

第 2 2 回地方公務員共済組合連合会
資金運用委員会

平成 2 9 年 5 月 2 6 日（金）

午前9時58分 開会

○企画管理課 ただいまから第22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、本日の配布資料の確認をさせていただきたいと思います。

本日の資料といたしましては、まず資料1-1、資料1-2、横のものでございますね。資料1-3、新旧対照表。あと、また横留めの資料のもので、資料1の参考資料がまず1つの固まりでございます。

続きまして、資料2「運用方針の作成・見直しにおける外部コンサルの活用状況」、その後ろに資料2の参考資料がございます。

次に、資料3「国内債券アクティブ運用プロダクトの選考結果等について」、その後ろに資料3の参考資料がございます。

続きまして、資料4-1といたしまして「日本版スチュワードシップ・コードの改訂について」、その後ろに資料4-1の参考資料、金融庁有識者検討会から出されたもの。また、その後ろに一枚物で、我々日本版スチュワードシップ・コードの受入れの表明のものの表裏一枚物がございます。続きまして、資料4-2といたしまして「企業・アセットオーナーフォーラムについて」で、その後ろに参考資料がついております。

最後に、資料5-1「資金運用及びリスクマネジメントに関する調査研究業務」、その後ろに資料5-2、資料5-3となっておりますが、不足等ございませんか、よろしいでしょうか。

それでは、以降の議事進行につきましては若杉座長にお願いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 それでは、皆さんこんにちは。

早速議事に入っていきたいと思いますが、議事の進行につきましてはご協力のほどをよろしくお願いいたします。

本日の委員会の議事は、最初に「基本方針の改正について」、続いて「運用方針等の作成・見直しにおける外部コンサルタントの活用状況」、そして「国内債券アクティブ運用プロダクトの選考結果等について」、さらに「スチュワードシップ活動に係る最近の動向について」、そして「平成29年度の調査研究委託について」の5本となっております。

始めに、議事の1につきまして、唐澤運用第二課長から説明をお願いしたいと思います。

○唐澤運用第二課長 それでは、基本方針の改正について、ご説明いたします。

資料につきましては、資料1-1「基本方針の改正について」、もう1つ、資料1-2「新

旧対照表」を使いましてご説明いたします。

まず、資料１－１「基本方針の改正について」をご覧ください。

１の概要でございます。日本及び欧州等海外において金利が当面低水準で推移する可能性を踏まえ、分散投資効果によりリスクを抑えつつリターン向上を図る目的で投資対象を拡大するため、国内債券及び外国債券における格付制限の緩和を実施する等の改正を行うものでございます。

今回の改正点は２点ございます。

まず１点目は、現在、基本方針の一部の債券種別の格付制限が、他の公的年金対比でやや保守的となっておりましたので、他の公的年金並びに改めるものでございます。

具体的には、資料１－２「厚生年金保険調整積立金に関する基本方針」の新旧対照表の２ページをご覧ください。右側が現行の基本方針、左側が改正案でございます。

国内債券につきまして、現行、右側のｂの（ａ）の①から③の国債、地方債、特別の法律により法人の発行する債券を左側の改正案①でまとめております。

また、左側の改正案の②は、右側の現行⑤、原則Ａ格以上、特例としてＢＢＢ格以上としていた円建て外国債券、また、Ａ格以上としておりました⑥の特定社債、⑦の投資法人債を、それぞれＢＢＢ格以上に改め、④の社債とあわせて包括的にＢＢＢ格以上の債券として認めるものでございます。

同様の改正を外国債券につきましても行っておりまして、その他、実態に即した文言修正を行っております。

次に、改正点の２点目でございます。こちらは、条件つきでハイイールド債の投資を認めるものでございます。

資料１－１にお戻りいただきまして、２ページをご覧ください。

上から８行目に記載しておりますが、今回の改正は、国債と異なる値動きをするハイイールド債を一定程度組み入れることで、分散投資効果によりリスクを抑えつつリターンの向上を図ることが期待でき、こうした観点から、一時的な財務状況悪化を受けてＢＢＢ格未満となるものの、収益の回復等により将来格上げされるハイイールド債などを継続保有、追加保有することを認めるものでございます。これにより、ＢＢＢ格からの格下げ時の底値売り回避や、ＢＢＢ格への格上げ時の収益獲得を期待できるものと考えております。

なお、ＧＰＩＦでは、業務方針において、ハイイールド債への投資について、条件つきで投資可能な記載となっております。ハイイールド債に特化したファンドを採用しておりますが、

当連合会におきましては、ここまでやることは考えておりません。

具体的な投資につきましては、「4、今後の投資等について」をご覧ください。

ハイイールド債への投資に当たっては、過度にリスクが生じないように、ハイイールド債のうちBB格、その中でも相対的に安全性の高いものまでと限定いたします。保有額についても、外国債券全体の数%程度、個別ファンドの数%程度までとし、ハイイールド債について運用能力のある運用機関のみにハイイールド債を委託する制限を設けることとしております。

この制限内容につきましては、また資料1－2の新旧対照表3ページの左側、dの(a)の②、ただし書き以降で、運用ガイドラインにおいて定めることとしておりますが、この基本方針に直接定めることも含めまして、現在、記載内容について総務省と協議しているところでございます。

また、ハイイールド債につきましては、運用能力のある運用機関にテストケースとして投資を認め、リスク・リターン・分散などの効果及び信用リスクなどの管理手法を検証したいと考えております。

資料1－1の3ページをご覧ください。

旧3階につきましては、掛金収入がない閉鎖型であるため、下振れリスクに十分留意しつつ、厚生年金と同様、投資対象、保有額及び運用機関について制限を設定し、限定的にハイイールド債投資を行うこととしております。

今後のスケジュールでございますが、本日の資金運用委員会でご了承いただいた後、総務省へ申請し、大臣承認後、施行することを予定しております。

基本方針の改正につきましては、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。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご質問等がございましたらお願いいたします。

いかがですか。要するに、格付の少し低いものまで運用対象を広げるということでございます。そういうことによってリターンを上げようと。もう1つは、そこまで下げると、関連の問題から分散効果が出てくるという説明だったと思います。

よろしいですか。特にご質問、ご意見等なければ、たくさん議事がありますので、先に進みたいと思いますが、よろしいですか。

では、どうもありがとうございました。

今のこの件につきましては、先ほど説明がありましたように、まだ総務省と議論が続いておりますので、細かな文言や何かについては私に一任ということでお願いできればと思います。

