

第25回地方公務員共済組合連合会 資金運用委員会

平成30年2月23日（金）

地方公務員共済組合連合会

午前10時33分 開会

○合田企画管理課長 ただいまから第25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1-3としまして、各積立金の第3四半期の運用状況の資料。資料2としまして、第3四半期のリスク管理状況の資料。それから資料3としまして、平成29年度4月から1月の資産配分の状況について、左肩に「終了後回収」と書かれているものがございますけれども、こちら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。

次に、資料4、自家運用に係るデリバティブについて。資料5としまして平成29年度スチュワードシップ活動の報告。資料6のESG投資の課題及び今後の方向性について、最後に、資料7の参考資料1から3としまして、平成27年度各積立金の管理及び運用に関する運用報告書の訂正についてです。

資料は以上ですけれども、不足等はございませんでしょうか。

続きまして、前回の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。

○合田企画管理課長 ありがとうございます。

それでは、第24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 改めておはようございます。

それでは、議事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。

本日の議事は、平成29年度第3四半期の各積立金の運用状況、平成29年度第3四半期の各積立金のリスク管理状況、平成29年度（4月～1月）の資産配分状況、自家運用に係るデリバティブについて、平成29年度スチュワードシップ活動の報告、ESG投資の課題及び今後の方向性について、平成27年度各積立金の管理及び運用に関する運用報告書の訂正の7本となっております。

始めに、議事1、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）に

ついて、合田企画管理課長より説明をお願いします。

○合田企画管理課長 それでは、第3四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。

まず、資料1-1、厚生年金保険給付調整積立金の資料をご覧ください。

第3四半期の運用利回りですけれども、時価ベースで3.98%のプラス、運用収益額が4,418億円のプラス、運用資産残高は11兆5,393億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、第2四半期末で36.4%から34.9%と減少しております。国内株式につきましては第2四半期末26.9%から27.8%と上昇しております。外国債券につきましては、第2四半期末14.4%から14.5%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、第2四半期末22.1%から22.5%と上昇しております。

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3四半期においては、内外株式市場の上昇等によりまして、収益額は全体で3.98%のプラスとなっております。資産別は、国内債券0.30%、国内株式9.13%、外国債券1.31%、外国株式5.59%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。

第3四半期においては、内外株式市場の上昇等によりまして、時価ベースで4,418億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3四半期末の資産総額は時価ベースで11兆5,393億円となっております。

以上で、資料1-1につきまして説明を終わらせていただきます。

続きまして、資料1-2、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。

第3四半期の運用利回りですけれども、時価ベースで3.92%のプラス。運用収益額は4,570億円のプラス。運用資産残高は12兆850億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第2四半期末37.1%から35.4%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第2四半期末27.0%から27.9%と上昇しております。外国債券につきましては、第2四半期末14.1%から14.5%と上昇しております。外国株式については、第2四半期末21.8%から22.3%と上昇しております。

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3 四半期末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3.92%プラスになっております。資産別では国内債券0.18%、国内株式9.11%、外国債券1.29%。外国株式5.59%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。

第3 四半期においては時価ベースで4,570億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。

時価ベースで12兆850億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3 四半期の運用利回りですけれども、簿価ベースで0.09%のプラス、運用収益額は2,300万円のプラス、運用資産残高は268億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。

退職等年金給付調整積立金の基本ポートフォリオですけれども、国内債券100%となっております。実際には、99.8%の債券での運用となっております。

次に、7 ページの運用利回りをご覧ください。

退職等年金給付調整積立金で保有する国内債券につきましては、満期待ち切りを前提としておりますので、簿価評価としております。時価ベースの数値についてはそれぞれの参考をご覧ください。

