

第24回地方公務員共済組合連合会 資金運用委員会

平成29年11月21日（火）

午前10時47分 開会

○合田企画管理課長 ただいまから第24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ます。

まず冒頭の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1-1から資料1-6としまして、各積立金の第1四半期と、第2四半期の運用状況の資料がございます。

資料2-1、資料2-2としまして、第1四半期、第2四半期のリスク管理状況の資料でございます。

それから資料3、平成29年度4月から10月の資産配分の状況につきまして、これは左肩に「終了後回収」と書かれているものでございますけれども、こちらにつきましては終了後に回収をさせていただきますので、よろしくお願いいたします。

それから、最後に資料4、日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）の受け入れ表明についてです。

資料は以上でございますけれども、不足等ございませんでしょうか。ありがとうございます。

続きまして、第22回及び第23回地方公務員共済組合連合会資金運用委員会の議事録の確認をお願いしたいと思います。委員の皆様は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。

本議事録案につきましては、こちらの内容でよろしいか伺います。ありがとうございます。

それでは、第22回及び第23回地方公務員共済組合連合会資金運用委員会の議事録はこれで確定したいと思います。

では、以降の議事進行につきましては、若杉座長を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、早速議事に入りたいと思いますので、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。

本日の委員会の議事は、最初に「平成29年度第1四半期及び第2四半期の各積立金の運用状況（地共連）」、次に「平成29年度第1四半期及び第2四半期の各積立金のリスク管理状況（地共連）」、そして次に「平成29年度（4～10月）の資産配分の状況について」、そして最後に「日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）の受け入れ表明について」の4本となっ

ております。

始めに議事１の「平成29年度第１四半期及び第２四半期の各積立金の運用状況」について、合田企画管理課長より説明をお願いいたします。

○合田企画管理課長 それでは、第１四半期及び第２四半期の管理及び運用実績の状況につきましてご説明させていただきます。地共済のときと同様に、第２四半期の資料でご説明させていただきます。

それでは、まず資料１－４厚生年金保険給付調整積立金の資料をご覧ください。厚生年金保険給付調整積立金の第２四半期の運用利回りにつきましては、時価ベースで3.02%のプラス、運用収益額が3,252億円のプラス、運用資産残高は11兆1,042億円となっております。市場環境につきましては先ほど地共済でご説明いたしましたので割愛させていただきます。

続きまして、６ページをおめくりください。資産構成割合でございます。国内債券につきましては、昨年度末39.9%から第１四半期末37.7%、第２四半期末36.4%と減少しているところでございます。

国内株式につきましては、昨年度末26.4%から第１四半期末にかけて27.4%と上昇しましたがけれども、第２四半期末には26.9%と低下しているところでございます。

外国債券につきましてはですけれども、昨年度末12.5%から第１四半期末が13.3%、第２四半期末が14.4%と上昇しているところでございます。

外国株式につきましては、昨年度末21.1%から第１四半期末21.5%、第２四半期末22.1%と上昇しているところでございます。

次に、７ページの運用利回りをご覧ください。時価ベースで第１四半期においては内外株式市場の上昇等によりまして、収益率は全体で3.59%とプラスです。資産別では国内債券0.01%、国内株式6.86%、外国債券4.79%、外国株式5.41%となっております。第２四半期ですけれども、収益率は全体で3.02%プラスとなっております。資産別では国内債券0.16%、国内株式5.22%、外国債券2.47%、外国株式5.64%となっております。

続きまして、９ページの運用収入額をご覧ください。時価ベースで第１四半期の総合収益額は3,741億円、第２四半期は3,252億円といずれもプラスとなっているところでございます。

次に、11ページの資産額をご覧ください。第１四半期末の資産総額は時価ベースで10兆7,964億円、第２四半期は11兆1,042億円となっております。

以上で資料１－４について説明を終わらせていただきます。

続きまして、資料１－５経過的長期給付調整積立金についてご説明をさせていただきます。

経過の長期給付調整積立金の第2四半期の運用利回りは時価ベースで2.98%のプラス。運用収益額は3,388億円のプラス。運用資産残高は11兆6,964億円となっております。

続きまして、6ページの資産構成割合をご覧ください。国内債券につきましては昨年度末の40.4%から第1四半期末38.2%、第2四半期末37.1%と減少しているところでございます。

国内株式につきましては昨年度末の26.6%から第1四半期末27.5%と上昇しましたがけれども、第2四半期末にかけて27.0%と低下しているところでございます。

外国債券についてですけれども、昨年度末の12.1%から第1四半期末13.1%、第2四半期末14.1%と上昇しております。

外国株式については、昨年度末の20.9%から第1四半期末21.2%、第2四半期末21.8%と上昇しているところでございます。

次に、7ページ運用利回りをご覧ください。時価ベースで第1四半期につきましては収益率は全体で3.54%プラスとなっております。資産別では国内債券マイナス0.05%、国内株式6.86%、外国債券4.81%。外国株式5.41%となっております。第2四半期ですけれども、収益率は全体で2.98%プラスとなっております。資産別では国内債券0.13%、国内株式5.19%、外国債券2.47%、外国株式5.63%となっております。

続きまして、9ページの運用収入額をご覧ください。時価ベースで第1四半期の総合収益額は3,883億円、第2四半期が3,388億円といずれもプラスとなっております。

続きまして、11ページの資産額をご覧ください。第1四半期末の資産総額は時価ベースで11兆3,576億円、第2四半期末現在においては時価ベースで11兆6,964億円となっております。

以上で資料1－5の説明を終わらせていただきます。

続きまして、資料1－6退職等年金給付調整積立金についてご説明させていただきます。第2四半期の運用利回りですけれども、時価ベースで0.09%のプラス、運用収益額は1,900万円のプラス、運用資産残高は220億円となっております。

続きまして、6ページの資産構成割合をご覧ください。先ほどご説明しましたけれども、退職等年金給付調整積立金の基本ポートフォリオは国内債券100%となっております。実際には、99.8%の債券で運用しておるところでございます。