それでは、今後の取り扱いについて、事務局より説明をお願いいたします。

○企画管理課 ご承認いただいた改正案により、総務省に基本方針改正の承認申請を行います。

なお、総務省による審査の結果、原案と実際の改正内容に多少差異が生じる可能性はございますが、その点につきましてはご承知おきくださいますようお願いいたします。

以上でございます。

○若杉座長 そういふことですので、よろしくをお願いいたします。

それでは、議事の2に移りたいと思います。「運用方針等の作成・見直しにおける外部コンサルタントの活用状況」について、こちらは寺岡総括投資専門員より説明をお願いいたします。

○寺岡総括投資専門員 それでは、議事の2つ目になりますけれども、「運用方針等の作成・見直しにおける外部コンサルタントの活用状況」につきまして、私からご説明いたします。

資料2をご覧ください。

後ほど、参考資料に実際に各外部コンサルタントからいただいた資料の抜粋をつけてございますので、簡単にご紹介したいと思います。

まず、本文でございます。

年度の運用方針ですとか期中の運用方針の見直しの検討及び投資行動の案を作成する前提となります経済金融市場環境の分析・見通しの作成には、外部コンサルタントを活用してございます。コンサルタントは2つ使ってございまして、経済環境コンサルと金融市場情報提供を併用してございます。

まず、経済環境コンサルタントですが、こちらにつきましては、マクロファンダメンタルズのトレンドを見通すためのトップダウン的な情報となります。経済指標の分析と経済の先行きを見るわけで、最終的には一部金融市場の見通しも出てますが、どちらかといいますと経済分析が主体になってございます。

一方で、金融市場情報提供につきましては、より実践的な各市場、各資産市場の動向分析ですとか資産配分などのボトムアップ的な情報でございます。こちらも同様に、前提となりますマクロファンダメンタルズの情報等の分析がありますが、主眼となりますのは、最終的に資産の動向ですとか資産配分の形になります。両者をあわせまして、上からと下からの分析情報をいただいている状況でございます。

具体的に、中段ですが、経済環境コンサルタントにつきましては、現状、2社ほど採用してございます。1社が ございます。それから、もう1社は でございます。

内容につきましては、マクロ環境・金融市場見通しにつきまして、月次で会議を実施してご

ざいます。その内容につきましては、日、米、欧、中国のマクロ経済環境の定点観測、景気のトレンド、前回からの変更点、その理由などをチェックしながら打ち合わせ、それから議論を交わしているところでございます。そのほか、主要なイベント等のトピックの問題ですとか、そういったものが経済に与える影響度などもチェックしてございます。

そのほか、経済指標等、日々出ますので、その実情の分析等のレポートにつきましては、送付いただくかホームページで閲覧している状況でございます。

もう1つの金融市場情報提供でございます。こちら2社採用してございます。と

でございます。ただ、こちらにつきましては、契約が平成29年3月末で切れてしまいますので、平成29年度につきましては、現状、新規の選定をしているところでございます。

こちらにつきましては、基本、金融市場情報、マクロ見通し、資産市場の見通し、資産配分方針などを四半期に1度、会議を通じて打ち合わせをしてございます。各資産の見通し、特にバリュエーションですとか、各資産間の相対的な魅力度の判断、その根拠、それから具体的な資産構成比の決定、変更に関する情報等をいただいております。

こちらも同様に、イベント発生時の市場に対する影響についての情報でございます。こちら、上段の経済コンサルタントは、昨年のブレグジットのような状況ですと、どちらかといいますと経済への影響というのが主眼になりますが、こちらの金融市場情報につきましては、マーケットの影響はどうなるかといったことを主眼に情報をいただいております。

最後の段落でございますが、地共連での活用状況でございます。

外部コンサルタントからいただいた情報、それから私ども独自で収集しました情報を基に、経済・金融市場の現状分析を実施してございます。

それから、月次、四半期で、こういった外部コンサルタントとのミーティングをしてございますが、その内容につきましては、週次で開催がございまして担当理事を議長といたします資産運用会議にて報告し、全員で共有してございます。

加えまして、運用方針の作成や方針の見直し、投資行動の検討に際しまして、経済金融市場見通しの変更が必要か否かということについて、検討の際に活用させていただいている状況でございます。

具体的にいただいている状況でございますが、参考資料をご覧ください。

こちらの4社がございまして、1社2つほどずつ、実際のいただいた資料はもっと膨大にございますが、一例を挙げてございます。

1ページ目、2ページ目が になります。

1 ページ目が経済全体の先行きの見通しで、向こう 2、3 年のところまで含めた経済の GDP ですとか政策金利、それから 10 年物の金利、加えて為替のレート等々の指標の見通しが入っています。

下段の 2 ページですが、こちらは、そのもとになります説明資料という形になっていきます。

次のページでいきます。3 ページ目、4 ページ目、こちらにつきましては、もう 1 社のからいただいている資料でいきます。上段につきましては、日本の成長、日本の経済のところの現状分析、下段につきましては、アメリカの経済見通しが入っていきます。

続きまして、5 ページ目、6 ページ目、こちらにつきましては、からいただいている情報でいきます。

上段の 5 ページにつきましては、各資産、株、株の中でも地域ですとか、それから、債券の中でもクレジットか国債かといったものに対しまして、さまざまな観点からの魅力度の判断というものをいただいております。

6 ページ、こちらはバリュエーションの問題でいきます。こちらは、アメリカ株につきますバリュエーションの資料を添付していきます。

最後のページになります。こちらは、になります。こちらと同じように、上段につきましては各資産の相対的な魅力度の見通し等を含めたところでいきます。下段につきましては、日本株のバリュエーションについての資料を添付させていただいております。

こういった情報を活用しながら、運用方針等の作成・見直しに活用している状況でいきます。

説明は以上でいきます。

○若杉座長 どうもありがとうございます。

これに関しては、前回、外部コンサルタントの活用状況について、委員の方から質問がありましたので、今回、こういう形で説明していただくことになりました。

ご質問、ご意見等ありましたらお願いします。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 今回、この内容についてご説明いただき、ありがとうございます。

質問は 2 つあるのですが、まず 1 つ目は、それぞれ複数社から意見を聴取されているんですが、意見に食い違いが結構あるものなのか。食い違った場合に、連合会としてどのように判断をしているのかという点です。

2つ目は、金融市場情報にマクロ経済の見通しも含まれておりますが、それに加えて経済環境コンサルタントの方からもマクロ経済情報をとっています。この経済環境の見通しをとることの意義があれば、教えていただければと思います。