運用利回りについては、収益率全体で0.09%の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。

簿価ベースで第3 四半期において、2,300万円のプラスとなっております。

続きまして、11ページの資産額ですけれども、第4 四半期末の資産総額は簿価ベースで268億円となっているところでございます。

駆け足でしたけれども、以上で平成29年度第3 四半期管理及び運用実績の状況についての説明を終わらせていただきます。

○若杉座長 どうも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。

先ほどの共済組合資金の場合とほぼ基本的には同じですので、それでは先に進ませていただきます。

次に、議事の２、平成29年度第３四半期の各積立金のリスク管理状況について、
藤原総括投資専門委員よりお願いいたします。

○藤原総括投資専門員 それでは、第３四半期におけるリスク管理の状況につきましてご説明
いたします。

資料２をご覧ください。

こちらは、地共済の資料と同様に３種類ございます。まず、左肩に、地共連厚年となっている
資料に沿ってポイントをご説明いたします。

１ ページの上段、こちらは資産構成割合の状況です。表の中ほどですけれども、第３四半期
末で国内債券が34.9%、以下国内株式27.8%、外国債券14.5%、外国株式22.5%、短期資産
0.3%となっております。

そのベンチマークとの差異は一番右の列、基本ポートフォリオからの乖離ですが、国内債券
がマイナス0.1%、国内株式がプラス2.8%、外国債券がマイナス0.5%、外国株式がマイナス
2.5%となっております。

国内株式のプラス幅、こちらが若干拡大し、外国株式のマイナス幅が縮小する一方で、国内
債券は、中心値に近づいております。

また、オルタナティブ資産につきまして、地共済の資料と同様にこの表の下のところに内訳
をお示ししております。

まず、うちオルタナティブ資産のところをご覧くださいますと、この第３四半期末におきま
して、構成割合は0.4%でした。注記のところをご覧くださいますと、各資産別では国内債券
が0.2%、国内株式0.0%、外国債券0.2%、外国株式は非保有となっております。今のところ、
地共済でこのオルタナ投資をしているのは地共連のみでございます。

それから、このページの下段、推定トラッキングエラーの状況ですが、資産全体の数値は、
第３四半期末0.44%で、前四半期と比べて概ね横ばいとなっております。

各資産は、こちらのとおり横ばい、もしくは小幅の低下となっております。

資料のほう、裏面にお進みいただきまして、債券のデュレーションの状況でございます。
第３四半期末におきまして、国内債券が7.53年、外国債券が6.80年、ベンチマークとの差異は
国内債券がマイナス1.41年、外国債券がマイナス0.29年となっております。

それから、次の国内債券、償還期限別の時価ウェイト、これは地共済とほぼ同じでございま
して、中期、長期ゾーンがベンチマークとの差異ではプラス。それから、先ほどの超長期ゾー
ンがマイナスとなっております。

それから、下の国内債券の種別の保有状況ですが、国債、地方債がそれぞれ44.9%、45%。ベンチマークとの対比では、国債がマイナスの38%、地方債がプラス38.6%となっております。

その下の表、国内債券の信用格付け別の保有状況ですが、保有比率のベンチマークとの差異をご覧くださいますと、AAA/AAのところがベンチマークとの差異でマイナス1.9%、Aが1.1%、BBBが0.2%、注意すべきBBBのところは0.2%程度にとどまっているという状況でございます。

次の3ページ、上段のところが外国債券の通貨別の保有状況ですが、ユーロのところはマイナス1.8%と地共済の状況と同様です。

また、その下の外国債券の信用格付け別の保有状況も地共済と同様で、ベンチマークとの差異としては、AAA/AAのところはマイナス、Aのところはプラス、BBBのところは若干プラスになっているということでございます。以上が、債券の状況でございます。

次から株式の状況です。3ページの下段の表にありますとおり、内外株式のベータはともに1の近辺となっております。

それから、次のページ、上段のところが国内株式の業種別の保有状況、下段のところが外国株式の業種別の保有状況です。

内容は、先ほどの地共済の状況と同じで、いずれもプラスマイナス0.7%、もしくはプラスマイナス0.4%と大きな差異とはなっておりません。国内株式ではサービス業等々がプラス、外国株式では情報技術、資本財等々がプラスでございます。

