投資物件との利益相反の問題をどのようにチェックされているのかというのが1点です。

それと、最初の委員会でもありましたように、都内の不動産の値段が相当上がっていると理解していますので、時間分散に関してどのように今後の計画を立てられているのか、その2点をお伺いしたいと思います。

○若杉座長 これは、高濱専門員、お願いします。

○高濱投資専門員 最初の利益相反でございますけれども、先ほどご覧いただきました別紙1、この中には直接利益相反という言葉は出てきていないんですが、(1)の運用機関に関する事項というところで、この中には利益相反があるかどうかというところでチェックをいたしてお

ります。

本件、具体的にこのファンドの中の物件自体は投資が固まっている物件でございまして、既に利益相反の懸念はないと、かつ、売却するに当たりまして、それぞれ売却の中で自社ファンドとの優先条件とかいろいろ定められていることを確認しております。

あともう一つ、時間分散をどの程度やっていくのかということでございますけれども、オルタナティブ資産自体は全資産の5%を上限として行うと定めてございます。そうしますと、オルタナティブ資産全体では10兆円のうちの5%ですので約5,000億円ということになりますので、5%までいけばということですが、数千億円ぐらいは不動産にいくのかなというところでございます。

ご指摘のとおり、低金利の中で不動産価格、賃料とかも上がってきていて、価格自体も上昇しているところもございますので、ここは先ほど海外出張の報告でもご報告しましたとおり、少額ずつ投資を行い、時間分散をしていかなければいけないと考えております。具体的には来年までいくらかというところまではまだ正確には固まってございませぬけれども、投資の機会を見つけて、これは私どもの投資に合致するものだということであれば進めていきたいというところでございます。

ただ、そのときにも余り一つの案件に多額の金額を入れることはなく、この100億円ぐらいが私としては上限ぐらいかなと、当面はそうように考えております。

○若杉座長 このりそな銀行のものは、全体でいくらの募集なんですか。

○高濱投資専門員 これは個別に私どものほうにご提案いただいたファンドでございまして、ほぼこれに近い金額です。

○若杉座長 ほぼ100%ということですか。

○高濱投資専門員 100%ではないんですけれども、ほぼこのくらいです。

○若杉座長 千田委員、お願いします。

○千田委員 最終的にりそな銀行に決められたということなんですけれども、今、ご説明の中で、国内不動産4件ほどヒアリングされた中で特に優位性を見出されたのはどのあたりの項目になるのでしょうか。

○高濱投資専門員 これは、実は都内のビジネス地区に所在する物件でございまして、非常にオフィス需要として強い、他社のものはやはりオフィス地区ではあるんですけれども、需要という観点から見ますと、景気の良いときには良いのですけれども、景気が下向きになってくるといったときには空室リスクが考えられる物件が多かったということでございます。

長期的にインカムを獲得できるのであれば、やはり、空室リスクが極力少なく、賃料も安定しているような地区あるいは物件というのを選んだほうがよいということで、そこに優位性を見出したということでございます。

○若杉座長 ほかにいかがですか。よろしいですか。

それでは、議事5の新規プロダクトの公募状況について、オルタナティブは以上にしたいと思います。

それでは、次に議事6に移りまして、「議決権行使ガイドラインについて」に移ります。これは津田企画管理課長よりご説明をお願いいたします。

○津田企画管理課長 最後の議題でございますけれども、株主議決権行使ガイドラインに係る議題でございます。資料といたしまして、6－1から6－4までつけておりますけれども、前回の研究会で1度案を提示させていただいて、先生方からご意見をいただいて、それを踏まえた修正案を作成した上で各運用機関にも1度示して、運用機関の意見を踏まえて再修正をしたものが今提示している修正案でございます。