次に、7ページの運用利回りをご覧ください。簿価ベースでございますけれども、第1四半期、第2四半期とも収益率は全体で0.09%プラスとなっております。

次に、9ページの運用収入額をご覧ください。簿価ベースの運用収入額につきましては、第1四半期は全体で1,800万円、第2四半期は1,900万円のプラスとなっております。

次に、11ページの資産額をご覧ください。第1四半期末の資産総額は簿価ベースで199億円、第2四半期末は220億円となっております。

駆け足でございましたけれども、以上で平成29年度第1四半期及び第2四半期の管理及び運用実績の状況につきまして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した。

ただいまの説明につきまして、ご質問等がありましたらお願いいたします。

よろしいですか。では、時間も限られていますので、先に進みたいと思います。

次に議事2の平成29年度第1四半期及び第2四半期の各積立金のリスク管理状況について、藤原総括投資専門員より説明をお願いいたします。

○藤原総括投資専門員 リスク管理の状況につきましても、同じく第2四半期の資料を中心に説明いたしますので、資料は資料2-2をご用意いただきたく存じます。

この1枚目の資料の上段、地共連厚年1シートの上部の表に資産構成割合をお示ししておりますが、こちらは先ほどの運用状況における説明と同様でございます。

その下にご参考として資産構成割合の推移をグラフでお示ししておりますが、地共連につきましても、このように国内債券、外国債券、外国株式はそれぞれが中心値に近づいている状況です。また、国内株式は、若干中心値より離れてきておりますけれども、この第2四半期におきまして、国内株式を一部売却し構成割合を中心値に近づける調整を実施いたしております。

地共連厚年2をご覧ください。推定トラッキングエラーでございますが、各資産の構成割合が基本ポートフォリオの中心値に近づいておりますので、資産全体の数値についてはだんだんゼロに近づいてきているという傾向にございます。また、各資産の推定トラッキングエラーにつきましては、概ね横ばいという状況でございます。

裏面にお進みいただきまして、こちら上段の地共連厚年3シートをご覧ください。債券のデュレーションについてですが、国内債券のところ、一番右にあるベンチマークとの差異をご覧くださいますと、前四半期末がマイナス1.88年、第2四半期末はマイナス1.85年となっております。

また、外国債券、同じく一番右の列をご覧くださいますと、ベンチマークとの差異につきまして、前四半期末がマイナス0.24年、第2四半期末はマイナス0.30年です。この過去12カ月の推移は左下のところのデュレーションの対ベンチマーク乖離幅の推移をご覧くださいますと、ほぼ横ばいでの推移となっております。

また、その上のところには、国内債券の償還期限別の時価ウェイトを示しております。地共

済のところでもお話ししましたとおり、機構債保有の影響等あり、中期ゾーン（3年から7年）及び長期ゾーン（7年から11年）がベンチマークとの差異というところで保有比率が高め
の一方、それから先の長いところ、超長期ゾーンのところは保有比率が低めとなっておりま
す。こちらは第1四半期も同様の傾向でございます。

地共連厚年4をご覧ください。国内債券の種別の保有状況につきまして、国債の保有比率は、
第2四半期末におきまして、ベンチマークとの差異がマイナスの36.8%、地方債がプラス
38.9%となっています。第1四半期もほぼ同様の傾向でございます。

さらにその下の国内債券の信用格付け別の保有状況をご覧くださいまして、それぞれの格付
け毎の保有比率につきまして、AAA/AAのところはベンチマークとの差異はマイナス
1.8%、Aのところは1.1%、BBBのところは0.2%となっております。

その隣にあるデュレーションをご覧くださいまして、いずれの格付けにつきましてもベンチ
マークと比べてマイナス1年からマイナス2年程度となっております。

資料は、次のページにお進みください。その上段のところ地共連厚年5には、外国債券の通
貨別の保有状況をお示しております。こちらはユーロのところはベンチマークとの差異でマイ
ナス2%程度となっております、第1四半期も同様の状況です。

中ほどのところの外国債券の信用格付け別の保有状況ですが、こちらは格付け上位のところ
が保有比率としてはベンチマークとの差異ではマイナス、A等がプラスという状況です。デュ
レーションはいずれの格付けにつきましても、ベンチマークと比べマイナスという状況となっ
ております。

さらに株式の状況についてですが、この資料の下段にある地共連厚年6のとおり、ベータは
ほぼ1で、この12カ月推移していることがグラフでご確認いただけるかと存じます。

裏面にお進みください。先ほどと同じように上段の地共連厚年7が国内株式の業種別保有状
況、下段の地共連厚年8が外国株式の業種別保有状況になっておりまして、どちらもいわゆる
IT系企業のところが小幅ですがプラスになっている傾向が出ております。

次のページでは、地共連厚年9にバリュエーション・アット・リスクをお示しております。グラフ
をご覧くださいまして、薄い折れ線が基本ポートフォリオベースで試算したバリュエーション・アッ
ト・リスク値、濃いほうが実績ポートフォリオでの計測値となっております、この12カ月、
基本ポートが下がってきて、ファンドの方も若干下がり、第2四半期末では両者がほぼ同水準
になっていることがご確認いただけるかと存じます。

以上が地共連の1・2階のリスク管理の状況でございます。

続きまして、地共連経過、旧3階の状況でございます。地共連経過1シートをご覧ください。資産構成割合の状況はこちらに記載のとおりとなっております。下のグラフをご覧くださいと、1・2階と同様、国内債券、外国債券、外国株式につきましては、それぞれが中心値にこの12カ月近づいています。国内株式につきましては、中心値から若干プラスの方向に離れておりますけれども、先ほど1・2階のところで申し上げましたのと同様に、一部株式を、この第2四半期に売却して、構成割合の調整を実施いたしてございます。

地共連経過2をご覧ください。推定トラッキングエラーにつきましては、下のグラフをご覧くださいと、資産全体のトラッキングエラーは徐々にゼロに近づいているところ、各資産トラッキングエラーはほぼ横ばいという状況となっております。