最後に、5ページの上段は、バリュー・アット・リスクの状況でございます。第3四半期末は資産全体で13.86%、基本ポートフォリオベースの試算値が13.64%でしたので、この第3四半期末におきましては、両者の差異はプラス0.21%と、ほぼ同水準となっております。以上が厚年の状況でございます。

次に経過のご説明に移らせていただきます。資料、左肩、地共連経過の資料をご覧ください。

上段、資産構成割合ですが、国内債券が第3四半期末におきまして35.4%、以下国内株式27.9%、外国債券14.5%、外国株式22.3%となり、基本ポートフォリオとの乖離が一番右の列の基本ポートフォリオからの乖離の第3四半期末のところですが、国内債券でプラス0.4%、国内株式でプラス2.9%、外国債券でマイナス0.5%、外国株式でマイナス2.7%となっております。

ページの下段、推定トラッキングエラーをご覧くださいますと、資産全体で0.53%と横ばいでございます。

資料、裏面の２ページにお進みください。上段のところが債券のデュレーションの状況です。特に、国内債券は、第３四半期末でデュレーションが6.23年、ベンチマークとの差異がマイナス2.71年です。以降、国内債券の各指標にベンチマークとの差が出ておりますけれども、いずれも１・２階に比べて機構債の保有ウェイトが高いことが要因です。

２つ目の表の国内債券の償還期限別の時価ウェイトにつきましては、中期、長期のところがベンチマークとの差異でプラス。それより先の超長期のところがベンチマークとの差異でマイナスとなっております。

次の表、ページの下段ですが、国内債券の種別の保有状況です。国債のところが16.1%、ベンチマークとの差異がマイナス66.9%、地方債のところが75.2%、ベンチマークとの差がプラス68.7%でした。

格付けの保有状況はその下にありまして、AAA及びAAのところがベンチマークとの乖離でマイナス2.8%、Aがプラス0.6%、BBBのところが0.2%でした。

次の３ページの外国債券、次のページの株式等々の状況、５ページのバリュー・アット・リスクの状況は、いずれも１・２階と概ね同様ですので、ご説明を割愛させていただきます。

最後に、新３階についてご説明いたします。資料は、左肩、地共連退年の資料をご覧ください。

上段が、資産の状況です。国内債券が99.8%。短期資産が0.2%となっております。

デュレーションは、この第３四半期末で12.99年、種別保有は地共連につきましては100%地方債での運用となっているのが特徴でございます。

以上、地共連の第３四半期におけるリスク管理の状況のご説明でございます。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 どうも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。

それでは、先に進めさせていただきます。

以上で、議事の２につきましては終了して次に議事３に入ります。

議事３、平成29年度（４月～１月）の資産配分状況を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。

４月から１月までの資産配分の状況でございます。こちらにつきまして毎回この委員会にお

きまして、途中経過の報告を行っているところでございます。前回は11月の委員会ですて、そのときには10月までのご報告をしてございます。

1 ページですが、市場の振り返りでございます。12月までの数字につきましては、先ほどの運用状況等で説明済みですが、1 月まで足しましても傾向は変わってございません。1 月までは内外株式が上昇ということですし、上の表のベンチマークの収益率を見ていただきますと、4 月から1 月までの通期で、複合ベンチマークが11.58%ということでございます。内外株式は、両方とも20%以上のプラスになってございます。

文章で各資産の状況を書いています、こちらの説明は割愛させていただきます。

2 ページ目をご覧ください。

こういった状況につきまして、振り返りをしていますが、当初の見通しと比べまして、経済環境については最初の段落ですが、世界経済は緩やかな回復基調にあるという部分につきましては、概ね想定とおりのことです。一方、2 つ目の段落ですが、金融市場については、当初に想定しました各種イベント、特に欧州の政治リスクですとか、アメリカの政権の政策など、懸念されたようなイベントリスクは起きていないということですし、結果的には内外株式、それから特にユーロ／円の為替が当初の予想よりも、株式市場の上昇、ユーロ／円は円安に向かったという状況でございます。