内容といたしましては、資料6－1で主な変更点まとめておりますけれども、まず1つ目が取締役会の構造と取締役選任に関する事項ということで、もともとは（2）にまたがるということで若干抽象的に書いておりましたけれども、例えば①です。独立性を有する取締役2人以上ということを原則といたしまして、「ただし」ということで、法制度、慣習上求められない場合がある場合は、十分説明がある場合に限り否定的に判断しないということを認めるということをしたほか、客観的かつ透明性のある過程、あるいは、取締役会長とCEOの職務分離等を明記したものでございます。こちら、運用機関にも諮ってこれで了解を得られているものでございます。

それから、2つ目の敵対的買収防衛策でございますけれども、こちらはもともと一律に反対をするような内容にしておりましたけれども、運用機関から必要な買収防衛策が想定されるということで、内容に応じて適切に対応できるような書きぶりにしてほしいということで、結果といたしまして、国内株式のガイドラインと同様の記載とさせていただいたところでございます。

それから、国内株式、外国株式それぞれでございますけれども、若干その文言等、統一的に規定ぶりを修正いたしました。

あと、外国株式のガイドラインでございますけれども、こちら、補足というところで書いてありますが、もし、本日ご了承いただければ、内部で決裁手続とった後、適用といたしまして

は今年の7月以降の株主総会を開催するより適用したいと考えております。

国内株式も地共連の7月諸活動の報告では、7月から6月を一つの期間として区切っておりますので、そちらに合わせる形で外国株式もまとめて報告していきたいと考えております。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

前回、高山委員はじめ皆さんから具体的なお指摘、ご提案をいただきまして、それを生かす形でまとめてくださったということです。ご意見等ありましたら、ご質問等ありましたらお願いいたします。

はい、村上委員、どうぞ。

○村上委員 これはひょっとしたら高山委員に伺ったほうが早いかもしれないのですが、独立性を有する取締役というのは、日本でもこの法律に定めるのと違ってもっと取引条件だとかいろいろなものを入れていると思うのですけれども、各国すべてデータが取れるものなんじゃないかな。

○若杉座長 では、高山委員よろしいですか。

○高山委員 私、全ての国を知っているわけではないのですが、先進国ではほとんどガバナンスコード、あるいは、アメリカのようにルールベースの国では証券取引所のルールということで、独立性の定義についてはある程度踏み込んだ内容があります。

それから新興国、例えば、東南アジアの主要な国々はガバナンスコードを持っていますし、ブラジルのようなところも同様なコードがあって、それはなぜかというところ、彼らは外からお金を呼び込まないといけないというところがあって、リスクの軽減のためにガバナンスを国として非常に重視しているところがあるので、ガバナンス行動や証券取引所のルールなどである程度独立性について記載している国は多いと理解しています。

○村上委員 どうもありがとうございました。

○若杉座長 イギリスがコンバインドコードを作って、それがもとになってスチュワードシップ・コードとかコーポレート・ガバナンス・コードをイギリスが定めて、それが世界に広まったということなので、その辺をベースにして恐らく共通の定義があると思います。

ほかによろしいですか。

それでは、今日は朝早くからやってきましたので、この「議決権行使ガイドラインについて」につきましては以上で終了します。今ご議論いただいた株主議決権行使ガイドライン、外国株式及び議決権行使ガイドライン、国内株式などについて、これをもって委員会の了承というこ

とにしていきたいのですが、よろしいでしょうか。

(委員からの了承)

○若杉座長 では、どうもありがとうございました。

これをもちまして、本日予定しておりました議事が全て終了しました。

事務局から連絡事項がありましたらお願いいたします。

○津田企画管理課長 それでは、次回の日程でございますけれども、地共済の全体の委員会に引き続きまして、3月16日、水曜日の16時40分から地共連の委員会を開催したいと思いますのでよろしくお願いいたします。

それから、今回の議事録につきましては、また後ほどメールで先生方にお諮りしたいと考えております。

以上でございます。

○若杉座長 では、以上をもちまして、第15回地方公務員共済組合連合会資金運用委員会を終了いたします。

午前11時48分 閉会