○若杉座長 寺岡総括投資専門員、ご説明をお願いします。

○寺岡総括投資専門員 最初のところでございます。それぞれ複数社選んでございますので、それぞれ見通しに食い違いがあるかどうかという点につきましては、可能性としてはありますが、ここ1年半ほどでは、特に大きな食い違いは出たことはございません。特に平成29年度の方針を策定しますときの経済環境分析につきましては、グローバルな景気回復という部分につきましては、両経済環境コンサル、ほとんど同じでございました。若干の温度差はあっても、まず大筋は同じだったということでございます。

今後食い違った際にどうするかということですが、基本的には、結果として出てきます見通しだけではなくて、その根拠がどうなっているかを確認するようにしています。どこが違うからどうなっているかという分については、両者比較しながら吟味させていただきます。その中で、どちらのほうか、蓋然性が高いかということを検討していきたいと考えてございます。

もう1点でございます。金融情報のところでもそのマクロ経済が入っているということですが、先ほどご説明の中で申し上げたんですが、両方から挟んでいるような状況でございまして、より主体になりますのは、経済コンサルタントのほうで経済環境分析、特にマクロファンダメンタルズの予想のところに重きを置いた状況になっています。それから、金融情報につきますと、どちらかといいますと資産市場のところに重きを置いてございます。当然、資産市場の見通しをつくりますと、マクロ環境の見通しの前提がある程度必要になりますので、その部分は必要かと考えてございます。

ただ、マクロ環境分析のところは、逆に経済コンサルと全く違うということを前提にしていますと、そもそもの金融市場の見通しにずれが出ますので、そこについてはしっかりとその内容についてもチェックしたほうがいいというような形で考えております。

○田谷理事 若杉座長、よろしいですか。

○若杉座長 はい。

○田谷理事 あと、重複になるかもしれませんが、金融市場のほうは、これは四半期ごとの基本方針の見直し、直接アセットクラスごとのものを見るものですから、四半期ごとにやっておりますが、マクロ経済、四半期ごとだけではちょっと足りないものですから、日々の細かな動きなども考え、経済環境のほうは月次で実はとって、日々情報をできるだけ新しくしよ

うと、このような工夫をしております。

○若杉座長 喜多委員、そういうことでよろしいですか。

ほかにご意見とかご質問はありますか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 2点ありまして、1点は、この2社ずつコンサルをお願いしているわけですが、その評価はどのようにされているのか。特に金融市場のほうは平成29年3月末までということなので、再任などの評価をしないといけない段階になっていると思うのですが、それが1点です。

2点目、コンサルの趣旨としては、年度の運用方針とか期中の方針の見直しなどに使うんだということなのですが、年金としての資産は長期の運用なので、この長期のトレンドとこののですか、そのようなものの中で多少のアヤをつけていくことなのかなと私は思っているのですが、そういう観点からいうと、単に今年度のアセットクラスの魅力度みたいなことではなくて、長期的な魅力度の中で今年度どのように動いていくのか、そのあたりが重要になると思うのですが、それに関して、特に下の2社は、コンサルとしての役割を果たしているのかどうか、以上の2点をお伺いしたいと思います。

○寺岡総括投資専門員 最初、1点目の評価についてですが、それは一元化以降、その1年半のところで一旦その契約は切れたものですが、評価は3月末のところで内部的に実施している状態でございます。

ただ、なかなか評価につきましても、ちょうど1年半といいますか、かなりいろんなところがありまして激動な状態でございますし、特に昨年あたりというのは実際のどう評価するかと難しいところございますが、当たり外れでいきますと、平成28年度はブレグジットやアメリカの大統領選挙があったという、なかなかその予測が当たりづらい、難しい相場環境でありました。特に金融市場のところは大きく荒れたという状況でございましたので、そういった状況を踏まえながら一旦、内部では評価してございます。

そういった部分を踏まえまして、新しく採用、選定に入る作業に入りますけれども、その際にはそういった部分も生かしながら、新しいところも探していきたいという形で考えてございます。

もう1点、何度もこの会議でもご案内していますとおり、あまり短期で動かすというのは我々にとっての趣旨ではないところでございます。どちらかといいますと、基本方針がかなり長いベースでつくられていますので、仰られたとおり、少し長いベースのところと中期のとこ

ろがずれている可能性があるという部分、目線としましては、半年、1年ということだけではなくて、もう少し長い目線で見た形でその資産配分を、少し基本ポートフォリオの資産をどうずらすかということは常に考えながらやっているところでございます。もう少しそのあたりのところもいろいろと検討ができたならと考えてございます。

○若杉座長 よろしいですか。

情報収集については、これらの外部コンサルタントを利用するだけではなくて、自らもいろいろな調査をしているわけですね。よろしいですか、そういうことで。

それでは、ただいまの「運用方針等の作成・見直しにおける外部コンサルタントの活用状況」につきましては、以上で終了したいと思います。

次に、議事3として、「国内債券アクティブ運用プロダクトの選考結果等について」、唐澤運用第二課長より説明をお願いしたいと思います。

○唐澤運用第二課長 それでは、資料3「国内債券アクティブ運用プロダクトの選考結果等について」をご覧ください。

「1、新規採用プロダクト」でございます。

国内債券の投資につきましては、マネジャー・エントリー制を実施し、平成29年1月20日までにエントリーのありましたプロダクトについて、過度なリスクをとらない範囲で収益源泉の多様化を図りマイナス金利への対応となるプロダクトについてヒアリングを実施し、定量評価・定性評価をあわせて総合的に評価を行った結果、ヘッジ付き外債戦略のプロダクトとしましてアムンディ・ジャパン、クレジット戦略のプロダクトとしましてブルデンシャル・インベストメント・マネジメント・ジャパンと三井住友アセットマネジメントを採用することとしたところでございます。

アムンディのヘッジ付き外債戦略のプロダクトにつきましては、日本国債対比でヘッジ後利回りが高い長期国債に投資し、中長期的な絶対収益を確保することで、高い政策ベンチマーク対比の超過収益獲得及び運用効率の改善が期待できるものと考えております。

一方、ブルデンシャル及び三井住友アセットマネジメントのクレジット戦略につきましては、金利戦略のほかにクレジット戦略を大きく加えることによる高い超過収益の獲得及び両戦略を併用することにより、相場局面によらない安定的な超過収益の獲得が期待できるものと考えております。

今回、この3つのプロダクトの採用によりまして、連合会ポートフォリオ全体のリターン向上及び既存プロダクトの戦略分散によるリスク低減が見込まれると考えております。

具体的には、別紙をご覧ください。

赤く丸で囲っている部分がございますが、新規プロダクト採用前と採用後のリターン、リスク、シャープレシオを比較しております。既存プロダクトの相関性が低いプロダクトの採用が寄与し、さらなる超過収益の獲得、運用効率の改善が期待できるものと考えております。