ただし、引き続き、地政学リスクですとか警戒感は若干和らいだということですが、依然解消されていないという状況でございます。

2 番が投資行動の振り返りでございます。こちらにつきましては第4 四半期になりましたので、今までは月次の報告でしたが、四半期ごとにまとめて記載してございます。

上の表にありますとおり、4－6 月につきましては、年度の方針に則りまして、国内債券から外国債券への移動。7－9 月につきましては、国内株式の時価構成比が上がりましたので、その分、国内株式の少し摘み取りと、外国債券の購入を実施。10－12 月も7－9 月と同様の投資行動となっております。

旧3 階につきましては、基本同様の投資行動ですが、若干構成比のぶれがございましたので、金額が違うことと、それから10 月に資金の異動がありましたものですから、国内債券の売却も実施してございます。

構成割合は下の表にありますとおり、先ほど来の報告事項の12 月末の傾向と変わってございません。1 月末におきましても計画ポートフォリオのレンジの中に入っていて、ほぼ年度の途中からその範囲の中で推移している状況でございます。

次の3ページをご覧ください。

今、申し上げましたことにつきまして、それぞれ資産の構成比の状況について上のところで文章に書いてございます。

(2) でございますが、資産配分の効果でございます。こちらにつきましては、計画ポートフォリオと実績ポートフォリオの評価をしてございます。

繰り返しになりますが、計画ポートフォリオはレンジで定めてございますので、評価に当たってはその中心値を使ってございます。この中心値が合計しますと101%となりますことから各資産で調整し、その部分で評価をしてございます。

下の表を見ながら確認いただきたいのですが、基本ポートフォリオに対して、計画ポートフォリオのほうが、国内債券が多く、外国株式が少ないということでしたので、基本ポートフォリオに対して資産配分効果は、4月から1月まででマイナス0.11%になってございます。

特に、年度前半のところが大きい数字でして、年度前半の4月から9月のところはマイナス0.09%。年度後半10月から1月途中にかけて、こちらにつきましてはマイナス0.02%となっております。

一方、(ウ)のところ、実績ポートフォリオですが、こちらにつきましても傾向といたしましては、計画ポートフォリオと同じでございます。年度全体で見ますと、国内債券のオーバーウェイトおよび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、資産配分効果はマイナス0.22%となっております。

年度前半につきましては、計画ポートフォリオ以上に国内債券のオーバーウェイトの幅が大きいのでマイナスの幅につきまして大きく、マイナス0.26%。後半につきましては外国株式のアンダーウェイトがマイナスに寄与したわけでございますが、国内株式が計画ポートフォリオよりも多いという状況ですので、資産配分効果は若干ですが、プラスに転じていて、プラス0.05%となっております。

以上、運用の状況でございます。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。

それでは、ただいまの説明につきましていかがでしょうか。

○喜多委員 今回、資産配分効果の計算をつけていただきまして、大変ありがとうございます。実際に、これまで地共連がやってきた投資行動、今回も10月から12月のところで株式を売ったりされているのですけれども、そういった投資行動とあとは計画値として定めていたところ、これが果たして付加価値を生んでいるのかどうかということがこれでわかると思います。

4月から1月に関しては、ある程度一方的な相場だったこともありまして、ある程度防衛的に運営されているとマイナスに出ることは仕方がないと思いますが、2月に調整があり、今後市場の上がり下がりがある中で、これが付加価値を生んでいるのかどうかということを評価するのに当たって重要になってくるのではないかと考えております。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

そういうことで、お褒めがありましたが、これからもよろしくお願いします。

ほかによろしいですか。

○寺岡総括投資専門委員 年度の前半につきましては計画ポートフォリオのレンジから、離れている資産がありましたので、国内債券の売却を行ってございましたので、こういった状況でございます。足元につきましては、基本ポートフォリオにかなり近い状態でございますので、ご指摘のとおり、今後その点につきましては注意して行っていきたいと考えております。