裏面にお進みください。債券のデュレーションです。国内債券のところをご覧くださいと、前四半期末が6.17年、第2四半期末が6.07年、この表の一番右にあるベンチマークとの差異のところをご覧くださいと、前四半期末でマイナス2.67年、第2四半期末がマイナス2.81年となっております。やはり機構債保有の影響もあり、こちらは1・2階に比べますとマイナスの度合いが強くなっております。外国債券は、1・2階とほぼ同様の傾向となっております。

その下の国内債券の償還期限別の時価ウェイト保有状況をご覧くださいと、超長期ゾーンのところのベンチマークとの差異が、1・2階と比べマイナスの数値が広がっているということをご確認いただけるかと存じます。

また、この資料の下段にある地共連経過4をご覧ください。国内債券の種別保有状況につきましては、国債のベンチマークとの差異がマイナス67%、地方債がプラス70%と多めの保有状況をご確認いただけるかと存じます。

その下の信用格付け別の保有状況は、こちらに記載のとおりとなっております。

地共連経過5にある外国債券の通貨別の保有状況につきましては、1・2階と同様ユーロが若干のマイナス、信用格付け別の状況につきましても1・2階と同様の傾向でございます。

さらに以降地共連経過6から8のシートにあります、株式のベータ及び内外株式の業種別保有状況は1・2階と同様の傾向となっておりますので、後ほど詳細はご覧いただきたく存じます。

地共連経過9のシートをご覧ください。バリュー・アット・リスク値につきましては、こちらも基本ポートフォリオとの差異が縮まってきております。

最後に地共連の退年、新3階の資料にお進みください。資産構成割合はこちらに記載のとお

りでございます。デュレーションは、第1四半期、第2四半期におきまして、13.2年から13.5年程度でございます。地共連の新3階では機構債中心の運用ですので、種別の保有状況としては地方債100%となっております。なお、地共連の新3階につきましても、この下段のところに今回よりご参考として簿価並びに時価の残高を記載しております。

リスク管理の状況の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。

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

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 基本的に株式、債券、それから内外資産ともに基本ポートフォリオからの乖離についてはこれで分かるのですが、それでは基本ポートフォリオそのもののリスクはどうかという点がここからは分からないわけです。それで、今年は幸いにして株式市場も債券市場も比較的安定的に推移しているので問題はないと思いますが、例えば基本ポートフォリオ策定時に想定していた前提条件が今の経済環境に整合的であるのかといった、そういった検証も合わせてやっていくべきだと思いますが、その点はいかがでしょう。

○北澤資金運用部長 基本ポートフォリオの検証というのを毎年やっています、1・2階、旧3階は、今回も年度末に行う予定で、新3階はまた決算が出てから行うのですけれども、その際に今の基本ポートフォリオの数値が経済の状況も含めてどうなのかというところを見ますので、そちらでまた議論していただきたいと思います。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

○竹原委員 はい。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

ところで、2-2の1ページ目の一番上に基本ポートフォリオと構成割合があり、そして許容乖離幅が表示されていますが、ほとんど中央値に集まってきています。地共済全体としても収束してきています。許容乖離幅の15%とか14%というのはある意味では経過的な措置だったと思いますので、これをどこかで検討しなければいけないと考えています。この点について委員のご意見を伺いたいと思います。最初に確認したいのですが、地共済全体ということは、地共連だけでなく地共済の各組合があります。そのことも考えなければいけません。各共済組合のポートフォリオの乖離度合いは、どのぐらいのばらつきがあるのですか。

○田谷理事 座長がおっしゃったように、地共連の場合は当然キャッシュアウトがないのですが、各組合の場合、既にネットでキャッシュアウトという組合が多くございます。特に、

道府県の職員の年金を所轄している地方職員共済組合はこのポートフォリオをどうやら運営できませんので全く崩れてきています。次に東京都職員共済組合、あるいは全国市町村職員共済組合連合会が徐々にキャッシュアウトの圧力が強くなってきますので、今の時点では基本ポートフォリオを使いますけれども、どこかの時点でやはり同じようなことが起きてこようかと思っています。

○若杉座長 地共連だけ変えるというわけにもいかないですね。

○田谷理事 平成32年度から、また新たな全体のモデルポートフォリオをつくっていくことになります。そのときに経過的に広く認めるという点での見直しは起きると思いますが、もう1点ご指摘があった各キャッシュアウト対応のとき、どうするかという議論は出てこようかと思っています。地共連だけに限って言いますと、許容乖離幅が広がっております。私も資金運用担当理事として判断ができかねますので、四半期ごとに見ていただいている計画ポートフォリオの中で、少し事実上狭めた許容乖離幅というのをご検討、ご示唆いただいていることになっております。

○北澤資金運用部長 数値ですが、第2四半期末で地方職員共済組合が特殊ですがけれども、国内債券が中心値からマイナス20.27%、これは特殊な数値になっています。これはもともと許容乖離幅から外れることも特別に許されているところです。それ以外のところで言いますと、最も近いところの全国市町村職員共済組合連合会でマイナス0.33%、これは国内債券を中心に言っていますけれども、一番離れている東京都職員共済組合がマイナス8.08%というところで、その中に各組合のポジションがあるという状況です。

○若杉座長 事務局としても問題意識を持っておられると思いますので、モニタリングの結果を、適宜我々に教えていただければと思います。

ありがとうございます。そういうことでよろしいですか。

では、議事2につきましては以上といたしまして、次に議事3に移りまして、平成29年度4月から10月の資産配分の状況について、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、資料3をご覧ください。29年度4月から10月までの資産配分の状況につきましてご説明いたします。途中経過の報告でございます。今年度につきましては年度当初に運用方針を定めまして、その段階で計画ポートフォリオのレンジをつくりまして、その中で運用してございます。

最初に、29年度の運用、1ページでございますが、4月から10月までの市場環境の振り返りでございます。こちらは9月までのところにつきましては、先ほどのところの運用状況の説明

がありましたので、それから後ですが、10月につきましてはこちらの表を見ていただきますと
おり、さらに国内外の株式が上昇しておりまして、全体の収益率が上がっているという状況で
ございます。