プロダクトの評価につきましては、定量評価と、運用哲学及び運用スタイルの明確な説得力はあるか、運用に携わる人員が十分に確保されているかなどの定性評価を合わせて、総合的に評価を行ったところでございます。

「3、新規設定に係る資金異動」をご覧ください。

資金設定の原資は、国内債券エンハンスの一部解約をもって対応することとしており、新規プロダクトの設定額につきましては、厚年経理、経過経理、それぞれアムンディが400億円ずつ計800億円、ブルデンシャルが200億円ずつ計400億円、三井住友アセットが200億円ずつ計400億円としております。

運用開始時期は来月、平成29年6月1日を予定しております。

選考結果につきまして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。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご質問等がございましたらお願いいたします。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 結果として、表にあります3つのプロダクトが採用になったわけですが、定量評価と定性評価で総合的に評価ということで、それに関連してお伺いしたいのですが、この3つのプロダクト以外に、パフォーマンスとしては定量的にはもっと優れたものがあったのだけでも、定性的な面でこの3つが選ばれたのか、あるいは、この3つが最初から定量的な面でも最もすぐれたファンドで、それについて定量的な面を確認して、問題がないので、このプロダクトが選ばれたのか、そのあたりについてちょっとお伺いしたいんですが。

○運用第二課 クレジット戦略、ヘッジ付き外債戦略ともに、今回採用した3プロダクトが同一戦略グループの中で定量的にも最もすぐれているプロダクトになっております。

○竹原委員 わかりました。ありがとうございます。

○若杉座長 蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 それぞれのプロダクトについて、その過去の実績とかはそれなりに数字としてあらわれている部分があると思うのですが、それぞれのプロダクトのリスクについては、要は、話を聞いて、その運用スタイルとかで、そんなに危なくはないのではないかということで

判断されたということでしょうか。

○運用第二課 今仰られたとおりでして、それぞれのプロダクトの戦略ごとにプロセスの中でリスク管理プロセスが組み込まれているか評価しております。また、定量面では、政策ベンチマーク対比での下振れ耐性について評価させていただいております。

○蜂須賀委員 例えば、経済環境の変化のときや金利の変動ときや、そういうときにどのようなファンドのリターンがどう変わるかと、そういうところはシミュレーションを出して、やったということですか。

○運用第二課 そうですね。特に三井住友アセット、プルデンシャルなどは、金利戦略とクレジット戦略を併用しておりますので、クレジット戦略が若干不芳だった時期に、どのようなアルファのとり方をしているかを確認しております。両社とも安定してアルファを獲得できていますが、経済環境に合わせて、金利戦略で大きくリスクをとったり、クレジット戦略でリスクをとったりというところをうまく調整しております。こうやって経済環境に合わせてうまく動いているというところも評価して採用しております。

○若杉座長 ほかに、よろしいですか。

喜多委員、お願いします。

○喜多委員 アムンディのプロダクトはベンチマーク無しとされておりますが、これらの商品は今後どのように評価していく予定でしょうか。

○運用第二課 こちらのプロダクトは絶対収益型を標榜しておりますけれども、参考指標として野村BPI総合を中長期的に、3年から5年で150bpsアウトパフォームすることを目指しているというプロダクトになっています。

我々としては、両面縛りで考えておりまして、もちろん絶対収益の確保というところでプラスリターンがとれること、加えて、野村BPI総合対比で150bpsの目標超過収益が達成できると、この両方を縛った形で評価していきたいと考えています。

○喜多委員 はい、わかりました。

これは質問というより意見なのですが、このアムンディのプロダクトは、こちらの説明にもありますように、ヘッジ後利回りが高いヘッジ外国債券に投資するものですね。

○運用第二課 はい、そうです。

○喜多委員 そもそも国内債券じゃないので、一時的にベンチマークや他商品とのリターンの乖離が出るのは仕方ありません。

そのリターン結果だけで評価するというよりは、その期間中に生じた国内債券とほかの外国

債券の差とか、そういった点も踏まえて、ある程度定性的な評価も入れていながら評価するということが必要だと思います。

○運用第二課 ありがとうございます。

1点補足させていただきますと、こちらのプロダクト、環境によっては国内債券も組み入れる可能性はあるプロダクトになっておりますので、その点は補足させていただきます。

いただいたご意見を踏まえて、評価をさせていただきたいと思います。

○若杉座長 ありがとうございました。

ほかに、よろしいですか。

もしなければ、議事3「国内債券アクティブ運用プロダクトの選考結果等について」につきましては、以上で終了したいと思います。どうもありがとうございました。

それでは、議事の4に移ります。「スチュワードシップ活動に係る最近の動向について」について、計画係長より説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

○企画管理課 「スチュワードシップ活動に係る最近の動向について」でございます。

資料4-1の「日本版スチュワードシップ・コードの改訂について」をまず説明させていただいた後、資料4-2「企業・アセットオーナーフォーラムについて」を続けて説明させていただきます。

まず、資料4-1の「日本版スチュワードシップ・コードの改訂について」でございます。

まず、経緯から説明させていただきます。

日本版スチュワードシップ・コードでございますが、平成26年2月に策定されたものでございまして、連合会といたしましては、平成26年5月30日に受入れを表明したところでございます。

その後、平成28年11月にフォローアップ会議の意見書というものが出されまして、その中で、スチュワードシップ・コードの改訂について提言がされたところでございます。これを受けまして、金融庁において、有識者の検討会での議論を経て、平成29年3月に改訂案が取りまとめられたところでございます。

そちらが、参考資料としてつけさせていただいておりますが、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」というものが、平成29年3月28日付けでコード改訂案を出されています。こちらにつきましては、一両日中には正式なものが出されると聞いているところでございます。

コード改定案の8ページをご覧になっていただきたいのですが、日本版スチュワードシッ

プ・コードの原則は7つございますが、今回の改訂におきましても、この7つの原則そのものは、特段変更は行われておりません。

次の9ページをご覧になっていただきたいのですが、各原則の下に、それぞれ指針というのがぶら下がっていきまして、今回は、この指針が新たに追加されたり、一部変更が行われたりしているところがございます。

その際、若干細かい話になりますが、例えば1－3の末尾のところにもありますように、何々すべきであるという表記がございますが、こういった部分につきましては、コンプライ・オア・エクスプレイン、原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するかといった対応が求められているところがございます。

資料4－1の1ページに戻っていただければと思います。

今ほど申しましたところが改訂の概要の主な1点目でございます。

もう1点でございますが、今回の改訂に当たりまして、資産運用者としての機関投資家を運用機関、資産保有者としての機関投資家についてはアセットオーナー、それら双方を指す場合、機関投資家という表記にしているところがございます。このことによって、それぞれ各指針において対象となる主体を明確に記載しているというのが今回の改訂の2つ目の特徴でございます。