○若杉座長 よろしいでしょうか。先に進ませていただきます。

次に、議事4でございまして、自家運用に係るデリバティブについて、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 資料4をご覧くださいと思います。

資料4の冒頭にありますが、まずGPIFで動きが先行しておりまして、法律、政令の改正がありまして、昨年10月施行ですけれども、リスク管理の目的としてデリバティブの取引の拡充があったところでございます。それと平仄をあわせるように地共済の制度においても政令の改正の手續が総務省で今進んでおりまして、この3月末を目途に政令の改正が行われるということでございます。

この資料の2番に改正の主な理由がありますけれども、利用目的はリスク管理であるということ、これを政令で定めております。リバランスに伴ってこのデリバティブ取引を使うということで、後ほど説明しますが、利用機会、利用額についての制約、ルールというのを、原資産の売買が一定期間に行われる場合、それから資産配分の変更の範囲内の利用と、こういうルールを、政令とは別に決めていくという予定でございます。

それについて今日ご審議いただきたいのですが、政令の改正の内容に戻りますけれども、2つ目の丸にあります、これまでも債券先物取引であるとか、店頭デリバティブの為替の取引、こういったものが制度上認められていたのですが、今回の制度改正によりまして、先物の外国為替の市場デリバティブ、それから株価指数先物取引が追加されるという制度の改正でござい

ます。

どういう場面でデリバティブを使うことが考えられるかということですが、この資料の4に添付されております横長の紙がありますが、これを開いていただきまして2枚目、3ページ目です。2枚目の表、新たに追加されたデリバティブ取引の活用イメージとありますけれども、これはG P I Fで考えられているもの、地共連でも同様ですが、例えば左側に株価指数先物の活用イメージとありますが、リバランスの際に意思決定をして、それから実際に執行するまで、この期間、現物で行う場合、現状で大体3、4日から1週間かかります。この期間中の価格の変動、このリスクを抑制するという目的でございます。

今、1週間弱ぐらいかかっているこの期間中に行われる価格の変動、これを先物で、意思決定とほぼ同時に価格については確定させてしまう、こういう使い方をするというものでございます。

資料お戻りいただいて、資料4の2ページです。リスク管理目的で今回自家運用のデリバティブの手法を追加するのですが、G P I Fが制度を定めるに当たって、そのリスク管理目的であるというところをより明確に担保する必要があるという議論がありまして、2ページの上の表の左側にG P I Fのルールがありますけれども、G P I Fではこういう6つのルールを定めるということを検討しているということでございます。

ルール1が、利用目的の制限、これはリスク管理目的ということで、法律にも書かれております。ルール2番、3番は今ほど説明したものと重なりますけれども、利用機会の制限、資産の売買が一定期間に行われる場合、利用額の制限、予定する資産配分の変更の範囲内の利用に限定ということでして、今回のデリバティブ取引の使用の目的、趣旨を明確にしているということでございます。

これによりまして投機的に使われるであるとか、レバレッジをかけて使うとか、そういったことがないように制約をかけているというものであります。

ルール4以下で、それを担保する手段ということで考えているのが、リスク量の測定、管理。ルール5は、利用時の経営委員会の管理。ルール6は、常勤の監査委員の常時監視。こういったことを考えております。

地共済の制度を改正するに当たって、地共連で自家運用のデリバティブを活用する場合、どういうルールを定めるのかというルールの方角性を今回この委員会でご議論していただきたいのですが、G P I Fのルールが現在検討中で、G P I Fの業務報告書に載るそうですが、今把握している状況はこの表に書いてあることがほぼ全てになっております。このような制約

の中ですが、地共連のルールの方角性というのをご検討いただきたいと思います。

我々が今考えておりますのが、ルール1から4についてはG P I Fと基本的には同じルールを定めることを考えております。

ルール5と6については、ガバナンスの問題になりますので、ガバナンスの仕組みがG P I Fと地共連と違いますので、それを踏まえた上での検討ということで、資産運用委員会と運用リスク管理会議を使った関与、監視を考えていまして、それをご検討いただくために、3ページを見ていただきまして、G P I Fと地共連のガバナンスの特徴を改めて復習させていただきたいと思います。