資産ごとを書いておりますが、こちら詳細は割愛させていただきます。

(2) 番でございますが、当初の見通しについて振り返ってございます。3月に策定しまし
た当初の計画のところ、経済市場環境見通しにつきましては、世界経済は緩やかな回復基調、
一方で欧州の政治リスクですとかアメリカの政策など先行きの不透明感が強い市場環境が継続
ということにつきましては、概ね世界経済が緩やかに景気回復基調を続けております点の景気
動向は想定どおりの展開でございます。

一方で想定、懸念していた各種のイベントリスク、特に4月の欧州関係ですが、フランスの
大統領選挙、それから5月のイギリスの議会選挙、それからうわさされましたイタリアの議会
選挙の前倒し等のことはございませんでした。加えまして、アメリカの政権の問題、それから
地政学的なリスク等々の事態という部分につきましては、金融市場それから経済のファンダメ
ンタルを脅かすような事態は発生してございません。その結果、金融市場、特に内外株式、そ
れからユーロ／円の為替につきましては、当初の予想よりもかなり堅調な推移になってござい
ます。

一方で、金融市場の不透明感でございますが、引き続きましてトランプ政権の運営、北朝鮮、
それから中東の地政学リスクなどにつきましては、警戒感は一時期よりは若干和らいだという
こともありますが、解消していませんので、そういった点では不透明感が残っているという点
につきましては、概ね想定どおりの展開だったという形で考えてございます。

2番でして、投資行動それから資産構成の割合でございます。資産構成の割合につきましては
は、先ほども資料がありましたが、その背景になっていきます投資行動でございます。上段のと
ころ、投資行動の表、1・2階、旧3階とそれぞれ各月の売買動向につきまして記載してござ
います。第1四半期4月から6月につきましては、年度の方針で策定しました計画ポートフォ
リオのレンジの中におさまっていない資産、特に国内債券の売却と外国債券の購入を各月行っ
てございます。

7月から9月、こちらにつきましては、時価の増勢等ございまして1・2階、旧3階で国内
株式のほうの比率が上がっていましたので、その一部を削減している状況でございます。その
見合いとして、外国債券を購入してございます。

第3四半期10月分でございますが、1・2階につきまして投資行動はございません。旧3階

につきましては、一部キャッシュアウトがありましたので、その分の対応としまして国内債券の売却、加えまして少し1・2階と比べますと旧3階のところで構成比に若干のずれがありましたので、その調整の売買を行っている状況でございます。

中段以降の資産構成割合ですが、データは速報値になりますが、10月末のところ、上段が1・2階で申し上げますと、基本ポートフォリオとの乖離につきましては国内債券でプラス0.6%、国内株式はプラス2.7%、外国債券がマイナス0.9%、外国株式がマイナス2.8%という状況でして、内外債券につきましては基本ポートフォリオの中心に近い状態、内外株につきましては国内株式が多めで外国株式が少なめ、合計しますと50%近辺ということでございます。いずれにつきましても、右側に参考がありますが、全ての資産が計画ポートフォリオのレンジの中にはおさまっている状況でございます。

次のページでございます。資産配分の効果につきまして今回振り返ってございます。最初のところ、表のところの一番左端になりますが、ベンチマークの収益率4月から10月でございですが、複合ベンチマークで9.13%でございします。特に内外株式の収益率が大きくプラスで、複合ベンチマークを上回っています、一方、内外債券の収益率はプラスですが、複合ベンチマークに対しますと、下回った状況になってございます。

②のところは計画ポートフォリオとの比較もしてございます。計画ポートフォリオにつきましては、計画そのものはレンジで定めていますので、評価に当たりましては計画ポートフォリオのレンジの中心値ということを出してございます。

表の下にアスタリスクで書かせていただいておりますが、計画ポートフォリオの中心値を足し算しますと構成比は101%と100%になりませんものですから、その分は4資産でマイナス0.25%ずつ調整して中心値を計算してございます。

計画ポートフォリオの中心値につきましては、基本ポートフォリオと比べて、国内株式のオーバーウェイトという部分はプラスですが、国内債券がオーバーウェイトになっていること、それから外国株式がアンダーウェイトになっていることがマイナスになっておりまして、速報ですが、約0.09%基本ポートフォリオに劣後してございます。

③でございします。こちらにつきましては実績のポートフォリオの資産構成割合を記載しておりますが、基本ポートフォリオ対比につきましては、計画ポートフォリオと同様ですが、国内株式のオーバーウェイトと外国債券のアンダーウェイトがプラスになっていますが、国内債券のオーバーウェイトと外国株式のアンダーウェイトがマイナスになっていまして、基本ポートフォリオ対比ではマイナス0.26%となつてございます。また、計画ポートフォリオの中心値と

の対比で申し上げますと、こちらも同様でしてマイナス0.17%となっております。

こういった状況については、年度運用方針に則り、計画ポートフォリオのレンジにおさめるために実施した4月から6月の国内債券の売却と、市場の増勢により割安感が薄らぎ計画ポートフォリオのレンジ内で、第2四半期に構成比を一部売却したもののオーバーウェイトを継続しました国内株式が資産配分効果はプラスに寄与してございます。一方で外国株式につきましては先行きの不透明感ですとか、それからバリエーションが高いということから判断しまして、アンダーウェイトしたことがマイナスになっているという状況でございます。

最後、4番、今後の対応ですが、引き続きまして計画ポートフォリオのレンジの中で市場動向ですとか、資産構成比の状況を見ながらリバランスを実施し、年度の運用方針を維持していきたいと考えてございます。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

ただいまの説明について、ご質問、ご意見等がありましたらお願いいたします。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 今回から3ページにあります資産配分効果の表をつけていただきまして、どうもありがとうございました。今回、資産配分効果全体では偶々全部マイナスには出ているものの、元来構成割合を基本ポートからの乖離を認めた運営について、四半期ないしは半期での短い期間での効果を想定したものではないと伺っていますので、あくまで長期の視点でこういった効果を測っていくということが重要と考えております。