続きまして、具体的にどういった内容が今回追加されたかについて説明させていただきます。

まず、アセットオーナーに対してですが、指針の具体的には1－3、1－4、1－5になりますが、運用機関の活動に対するアセットオーナーによる実効的なチェックが今回追加されたところがございます。詳細については後ほど説明させていただきます。

機関投資家に対してですが、指針の3－3において、ESG要素について明記されております。

指針の4－2におきましては、パッシブ運用における対話なり議決権行使のことが記載されております。

指針の4－4におきましては、集团的エンゲージメントが有益な可能性があるということが記載されております。

指針5－3におきましては、議決権行使結果の公表の充実。個別議案の開示に関する内容でございます。

最後に、指針の7－2といたしまして、組織の構築や人材育成に関することについても、今回、改訂案で追加されているところがございます。

それ以外といたしましては、アセットオーナーである地共連と直接関係はありませんが、運用機関に対しましても、指針においてガバナンス・利益相反の管理、運用機関自身の自己評価、資料2 ページ目以降になりますが、その他事項といたしまして、議決権行使助言会社に関する言及も今回の改訂案で記載されているところでございます。

続きまして、資料2の今後のスケジュールのところでございますが、改訂版コードが正式に公表された後、遅くとも6カ月後までに、改訂内容に対応した項目の更新とその旨の公表を行うことが期待されております。

続きまして、これらを踏まえたコード改訂について、連合会として、どのような対応を行っていくかの方向性について説明をさせていただきます。

まず、全体でございますが、既に連合会といたしましては、議決権行使でしたり、企業とのエンゲージメントなりESGを通じまして、この分野につきましては積極的に取り組んでいるところでございますので、改訂内容につきましては、概ね受け入れ、コンプライの方向で考えているところでございます。

以下、具体的内容について説明させていただきます。

まず1つ目でございます。四角で囲ってございますとおり、原則1の下にぶら下がっております指針の1-3、1-4に係るところでございます。

ポイントといたしましては、アセットオーナーは運用機関に対して「実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである」、あとは、「スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである」というところでございます。

なお、1-3、1-4に下線が引いてございますが、下線箇所は今回の改訂案で新規に追加された内容でございますので、この1-3、1-4についても、全部新たに今回の改訂案で追加されているという意味合いでございます。

こちらにつきまして、我々連合会としての対応の方向性でございますが、こちらにつきましては、平成16年4月に、連合会といたしましては、既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を制定しておりまして、その中で、望ましい企業像や議決権行使に関する考え方については、既に示しているところでございます。

資料3 ページになりますが、よって、現時点におきましても、1-3、1-4で求められている内容については、概ね実施できているのではないかなということではございますが、先般、1月の委員会で課題として報告させていただいたエンゲージメントの分野については、方針の策定等について検討を行ってまいりたいと考えているところでございます。

続きまして、指針の1－5でございます。

ここのポイントでございますが、実効的なモニタリングでございます。単なる形式的な確認に終始すべきではなくて、質に重点を置くべきというところでございます。

こちらについても我々は既に毎年、運用機関に対して定期的なヒアリングを行っているところでございます。その際、質を重視した形で、毎年、着眼点を持ってやっているところではございますが、こちらにつきましても、まだ改善の余地はあるかと思いますので、今後につきましては、外部の専門家の知見を活用する等によって、より実効的なモニタリングに注意して取り組んでまいりたいと考えているところでございます。

続きまして、指針の4－2でございます。

こちらでございますが、今度はパッシブ運用について、「中期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである」ということが明記されたところでございます。

資料4ページに移っていただきまして、繰り返しになりますが、既にコーポレートガバナンス原則において望ましい企業像を定めているところでございますし、また、毎年の定期的な報告なりヒアリングを通じて、パッシブを含めたスタイルごとの対話の内容や手法についての確認は、既に行っているところでございますが、こちらにつきましても、先ほど申しましたように、エンゲージメントに関する方針とか今後検討していく上で、パッシブ運用の特性を踏まえたスチュワードシップ活動について検討を行ってまいりたいと思っているところでございます。

最後でございますが、指針の5－3のところでございます。

ポイントといたしましては、「機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである」、要は議決権行使結果の個別開示が記載されているところでございます。

そもそも議決権の行使結果の個別開示について、どのように認識しているかでございますが、個別開示自体は受託者責任を果たすことから、前向きに考えていくべきだと思っております。

一方、開示主体についてどのようにすべきかというところが検討事項としてあり得るのかなと考えておりまして、具体的に申しますと、1つ目は直接議決権行使を行っている運用機関が開示すること、2つ目はアセットオーナーである連合会自ら開示すること、3点目は、運用機関、アセットオーナー、両者が開示することが考えられます。このうち、アセットオーナーが自ら開示する、先ほど言いました2番目と3番目のやり方でございますが、開示主体が直接議決権行使を行っていない点につきまして、どう評価するかという論点があり得るのではないかなと考えております。開示方法につきましては、GPIFや他の公的年金の動向に注視しながら

ら、検討してまいります。

資料４－１の日本版スチュワードシップ・コードについての説明は以上でございます。

続きまして、資料４－２「企業・アセットオーナーフォーラムについて」説明させていただきます。

こちらでございますが、概要といたしましては、参加企業が運用機関との建設的な対話等に関して意見交換を行う場に、ＧＰＩＦがアセットオーナーとしてその議論とか意見交換の様子を横で拝聴するという形で、開催されたものでございます。

連合会でございますが、ＧＰＩＦからの要請に基づきまして、他の管理運用主体、国共連、私学共済とともに、第２回から参加しているという状況でございます。

どのような企業が参加しているかと申しますと、資料の下のところでは８社でございます。そのうち幹事会社としてエーザイ、オムロン、日産自動車、比較的この分野において積極的に取り組まれている企業が参加しております。

開催状況といたしましては、第１回が平成２８年９月に行われまして、第２回が先般の４月２９日に行われました。以後につきましては、年２回の頻度で開催予定という状況でございます。

後ろでございますが、ＧＰＩＦのホームページからもご覧になることはできますが、第１回、第２回の概要を参考につけているところでございます。

連合会といたしましては、企業の直接の意見を聞くことはなかなかないところございますので、貴重な機会だと認識しております。今後も、このような場がありましたら、参加していく方向で考えてまいりたいと思っているところでございます。

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。

それでは、ただいまの説明につきましてご質問、ご意見等がありましたらお願いいたします。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 スチュワードシップ・コードの中にある個別開示について、少しコメントさせていただきます。