G P I Fでは、先般ありましたガバナンス改革の一環としまして、テーマとしては独任制から合議制への転換、それから意志決定・監督の分離ということで、先ほどのルールにも出てきましたが、経営委員会と監査委員、こういったものが設置されたところでございます。

地共連ですけれども、地共連のガバナンスを考える上で、G P I Fとの違いは業務の幅が違います。G P I Fは資金運用をもっぱらやっておりますけれども、地共連の場合、それだけではなくて、共済の給付にかかるところ、システムの面、財政の面、そういったものを含めた非常に幅の広い業務を行っているという前提で、その上でガバナンスの仕組みですけれども、合議制の運営審議会を既に持っておりまして、組合員を中心に運営審議会で重要事項を審議していただくことになっております。

併せて、今ここでやっております③の資金運用委員会、こちらにおいて投資行動などの専門的な分野については有識者の方での審議をするということで、この①の運営審議会と③の資金運用委員会ということが合わせ技でガバナンスの仕組みとなっているところが特徴でございます。

それから、今のルールの中で出てきます運用リスク管理会議ですけれども、これは地共連の内部の会議ですけれども、理事長を議長としまして、リスク管理について検討する会議体を持っております。これの活用を今回考えております。

2ページに戻っていただきまして、自家運用のデリバティブにおける関与・監視の1つの方法ですけれども、まず1番にありますように事前事後にこの取引の利用状況をこの委員会へ定期的に報告することを考えてございます。

2番にありますように、その報告のために、運用リスク管理会議がデリバティブの利用状況を常時監視するということを考えておりまして、この運用リスク管理会議が内部の会議でありますので、当分の間ですが、デリバティブ分科会を設置して、委員会の委員のうち座長の推薦

に基づいて、理事長が指名する者をメンバーとして加えて、この運用リスク管理会議に外からの目を入れていただいて、デリバティブの取引を見ていただくということを考えてございます。

3 ページの下の方に、参考2とありますけれども、今回委員会でもご議論いただいた上で、政令について地方財政審議会の地方公務員共済分科会でもご議論いただいた上で、政令改正が年度末までに行われますので、G P I Fの動向を見ながら、ルールの内容の検討を深めまして、基本方針や内部の規程に落とし込み、委員会でもたご議論いただきたいと思います。と思っております。

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。

説明していただいたように、ある程度具体的にいろいろ決めなければいけないわけですので、2つの点についてご審議いただきたいということでございます。

1 番目が、G P I Fのルールに対して地共連のルールとしてどのようなものにするかということ、2 番目がデリバティブの運用を始めたときに、どこが監視するかということです。内部でももちろんやりますが、外部の目をどうやって入れるかということがポイントです。ここでは資金運用委員会の中に分科会をつくってはどうかというご提案ですけれども、いかがでしょうか。

○蜂須賀委員 デリバティブを使う必要がある局面というのは恐らく出てくるとは思いますが、デリバティブはうまく使おうと思ってもなかなか商品を利用することができず、タイムリーな決断ができないなど、うまく利用できない可能性が高いという認識を最初に持っておいたほうがいいと思います。

これはG P I Fがこういうルールをつくったので、地共連もやらなければいけないということだと思いますが、今想定されているデリバティブを活用しないといけない、想定される状況みたいなものは既にあるのでしょうか。

○北澤資金運用部長 特定されたものがあるわけではないですが、説明と重なるところがあると思いますけれども、今もリバランスをする際にいろいろ検討した上で、こういうリバランスをしようと思えば投資行動を意思決定します。そこから現物で動かす際には、時間が多少かかります。執行に時間がかかるところがございまして、大体1週間弱ぐらいになりますが、その期間中の変動というものを本来であれば意思決定の際の背景にある価格で投資行動をとろうと思っているわけですから、その本来の姿でやりたいという場合に使うということを想定しております。