マイナス0.26%というのが基本ポートフォリオからの乖離ということになるのですが、この中には意図したベットと意図せざるベットが両方含まれてしまっているので、その2つを分けたことに意義があると考えます。今後は実際に完全にゼロにするのは難しいとは考えますが、②との比較であるマイナス0.17%という意図せざるベットによる部分はなるべく抑制しつつ運営するのが適切と考えます。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにいかがですか。よろしいですか。

今の喜多委員のご意見に対してレスポンスはありますか。

○寺岡総括投資専門員 今回、前回にご指摘いただいたとおり、当初の計画はどうかということの評価してみました。それで、おっしゃるとおり四半期ごとにそれぞれ勝った、負けたとい

うのは我々の運用とそぐわないと考えていますので、今回につきましても、途中の暫定でして、やっぱり年度のところで1回、1年ぐらいを振り返りながら、新しい基本ポートフォリオになった以降の部分を含めながら、移行期間もありますものですから、そういったものを踏まえて振り返りはしていきたいと考えてございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかによろしいですか。

それでは、もう1つ議題が残っていますので、議事3については以上で終了したいと思います。

次に議事4の日本版スチュワードシップ・コード改訂版の受入れ表明についてということでございます。これは企画管理課より説明をお願いいたします。

○企画管理課 資料4でございます。日本版スチュワードシップ・コード（改訂版）の受入れ表明についてご覧ください。

本件につきましては、前々回の5月の委員会で当時は改訂案の内容及びそれを踏まえた連合会の対応の方向性について報告させていただきましたが、平成29年5月29日に正式に改訂版コードが公表されたことを踏まえまして、今回改めて受入れ表明について諮らせていただきます。

改訂の概要ですが、資料1ページの中央に記載しているとおり、7つの原則そのものについては特段変更されておらず、原則の下にある各指針の記載が変更となりました。

主な改訂内容については、資料1ページの下で簡単に明記しておりますが、指針の1－3、4、5の関係で、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、指針の2－2、3、4の関係で、運用機関のガバナンス、利益相反管理、指針の4－2で、パッシブ運用における対話や議決権行使をより積極的に行うことが追記されております。

指針の5－3では、議決権行使結果の公表の充実。具体的に申しますと個別議案の開示が追記されております。

指針の7－2では、スチュワードシップ活動の実行のための組織構築・人材育成、

指針の7－4では、スチュワードシップ・コードの各原則の実施状況を省みることが追記されております。

詳細は、改訂前からの変更点が分かるものを参考資料として添付していますので、割愛させていただきます。

続きまして、2ページ目をご覧ください。連合会における対応についてでございます。あと左側に改訂前、右側に改訂案と書いてある資料もあわせてご覧いただければと思います。こちら

が今回、受入れ表明案の新旧対照表となっております。左側の改訂前が現在の連合会の受入れ表明の内容をそれぞれ原則 1 から 7 まで記載したものでございます。右側の改訂案と書いてあるところが、今回新たに受入れ表明をする内容となっております。

新旧対照表を見ますと、今回、変更箇所が大幅に多くなっています。その理由といたしましては、2 ページ目の冒頭にも書いてあるとおり、平成26年の受入れから連合会は、特段スチュワードシップ活動に関する考え方に変更はないものの、今の受入れ表明では若干言い足りていないところもありましたので、考えをより明確に表明するために、今回の改訂を契機に大幅な見直しを行ったところでございます。

以後、原則 1 から順に主な記載内容について説明させていただきます。

まず原則 1 でございます。原則 1 はスチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、公表することを求めているものです。当初の受入れでは、スチュワードシップ責任を果たすため、コーポレートガバナンス原則を策定していること、受託者責任については言及されているところですが、今回、指針の 1－3、4、5 でアセットオーナーによる実効的なチェックが新たに追加されたことを踏まえまして、改訂案では若干構成を変更しております。

まず始めに、連合会がスチュワードシップ活動に取り組む意義として、受託者責任、社会的責任があることを記載しております。

次に、連合会は長期的に必要な利回りを確保するには、市場全体の持続的・安定的成長を促す必要があることを記載しております。

その次ですが、スチュワードシップ活動は運用受託機関が行い、連合会はその実施状況をモニタリングすることによって効果的にスチュワードシップ責任を果たすことができることを記載しております。

その次ですが、連合会は運用受託機関に対してガイドライン、具体的に申しますとコーポレートガバナンス原則、株主議決権行使ガイドラインを策定し、運用受託機関にスチュワードシップ活動を行うよう、きちんと明示していることを記載しております。

最後ですが、連合会はスチュワードシップ活動の取組の質にも重点を置いたモニタリングを実施していくことを記載しております。

続きまして、原則 2 でございます。原則 2 は利益相反について明確な方針を策定し、公表することを求めるものです。こちらにつきましては、指針の 2－2、3、4 で運用機関のガバナンス、利益相反管理について新たに追加されたことを踏まえまして、改訂案では、はじめに、連合会は議決権行使等を直接行わず、運用受託機関を通じて行っていることを記載し、次に、

連合会は運用受託機関の議決権行使、利益相反の発生回避に関する方針を定めていることを述べた後に、最後に連合会は適切なガバナンス体制が構築されているとともに利益相反の発生が回避されているかどうかきちんとモニタリングをしていることを記載しています。

続きまして原則3でございます。原則3ですが、投資先企業の状況を的確に把握することを求めるものです。こちらにつきましては、改訂案では、連合会は運用受託機関に対し、エンゲージメントの前提である投資先企業の状況の把握を求め、その状況について定期的にモニタリングを行うことを記載しています。

続きまして原則4になります。原則4は投資先企業との建設的な対話であるエンゲージメントを通じまして、問題の改善に努めるよう求めるものです。こちらですが改訂案では、はじめに連合会は運用受託機関が投資先に対して行うエンゲージメントが実効的に行われているかどうかをモニタリングすることを記載し、次に、連合会は運用受託機関に対しエンゲージメントを通じて投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善についても努めるよう求めています。