先ほどの資料の４ページにありますように、「機関投資家」という表現になっており、「アセットオーナー」とそれから「運用機関」、両方が含まれるということになりますけれども、私は委員でしたので申し上げるのですが、実際の議論の際に問題になったのが、まず、運用機関の個別開示、それから、生保の個別開示、そういったところが議論の中心でした。自ら運用しておらず、議決権行使も行っていない年金基金を念頭に置いた議論はありませんでした。

それから、そのスチュワードシップ・コードの原案、たたき台になったのが、先ほどもご紹介ありましたように、フォローアップ会議の議論を経て出された意見書です。私もフォローアップ会議のメンバーでしたので、その議論にかかわっていたのですが、そこでも、運用も行使も行っていないアセットオーナーに関する個別開示の話というのは出てまいりませんでした。

スチュワードシップ・コードを考える際に、グローバルなプラクティスというのは非常に強く意識していましたので、両会議において、それぞれ海外の投資家、識者を呼んで意見を聞くということがありました。フォローアップ会議ではアメリカの大手年金基金を呼んできて、その状況について、電話会議で議論をしました。その時の話ですが、彼らは、自ら運用し議決権行使をし、その結果を開示していると、そういう話でした。それらの状況を勘案すると、私どものように運用もしていない、議決権行使も委託しているというアセットオーナーが個別開示をするという考え方を取ることを、スチュワードシップ・コードが求めているとは、私は理解していません。

他のところがどう動くかとか、あるいは金融庁がどう考えるかというのは、現実的な問題としては考慮の対象になると思いますが、それよりも、そもそも論として、私たちの受託者責任という観点から考えて、どう行動すべきか考えるのであれば、当基金が自ら開示するという必要はなく、委託している運用機関に対して、スチュワードシップ・コードの精神に従って、個別開示に向けた取組をするということを促すことで十分ではないかと考えております。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございました。

今の点、いかがですか。

北澤資金運用部長、どうぞ。

○北澤資金運用部長 会議の状況もお伝えいただき、ありがとうございます。

この点についてはまだ結論は出ていないのですけれども、ちょっと我々自身が開示する場合に考慮しなければいけないと思っておるのが、1つは直接開示する、直接議決権を行使しているのは運用機関でありますので、我々はガイドラインで考え方を示しているのですけれども、最後の判断されているのは運用機関ですので、仮に我々自身で開示した場合に、その最後の判断の部分の説明というのは難しいなというのは課題としてあると思っています。

それと、今、金融庁の話も出ていましたけれども、このコードの改訂案、パブリックコメントがなされて、回答が予定されているそうですけれども、内容を聞いておると、その回答の内容の中でも、こういうアセットオーナーがマネジャーに対して開示を要請すると、そういった

ことが想定されているような金融庁からの回答もあるようですので、そういったこともこの制度の中ではイメージをされているのではないかなと理解しております。この点も留意したいと思っています。

○若杉座長 いかがですか。

アセットオーナーとしては、運用を委託した以上は、議決権行使とかスチュワードシップ活動も原則としては委託したということになるわけですね。ですから、同じことを繰り返す必要はないわけで、運用機関がきちんとそれをやっているかどうかを監督すればいいということですね。

○高山委員 そのように理解しています。

○田谷理事 この点、少しご意見というかご指摘、教えていただきたいのですが、運用機関の人たちと話をしておりますと、例えば我々が委託しております運用会社、複数社ありますけれども、全く同じ投資先企業の株主総会で賛否が異なった、例えば、Aアセットは賛成を出して、Bアセットは反対を出すというように、同じ連合会のガイドラインに基づく行動なのですが、賛否が異なるケースもあったりとか、あるいは、我々が出しているガイドラインとほかの公的年金が出しているガイドラインが若干違ったりしますと、同じ公的年金が出しているガイドラインなのだけでも、その違いは出てきまして、同一のアセットマネジメントが同一の投資先企業に対する議決権行使について、うちからの委託分は賛成を出しているけれども、ほかの公的年金からの委託分は反対を出した。こういうところはいろいろあるらしくて、それは別に問題ないことなのか、あるいは、それがだんだんと改善されていけばいいのか、問題なのか、その辺いろいろな議論があるような、気にしているようなことを言っております。その辺、どう考えるべきなのか、何かご提言あればお教えいただければと思います。

○若杉座長 高山委員、どうぞ。

○高山委員 今言われたようなことは、よくあることというか、当然起こり得ることで、それが間違っているとか悪いというような議論はないと思います。

ただ、現実的な問題として、主要な運用機関を中心として、現在、個別開示に向けて取り組んでおりますが、どのように開示するかというのは、各機関ですごく悩んでいるという話は聞きました。不統一の行使というのも結構ありますので、そこをどうするのか。例えば、ある運用機関では自分たちの方針でやっているところのみを開示する方向でいこうかという話をしていところもありますし、別のところはファンド別の開示しようかという話をしていところもあります。そこは各機関、かなり悩まれていると思います。

また、一部の機関では、12月総会の結果の開示が始まっていると理解していますが、そちらの事例などを見ながら、これからの状況を想定していくことになるのかなと思います。

○若杉座長 川北委員、何かありますか。

○川北委員 今のことに関連して、もう少し幅広く考えると、このアセットオーナーフォーラムにある、この議事録にあるんですけども、企業として一番気にしているというか、変だと思っているのは、結局議決権行使基準を与えられて、それによって、それを形式的に判断してマル・ペケつけてしまうことのようにです。この企業側のメンバーは何人が知っているんですけども、同じようなことをその何人かから私も直接聞いたことがあります。

ですから、連合会としてやるべきことは、やはり委託先がきちんと本当に、ここで言う対話に基づいた議決権行使をやっているのかどうか、そこを評価していくことで十分じゃないのかと思います。それで、これを公表するのかがどうかはよくわからないのですけども、連合会としては議決権行使のその特色みたいなものですよ。委託先ごとの特色みたいなもの、どのように表現するのか結構難しいとは思いますが、そういうところを一般の我々として知りたいなと思います。

ですから、委託したものを再集計して、またそれを同じように個別企業ごとに、どのぐらいの割合で議決権ごとにマル・ペケつけたのかを示されたところで、見る側からすると屋上屋を重ねたような、そういう印象を受けるように思います。

○若杉座長 私の個人的な意見なのですが、現代のガバナンスのベストプラクティスと言っていると思うのですが、それは、1つは独立取締役が中心となった取締役会で、そこが指名・報酬・監査という3つの機能を使って執行役員を誘導するということだと思うのですが、そのときに、まず独立取締役の概念がきちっとしていて、判断基準が曖昧でなければ、不統一ということはあまり問題にならないと思いますがいかがでしょうか。