○蜂須賀委員 わかりました。どうもありがとうございます。

いずれにしても、ルールを事前にかなりきちんと決めておかないと、使おうと思っても

使えないと思いますので、そういったルールについては前広にこちらの委員会でも議論させていただければと思います。

○若杉座長 特にどの辺が問題になりますか。

○蜂須賀委員 やはりルールを明確にしておかないと、結局ヘッジは事後的に見るとヘッジだったのか投機だったのかよくわからないといった議論がどうしても出てくるので、こういう委員会の場でルールを決めて、それに則って行ったという形を明確にしていかないと、後で問題になったりすることがあると思います。

○若杉座長 その辺がルール1、2、3ですけれども、これだとまだ抽象的でしょうか。

○蜂須賀委員 もう少し具体的にしないと、実際にやるときに、これで幾ら買うとか売るといった決断ができないのではないかと思います。誰かが判断しなければいけないという状況だと誰が判断するのかという要素が入ってくるので、きちんと決めておかないと、なかなか使えないのかなと思います。

○若杉座長 その辺のところは地共連として、どのように考えておられますか。

○北澤資金運用部長 今回のデリバティブは、マーケットの皆さんから見れば非常に限られた部分だと思いますけれども、リバランスを行うこと、まず先にそれがあります。リバランスを行った際にデリバティブの活用ということであり、リバランスを行うという機会が多くありませんので、非常に限定された中で行っていくと思います。

○川北委員 デリバティブを使うイメージが具体的に浮かばないので質問ですが、先ほどの資料3だと、国内株式のポジションを落とそうということだったと思うのですが、これは委託されている部分ですよね。委託部分を減らそうというときに、デリバティブを使うとすると、順序としてはどういう順序になるのか。

ルール5では経営委員会の関与となっていますが、ここで意思決定をした瞬間に片方で委託先の運用額を減らし、かつ片方で少し時間がかかりそうだから、デリバティブを使ってとりあえず実質的に減らしていこう、そういうイメージとあっていいのでしょうか。

○北澤資金運用部長 参考資料で、2ページ目のG P I Fの関係の資料をご覧ください。ルール2、3の右側に図がありますが、このようなイメージですが、おっしゃられたようにG P I Fを地共連に置き換えますと、上段で地共連において先物の取引をしまして、その後それに合わせる形で現物の取引をして、それはまさに委託していますので、委託先でやっていただく、このようなイメージでございます。

○川北委員 質問したのは地共連の内部での意思決定は同時なのかどうなのかということですが

が。

○北澤資金運用部長 投資行動をする際に、内部で理事長まで上がって意思決定をします。その際に、このデリバティブを活用するのであれば、今回の投資行動においてはデリバティブを使うという意思決定をして即座に実行するということです。

○田谷理事 資料3のところで、例えば今年度の7－9月期には内株を1,200億円売って外国債券を買っているわけなのですが、このときの1,200億円は一遍に売ると公的に売ったということがわかってしまいますから、相当慎重に数百億円ごとに分けて、売ることにいたしました。

日経平均株価が2万何千円になったことを前提に行うということを意思決定しまして、その際に1,200億円を売ろうということを意思決定したのですが、一遍にできないものですからわざわざ分けてやってきた。

分けていくときの主要リスクを、デリバティブを活用できれば、その1,200億円を売ると決めた時点で、先物を先に売っておくというようなことに使えればと思っております。

もう1つ、先ほど、蜂須賀委員のご質問で、どんなケースがあるのかということですが、先ほど北澤が説明いたしました中に、満期償還という話があったと思いますが、リバランスでありましたら、為替が動いているときにあえてリバランスすることを避けることができますが、満期償還ですと必ず来ってしまうものですから、巨額の満期償還がある場合には、ヘッジをすることも現実的に出てくるのではないかと考えています。