続きまして原則5でございます。原則5は議決権行使結果の公表について明確な方針を求めるものとなります。こちらにつきましては、指針の5-3で個別議案ごとの議決権行使結果の開示が求められたところですが、5月の委員会でご議論いただいた内容を踏まえまして、改訂案では個別議案ごとの議決権行使結果の開示につきましては、議決権行使を行う運用受託機関に公表することを求め、公表しない場合はその理由を求めることを改訂案では記載しています。

新旧対照表を1枚めくっていただきまして、原則6でございます。原則6はスチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、受益者に対しても定期的に報告することを求めるものです。こちらにつきましては、改訂案では、スチュワードシップ活動の実施状況について連合会の運用報告書や広報誌に加え、スチュワードシップ活動に特化した年次報告書でも報告しており、これらについてはホームページにおいて随時、閲覧ができることを記載しています。

最後になりますが原則7でございます。原則7は投資先企業とのエンゲージメントやスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えることを求めるものです。こちらにつきましては、改訂案では、はじめに連合会はスチュワードシップ・コードの各原則の実施状況を定期的にレビューすることを記載し、次に連合会はスチュワードシップ活動のための体制整備や人材育成に取り組み、運用受託機関に対してもスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力をきちんと備えるよう求めていくことを記載しています。

以上が簡単でございますが、原則１から７の改訂案の概要でございます。これらを踏まえまして、資料の後ろにあります日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明という表題の資料をご覧ください。最終的には先ほどの新旧対照表の改訂案と明記している箇所を落とし込んだ形でそれぞれ原則１から７について連合会として受入れを表明し、ホームページに掲載することにより対外的に公表してまいりたいと考えているところでございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、この受入れ表明について、ご意見やあるいは疑問の点があればお願いいたします。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 この改訂案を拝見しましたけれども、この内容で結構だと思います。それから、２、３コメントさせていただきます。原則１の改訂案のところで、運用機関のスチュワードシップ活動の取組の質に重点を置いたモニタリングを実施していくとありますが、この質の問題は非常に重要だと思います。これは有識者会議でも、それから今、継続的に行われている両コードのフォローアップ会議でも、運用機関におけるエンゲージメントの質の差異というか、ばらつきがしばしば話題に上っております。形式的なものではなくて質を重視するということをアセットオーナーである我々がきちんと伝えるというのは重要だと思います。

それから、原則７の改訂案のところで、連合会はスチュワードシップ活動のための体制整備や人材育成に取り組むというところもとても重要だと思います。これを実現するためには人や予算などのリソースの獲得ということにつながっていくと思います。この点についてはなかなか望んでもそのとおりにすぐにはならないかもしれませんが、中長期的な課題として、これらに取り組んでいくことは非常に重要だと思っています。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにご意見はありますか。

蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 今回の新しいバージョンで、運用受託機関を通じていろいろモニタリングをしていくということが明確になって非常にいいと思うのですが、効率的にやっていかないといけないということで、そここのところのバランスをやりながら考えていくということかと思います。その点、他のアセットオーナーと協力をするということが重要かと思うのですが、具体的に考えてみたときに、例えばGPIFと共同歩調をとることで効果を出すということはすごく大事

ですので、ぜひ進めていただければと思います。また、効率性を高めるという意味で、例えば地共連がうまく乗っかることで手間を省くとか、そういうようなことは何か案としてはあるのかお聞きしたいです。

○北澤資金運用部長 おっしゃるとおり、皆さんが熱心に取り組めば取り組むほどいろんな負荷がいろんなところにかかってくると思っていまして、いろいろ工夫していきたいと思っっているのですが、今まさに運用機関からのヒアリングを行っており、年に1回スチュワードシップ活動の報告をいただいております、その報告の様式もいろいろと改善・改良を図っているのですが、今年度につきましては、地共済の各組合に対して地共連で作成した報告の様式というのを共有しております、これで一定の共有が図られたようでございまして、運用機関からも、それはありがたいというような声を聞いてございまして、このようなことがもう少しできないかというようなことを検討してまいりたいと思っております。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 今回の修正に関して特に意見はありませんが、今後を考えていくと、実質的にどのような効果を出していくのかという観点から、今、蜂須賀委員がおっしゃったような、他のアセットオーナーと協力していくことと同時に、G P I Fを見ると、ベンチマークの工夫をかなりしているような印象を受けています。T O P I Xではなくて指数の対象企業を絞り込んで、その対象企業に対して、200社か300社か分かりませんが、ここでのエンゲージメント活動をやっていくということだと思います。そのあたりに関しまして地共連としてどのようなスタンスで臨まれるのか、もしくは今、お考えをお持ちなのか伺いできればと思います。

○北澤資金運用部長 運用においてパッシブ運用を行っており、ベンチマークがかなり重要だと思っております。これまでの取組ですと、いわゆる通常政策ベンチマークで使っているもののほか、新しいパッシブという形で、それ以外のベンチマークに基づいた運用もやっております。これもそろそろ3年が経過しようとしていますので、こういったものの効果を振り返ってみるタイミングに来ていると思っております。

そのほかこれは少し時間的に余裕があればですが、マネジャー・ストラクチャーの委託研究をやっておりますので、この中で余裕があれば、ベンチマークについても研究できればと思いますが、もう少し先の課題になるかもしれません。

○若杉座長 原則の中に、今回初めてパッシブ運用ということが出てきました。今まではアクティブでもパッシブでも同じだと考えられていたと、受け取ってよいですね。

○高山委員 前提の認識としては、アクティブ運用はさまざまにエンゲージメントも議決権行使もやっている。でもパッシブは必ずしもそうでもないという状況で、有識者会議やその前段階のフォローアップ会議で、アセットマネジャーのほうで一度に1,000社単位の多くの企業の議決権行使を自主的にきちんとそれぞれ個別に見てやるというのが技術的になかなか難しいというようなコメントもあり、積極的なエンゲージメント、詳細な議決権行使というのはできていないという認識があったと思います。