指名のもっとも重要な機能は、取締役候補者として独立性を備えた候補者を選んでくるということです。これは独立の概念が明確であれば問題は案ずるより少ないと思います。報酬に関してはインセンティブ報酬ということが本質的な問題ですね。役員報酬が、インセンティブとして効果的な報酬制度になっているかということがポイントです。それから3番目の監査ですけども、これは、もちろん財務諸表の監査ということもありますけれども、もう1つは、経営を対象とする内部監査人と、会計報告を対象とする外部監査人がいるわけですが、監査人の独立性についての検証が期待されている機能です。これが世界のベスト・プラクティスであるということができると思います。

取締役会のガバナンスについてこのような基本がきちんとしていれば、不統一行使みたいなことはあまり問題にならないと思うのですよね。日本の場合には、それがないものですから、本質的ではないことが問題とされ、意見表明が分かれるということになるのではないかと思います。スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードもその骨格がまだ曖昧なままなので、些末なことが問題になっているのではないかと思います。

議決権行使が健全に機能するためには、いつも申し上げていますが、アセットオーナー側が株主としてきちんとした考え方を持っていることが大事です。それとともに、アセットオーナーが力を合わせることも重要だと思います。ベスト・プラクティスを通して、株主がガバナンスについて認識を共有していれば、議決権行使もまとまりやすいであろうと私は思っています。

ほかに、いかがですか。よろしいですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 もう1点だけ。多分この席でも言ったと思うんですけども、このアセットオーナーフォーラムの1回目の2ページ目ですね。その③で、G P I Fを含むアセットオーナーへの期待と要望ということで、コーポレートガバナンス責任とフェアディスクロージャー責任を果たしていこうという、そういう企業を応援するとあります。そこにG P I Fを初めとして公的年金が資金配分すれば、よい循環が生まれるということになっているのですけれども、これを推し進めていくと、結局、今のT O P I Xに対するパッシブ運用から離れていくことになります。これはどなたが言われたのかよくわからないのですけれども。

今回の改訂版のスチュワードシップ・コードの4-2の指針にあるように、パッシブ運用に対して、より積極的に対話をして議決権行使をやっていくんだという、そういう書きぶりがあるので、そうだとすると、これは前回申し上げましたように、2,000社とそんなことできるはずがないので、そこはやっぱりもう一度、連合会としての書きぶりも含めて、もしくは実際の運用かもしれませんが、そこはじっくりと考えてもらったほうがいいように思います。

○若杉座長 パッシブ運用が成り立つのは、1つは企業がきちんとした取締役会を持っていて、原則としてコーポレートガバナンスがしっかりしているということだと思うのですね。

もう1つは、証券取引所がきちんとした上場基準及び廃止基準を持っており、価値のある企業のみが上場されていることです。その辺は、日本の証券市場に甘いところがあるのではないかと懸念しています。

私はいろいろ足りない点があると考えていますが、せっかく 2 つのコードができたわけですから、順次改善していった、世界的にも優れたコードに仕上げるのが不可欠だと思います。地共連としても、そういう観点からも発言していけたら理想的であると期待しております。

よろしいですか、この問題は。

それでは、議事 4 の「スチュワードシップ活動に係る最近の動向について」につきましては、以上で終了いたします。

最後に、議事の 5 「平成 29 年度の調査研究委託について」でございますが、これは北澤資金運用部長より説明をお願いいたします。

○北澤資金運用部長 それでは、平成 29 年度の調査研究委託について、資料 5－1 から 5－3 まででございます。3 つの調査研究を予定しております。

今回の委員会では、最初の調査研究に関連します、その背景となっていますデリバティブの活用について、G P I F の制度改正が予定されていますので、そちらもあわせて紹介させていただきます。

資料 5－1 ですが、最初の調査研究です。資金運用とリスクのマネジメントに関する調査研究ということであります。

背景としましては、この概要に記載がありますが、基本ポートフォリオの変更、リスクセンサーが増えてきたとか、運用の多様化がありまして、オルタナ等々の投資対象が拡大しておりまして、こういう背景がある中で、この運用の役割と特性に応じたリスクマネジメント、オルタナ等も含む資産全体のリスクマネジメント、こういったものが重要となっているところなんです。

また、別の背景としては、この委員会でも議論いただいていますけれども、このポートフォリオの資産構成割合が今、基本ポートフォリオの中心値に近づきつつありまして、リスク・リターンの見込みを含めた、要素を踏まえたリバランスをやっていかなくちゃいけないというのも背景としてございます。

そういった状況がありますので、この資産の組み合わせからなる基本ポートフォリオのみによる運用リスク管理というものに一定の限界があるだろうなということも感じておりまして、この基本ポートフォリオが基本なんですけれども、これを補完するようなマネジメント手法、資産の内容にも着目したようなマネジメント手法がとれないかという課題認識です。

2 番にありますように、これが委託の内容ですけれども、具体的なその中での調査研究として（５）、（６）というのがありまして、（５）が為替リスクについてですけれども、基本ポ

ートフォリオの変更もありまして、外貨建ての資産が非常に増えているということで、こういう為替リスクについても着目したい。

(6) 番がデリバティブの活用と管理の方法ということでありまして、これの背景が先ほど申しましたGPIFの動きになりまして、この資料でいいますと4番にまいります。GPIFの関係の法律の改正が既に行われておりまして、その中で、リスク管理の多様化という目的で、デリバティブの利用について若干拡大をしていくということになっています。詳細は、政令等をこれから定めて、10月1日施行を予定しておるということですので、現時点で分かっている状況をこれから紹介します。

ちなみに、総務省においては、地共済、それから国共済もきつと同様の政令改正を今検討中ということですので、地共済においても同じようなことができるような基盤が整うのではないかという背景でございます。

この資料について、次のページを見ていただきたいのですが、こちらがGPIFの関係の法律が出される前の社会保障審議会での参考資料になりますが、GPIFがどんなことを目指そうとしておるのかということですので、下のシートの上のほうにあります、今回新たに拡大しようとしているのは、為替先物取引の市場デリバティブです。店頭の方はできるようですが、市場デリバティブ、これを外国資産の為替変動による影響をヘッジするために使うということと、その隣にあります株価指数先物、株価の変動リスクのヘッジ、こういったことの追加を考えているようです。

上のシートにありますけれども、リスク管理の一環としてやるようですが、真ん中あたりに迅速・低コストでの取引執行とありますけれども、どうもリバランスをする際に、このマーケットインパクトを避けながら、迅速でコストの低い執行をしたいというところが狙いであるということでもあります。