それに加えて、日本だけではなくグローバルなトレンドですが、パッシブ運用の割合が増えており、日本株の運用でパッシブの割合は7割、G P I Fは8割、年金運用全体だと7から8割ぐらいあります。これだけ大きな割合を占めているところを抜きにしてエンゲージメントの話というのはできませんよねというのは前提の考え方としてあったと思います。ですので、いろいろ困難はあるけれども、重要性から鑑みてパッシブ運用においてもきちんとしたエンゲージメントをしましょうという議論になったと思います。その話はアセットマネジャーだけではなくて、アセットオーナーに返ってくる話で、パッシブ運用をする理由の幾つかの中の1つとしてはフィーの問題というのがあって、アセットマネジャーがより積極的にエンゲージメントに取り組むとなると、いかに効率的にやったとしてもそれなりの負荷、費用がかかる。それは一体誰が負担するのかという問題で、当然アセットオーナーも大きなメリットを得るわけですから、アセットオーナーの負担をどうするかというところに話がいく。そこについてはあまり突き詰めた議論というのはされなかったと思いますけれども、そういう話も出たという記憶がございます。

今回、私たちの改訂案にはパッシブのところは明記していませんでしたが、これをもし明記するということであれば、費用負担の問題というのも避けては通れないところだと思いますので、それについてはこれからも考えていかなければいけないことだと思います。

○若杉座長 そうですね。機関投資家やアセットオーナーがそれぞれやっていたら大変なことになるわけで、何らかの形で協力や分担をすることが必要だと思います。そういうことまで原則にも書き込まないと、コードは実効性を持ってこないと懸念します。もちろん、負担のことに触れられたというだけでも意味はあると思います。

田谷理事、どうぞ。

○田谷理事 せっかくの機会ですので先生方に教えを乞いたいと思っている点が2点ありますが、高山委員がおっしゃったコストの負担の話について、欧米などでエンゲージメントが盛んな地域、あるいはパッシブ運用は既に日本以上にしている地域で、パッシブ運用にかかるエ

ンゲージメントのコストを誰が負担するかということについてのルールとかデファクトスタンダードとかがあるのかどうなのかということが1点でございます。あるアセットマネジメントによると、特にパッシブ運用についての負担を機関投資家に求めているようだと言っているところがあったものですので、少し気にしております。

それから2点目は、先ほどの蜂須賀委員の効率的に合理的にという点に関しまして、指針の原則4のところに、非常に遠回し的ではあるのですが、集团的エンゲージメントの話を書いてあります。これは、G P I Fと私学とか、アセットオーナーごとの集団かなと思っておりましたが、先般、企年連が信託銀行や大手運用会社と一緒にということを打ち出していたのですが、アセットオーナーと運用会社と一緒にエンゲージメントをやるというようなものは、例えばコストをどう負担するんだということも含めて、どういう評価をすればいいのかなという点が頭の整理ができないのですが、何かご示唆があればと思っておりますのでよろしくお願いします。

○若杉座長 パッシブ運用対アクティブ運用ということですが、パッシブ運用というのは長期分散投資ですから、売り買いできないわけですね。だからこそガバナンスが重要だというのが基本認識です。アクティブの場合には売却すればいいということです。そういうことでパッシブ運用こそ議決権行使が必要だということになりますが、それをいかに効率的にやるか、最小の社会的費用で効果的にやるかということが重要な課題です。基本的にはガバナンスによって最もメリットを享受するのは株主だから、株主が払うべきだという主張があります。ガバナンスされる企業側が負担しろということです。ではどのように負担するかです。企業が拠出し合い、議決権行使に限らずガバナンスを行使する組織とか機関をつくるということも考えられますが、企業の間でどのように負担を分担するかというと現実的ではありません。その意味では膠着状態です。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 フィーの負担を具体的にどうしているかについて、ヨーロッパではなくてアメリカのケースをとりますと、パッシブ運用の委託先というのは大手の運用機関ということになって、具体的に言うと、例えばブラックロックであるとかステート・ストリートのような巨大な運用機関であると。フィーだけを取り上げるとそれほど多くはないのですが、多くのアセットオーナーがそこに預けるということで、彼らは規模のメリットを享受できる。だから、それだけの大きな運用機関であれば非常に大きなガバナンスのチーム、10人、20人単位、もっと多いかもしれませんけれども、そういうのを抱えて、そこでももちろん効率的な優先順位はつけますけれども、実効性のあるエンゲージメントや議決権行使を行うことができるということ

があると思います。なので、そういう規模が大きいところはフィーの問題なしにそれができるということで、一方それだけの規模がないところというのはかなり現実的に難しいのではないという感じがいたします。

それから、エンゲージメントについては、例えばイギリスではインベスターフォーラムというのがあって、そこはどちらかというとアセットマネジャーが集まって共通の対話のフォーラムを持って、そこでまとまっているいろんなメッセージを出したり、企業と対話したりするというのがあります。アセットオーナーとアセットマネジャーが共同するということももちろんあると思うのですが、残念ながらそのフィーの話がどうなっているかというのは存じ上げませんので、勉強してきます。

○若杉座長 大きな機関投資家であれば、議決権行使のためのコストはある程度負担できるということですが、ばらばらにやっていたら、無駄なコストが大きくなり過ぎる恐れがあります。そういう意味では集团的エンゲージメントというのはすごく重要だと思います。その際、受託側の機関投資家側が自主的にやるのか、アセットオーナーがプッシュするのかということが重要だと思います。私個人としては、アセットオーナーが頑張らなければいけないと思います。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 G P I Fが最近パッシブ運用機関に対して、パッシブ運用機関の評価においてスチュワードシップ活動に対する積極性を定性評価に含めると公表されています。それに当たって、フィーが上がるということに関しては運用機関からの要望を聴取するといわれています。実際に上がった事例を知っているわけではありませんが、本件はフィーが上がることにに関してアセットオーナーとしての容認の姿勢を見せている例と考えられると思います。

○若杉座長 G P I Fが行うならば、ほかの公的年金にも声をかけて、協力してやるほうが効果的ですね。そういう体制ができればいいのですけれども、G P I Fは、独立独歩というか、自分本位みたいなところがあるような印象を受けます。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 最初に申し上げた意見とも関係するのですが、パッシブ運用でのエンゲージメントに関して、日本で言うパッシブ運用と、アメリカとかヨーロッパで言うパッシブ運用とは同床異夢のような気がします。日本の場合はT O P I X、2,000銘柄を超えているわけですが、それを対象にしようということに対して、アメリカのパッシブで使っている指数は何なのかと調べたことがあります。皆さんがイメージされるようにS & P 500です。つまり、アメリカは5,000銘柄のうちの1割が対象になっている。日本の場合は今、3,000社以上の上場企業のうち

の2,000社が第1部上場です。T O P I Xの場合は今、東証のスタンスは、なるべく上場企業を増やしていこう、第1部にもっていこうということです。これはほかの機関が調査した結果ですが、5年ぐらい前のT O P I Xと今のT O P I Xではプロフィールが違ってきているのです。そういうT O P I Xをずっと追いかけていくことがいいのかどうかということは、まじめに考えないといけない問題です。J P X400がいいのかどうかはともかくとして、東証1部上場の1割、例えば200銘柄に絞った場合には、きちんとエンゲージメントをできると思いますし、かつ200銘柄に入るために、今、J P X400でもそういう現象が起こっていると聞いているのですが、インデックスに入るために企業が自主的に努力をする。そこに入らないと、たとえ1部にいても大した企業じゃないと見られがちなので、企業自身のインセンティブにもなるというところに注目する必要性がある。それからE S GのインデックスをG P I F側が採用したわけですが、これに関してもやっぱり同じように、そこに入ろうという動きが結構あるようです。そういうところを少し注意していくと、そんなにコストをかけずに、誰がコストを負担するのかという問題は別に置いておいて、全体としてコストをかけずにスチュワードシップ・コード、もしくはコーポレートガバナンスコードが意図するところの目的を果たすことができるのではないかと私は思っています。

○若杉座長 インデックス自体に難しい問題があります。日経は色々な指数をつくっているわけですが、民間会社が作っているので信用できないという意見もあります。他方、東証からすると、自らを維持するために、上場会社を増やそうとしている。そういう意味でいうと、東証の運営に対するガバナンスが重要です。東証のガバナンスについてきちんと議論すべきではないかと思います。市場というのはいいいものを並べて、それで初めて評価を得るのですが、市場が商品を増やすことに走りすぎると、商品の質が落ちるという問題があります。東証はそうっていないかという懸念があるのではないのでしょうか。日本では川北委員が言われるとおり、今あるインデックスを盲目的に信じられ過ぎているように思います。ポートフォリオ理論に対する誤解もその応用に関する誤解もあるように思います。

○川北委員 それに関連して言いますと、東芝の問題で気づいたのですが、T O P I Xには当然ながら東芝は8月まで入っていたわけです。一方、J P X400は外しているのです。つまり、J P X400はガバナンス上問題があると、早い段階で外してしまう。それに対して日経225には多分、8月ぐらいまで入っていた。1部上場から外れるまで日経225には入っていました。そういう意味で座長が仰るような、インデックスに対する作成者のスタンスが結構反映されていると思うのです。そこは仰るように問題だと思います。

○若杉座長　そういうことで、パッシブ運用が改訂版では入ってきたのですが、そこについて今回特に入れないということによろしいですか。

よろしいということですので、そういうことでやっていきたいと思います。

それからあと皆さんお気づきだと思うのですが、この受入れ表明の文章を見ていきますと、文章の最後が「いく」というのと「いる」というのとあるのです。「何々している」「今こうやっている」というのと、「これからこうやっていくぞ」というのがあるのです。基本的には、今こういうことをやっているけれども、これからこういうこともやっていきますと、「いる」と「いく」の順番って大事だと思うのですが、それでいうと、原則1が乱れているんです。最初に前提みたいなことが書いてあるわけですが、エンゲージメントとかが大事だということが書いてあって、だからそういうことで自分たちは今までこういうことをやってきていると。だけどこれからはこういうこともやっていくという書き方がいいのではないかなと思うのですが、一貫性がないように思います。今回の案の前のバージョンとかなり変わっています。必要があるというのが前には2カ所にあったのだけれども、今回1カ所になっています。

○北澤資金運用部長　多少変わっているかと思いますが、まさに表現ぶりのところかと思っています。

○若杉座長　最初に「何々していく」と書いてあります。それを受けて、やって「いる」というのが4番目の○にあります。そうすると、ロジックが一貫していないと思います。1番目の○は、3行目なのですが、持続的成長を促す手段として「今後とも」というような語句を入れたほうが良いと思います。その後また「必要がある」という表現があって、そして、「だからかくかくしていく」という書きぶりです。その後また「このような考え方のもと」と「している」とあるので、ロジックの乱れを感じます。是非、直していただきたい。その他のところでは「いく」と「いる」との順番はすべてこのままで良いと思います。細かいことのように思いますが、今までやってきたことをきちんと認知してもらうために、正確な表現が必要だと思います。

○田谷理事　後ほど座長とご相談しながら、決めさせていただきたいと思います。

○若杉座長　これはいつ決定したことにするかということについてはどうですか。

○北澤資金運用部長　求められているのが6カ月以内ということで、今月中には行いたいと思っています。

○若杉座長　これは、この委員会が決定することではなく、連合会が決定することですね。

○北澤資金運用部長　そのとおりでございます。こちらで審議していただいたのを参考にしま

す。

○若杉座長　そういうことで最終版を作られたところでもう一度皆さんに見ていただき、最終的に連合会が決定するという事でよろしいですか。

では、そういうことにいたします。どうもありがとうございました。

それでは、本日予定していたことは全て終わりました。どうもありがとうございました。

また事務局から連絡があればお願いいたします。

○合田企画管理課長　それでは事務局でございます。

まず、資料3につきましては冒頭に申し上げましたけれども、回収させていただきますので卓上に置いていただければと思います。

それから次回の日程、また今回の議事要旨及び議事録の確認につきましてはメールにて委員の皆様にご連絡したいと思いますのでよろしくお願いいたします。

事務局からの連絡は以上でございます。

○若杉座長　それでは、以上をもちまして第24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。ご協力ありがとうございました。

午前11時59分　閉会