ただ、このデリバティブ使う場合には一定の管理をしていくということで、また下のシートに戻りますけれども、①から⑤がありますけれども、利用の目的の制限であるとか、機会の制限とか、額の制限というのをかけます。それから、リスク量についてははかっていきますと。それから、ガバナンスを効かせます、経営委員会の関与をしていきますと、こういうような一定の枠組み、管理の中でデリバティブの使用をどうも考えているということでございます。

これが1つ目の調査研究でありまして、2つ目、5-2をご覧いただきたいと思います。

こちらはスチュワードシップのコンサルティングですが、先ほどコードの改訂の話もございましたけれども、これまでも地共連、このスチュワードシップについてコンサルティン

グというのを受けておりましたけれども、今回規模を拡大して行おうというものでございます。

業務の内容がありますけれども、（１）はこれまでも受けていたものでありまして、（２）、さまざまな原則とかガイドラインについてのチェックを行っていただくとともに、③にありますように、外国株式の議決権行使を既に昨年度から行っていると思いますが、その取りまとめが今回初めて行われますので、これに関するアドバイスをいただいたりする予定です。

それから、（３）にありますように、実効的なモニタリング、あと実効的なスチュワードシップ活動ということの要請がありますので、それを行っていく上でのご助言をいただくということを予定しております。

続きまして、３つ目の調査研究ですけれども、マネジャー・ストラクチャーに関する資料５－３でございます。

こちらの背景としては、アクティブファンドの採用を進めてまいりまして、ここ数年でファンドの数も倍になるようなことになっております。中身も、新しく採用したファンドもたくさんありますし、新しく着目したものもありますので、そういった振り返りを行いつつ、アクティブファンド全体の管理であるとかマネジメントについて再点検しようということでありまして、それを踏まえて、マネジャー・ストラクチャーの見直しに向けて、この調査研究を行っていくというものでございます。

内容は２に記載のとおりですけれども、（１）にありますように、マネジャー・ストラクチャー、例えばカテゴリーの再整理をするというようなことであるとか、（２）ファクター投資の活用ができるのかとか、（３）にありますが、一番課題になっているのは外国株式のアクティブファンドのリターンがなかなか上がっていませんので、こういったところに何か活路があるのだろうか。それから、（５）にありますように、運用機関の評価についてのアドバイスをもらいたいと思っております。

いずれも、この３つの今、調査研究を始めようと、事業者の選定などの手続を行っているという段階でございます。

ご説明は以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、今のご説明に対して、ご意見とかご質問があればお願いします。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 すみません、その進捗状況のところで、既に複数の応募が有るということで説明いただいたんですが、これは具体的にどういうところが、コンサルティングファームなのか、

それとも運用機関なのか、こういったところが応募されているのか、差し支えなければ教えてくださいたいのですが。

○北澤資金運用部長 3つとも、基本的にコンサルティング会社です。

○竹原委員 ありがとうございます。

○若杉座長 はい、どうぞ。

○喜多委員 これもあくまで意見ですが、この3つのテーマは、それぞれすごく重要な問題だと思いますので、調査委託研究を進めるのは適切と考えます。

あと、こういった調査委託研究を進めるに当たって、この連合会の将来像をどのように描くかというのは非常に重要と考えます。G P I Fが組織の高度化を図りつつ、資産運用の精緻化に取り組んでいるのは非常にいい目標と成り得ます。地共連もより組織の専門性を高めて、管理の高度化を図るのが今後進むべき道なのかなと考えます。

北澤資金運用部長からお話が合ったように、デリバティブの活用というのは、まさに自ら全体のエクスポージャーをコントロールするというようなところが一番の目的になるのかなと思います。細かい銘柄の選定とかは引き続き委託して外に任せていくというのが主にはなるでしょうが、全体のアセットアロケーションやリスク管理は、これはスポンサー自らが統合的に管理するのが一番効率的です。こういった研究を通じて、将来的により連合会が進化していくところをイメージしながら、取り組んでいただければと考えております。

○若杉座長 ありがとうございます。

1980年代の終わりに制度としてデリバティブが導入されることになったとき、デリバティブの意義や利用法が議論されました。そのときの議論の多くが今でも有効ですが、その後四半世紀の経験を積んだのですから、新しく得た利用法があるかも知れません。コンサルを活用して、新たな活用法を学ぶことは重要なことだと思います。

どういうことをコンサルにやってもらったら良いかということについて、何かアドバイスとかがあれば、ご意見をお願いいたします。

○竹原委員 これは個人的な見解になりますけれども、デリバティブをリスク管理目的、ヘッジ目的に使うということであれば、多くの人は適切であり問題ないと考えます。ただ、日銀、あるいはG P I Fといった、非常に巨大なところがこういう行動を一斉にとったとすると、逆に株価形成を歪める可能性があると思います。

先ほどコンサルティングファームを募集されているということなんですけれども、そうしたところが基金にとって苦い話をしてくれるのかというのが非常に気になります。むしろ、大変

いいことですねと、ぜひやりましょうという結論ありきで、コンサルティングの結果を提示されるということであると、本来の基金としての現状での課題の発見に至らないので、そうしたところにちょっと留意していただければと思います。

あくまでも私見ですが、巨大な機関投資家によるデリバティブの利用は必ずしもいいことだと私は考えていません。

○若杉座長　そういうこともありますし、あと、裁定取引が重要なわけですがけれども、あまりにもアービトラージャーが多くなるともう均衡しなくなってしまい、価格が大きく上下し続けることになってしまいます。そういう観点からは、デリバティブの二次効果には功罪があります。これからお願いするコンサルには、通り一遍の調査や議論ではなく、洞察に富んだ知恵をだしていただければと思います。

他にいかがですか。よろしいですか。

途中でコンサルの経過報告なんかもしてもらえるわけですが、そのときにまた何か意見がありましたら、皆さんから出していただけたらいいと思います。

では、デリバティブについての議論はこれまでにいたします。どうもありがとうございました。

以上で、予定しておりました5つの議事が終わりました。

これをもちまして本日の会議は終了としたいと思います、事務局から連絡事項があったらお願いします。

○企画管理課　2点ございます。

1点目は、次回の日程でございます。こちらにつきましては、既に皆さまと調整させていただきましたが、今回は、地共済の委員会と同日になります6月23日金曜日でございます。

もう1点は、議事録でございます。前回分につきましては、ほぼ最終の段階まで確認していただいたところでございますが、その前回のものと、今回の議事録については、今後メールで確認させていただきます。

以上でございます。

○若杉座長　ありがとうございました。

それでは、以上をもちまして、第22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。ご協力、どうもありがとうございました。

午前11時21分　閉会