○若杉座長 外国債券の場合ですね。

○田谷理事 外国債券の場合です。

もう1点、繰り返しになりますけれども、資料4の最後のページに、社会保障審議会で、なぜこういうのが必要かということをGPIF、厚生労働省が説明している資料の中に書いています。この中の1つに、GPIFの規模は大きいですから、リバランスのマーケットインパクトを避けて、少しでも流動性が高い先物で緩和したいというようなご発言もあります。その点については地共連の場合、そんなに価格にまで影響を与えるほどのものはGPIFに比べればなく、使う機会はそう多くないのではないかと考えております。

○喜多委員 GPIFとか地共連のような巨大な資産を持つ機関投資家は執行においてデリバティブを用いるのが当たり前かなと考えています。

以前、仕事の関係上、執行がどの程度マーケットインパクトを与えないようにできるかと分析したことがありますが、例えば2,500億円ぐらい、一遍に売ろうとしたときに、ほとんど問題になるのがTOPIXです。外国株式、外国債券というのは、小さい銘柄も含めてあまり問

題になりませんが、T O P I Xは9割方は大体1日で全体の流通量の中の10%程度のもので処理できますが、最後の10%が引っかかってしまう。

そういう銘柄にマーケットインパクトを与えないようにしようとすると、何日間に分けてやらなければいけない。それに関しては、先物は全部が1日でできるというわけではないですが、2、3日かかりますが、最後の10%は小さい銘柄の影響というのは受けずにすむというのがあります。

これは前提によって変わってきますが、コミッション、売買手数料が現物に対して、先物が多分10分の1とか、数分の1で済むという感じにはなるかと思います。

先物は、持っているとローリングのコストがかかりますので、今回のご提案ではあくまで一時的にしか使わないということです。コミッションのことを考えると先物のほうが全然効率的だと思います。ただ、ほかの委員の皆様がご指摘されているような使い方の適切性という問題とは別ですが、ツールとしては非常に有効なものと理解しております。

○若杉座長 ありがとうございます。

その点、いかがでしょうか。

○川北委員 現状、先ほどの参考資料で見ますと、G P I Fが債券先物を使った例というのは書いてありますが、地共連で使われた例というのがあるのかどうかということと、それに関して株式になると、体制をしっかりとしないと難しいと思いますが、そのあたりどのように考えられているのか。

○北澤資金運用部長 仕組みとしてはデリバティブを自家運用でも使用できるのですが、これまで使用はしておりません。今回、株価指数先物取引というものも新たに加わっておりますので、使える余地はまた広がってくると思います。

2つ目の体制についてですが、今まで自家運用ではデリバティブをやってきておりませんので、必要な体制をとっていかなければいけないなと思っています。

運用リスク管理会議、リスクやポジションの管理、現物との関係、そういう執行面でもきちんと見ていかないといけないですし、ルールへの遵守状況はリスク管理部門を含めて中でも統制をきかせた形で見ていく体制が必要かと思っています。

○若杉座長 実際に始めるのは新年度からですか。

○北澤資金運用部長 制度が施行されるのは4月ですが、実際にこのルール自体は基本方針等に記載していかなければいけないと思っています。G P I Fでもまだ細かいところを検討されている最中だと聞いていますので、そちらの情報も収集しながら、それを参考にして詰めて、

その仕組みをつくっていきたいと思っております。

○若杉座長 そうするとその体制づくりには多少時間的な余裕があるということですね。

○田谷理事 資料4の3ページの下に、参考2として今後のスケジュールを書いています、これも最速でということだと思います。足元から年度明けにかけてG P I Fが細かな運用のルール、それを我々の仕組みに落とし込めるかどうか決めまして、6月の資金運用委員会で基本方針の改正案という形でお諮りできればと思っています。場合によっては、来年度前半までかけないといけないかと思っております。

それから、先ほどのどんなルールを定めるかということについて、随時、委員会の場以外でもいろいろお知恵を借りてつくっていかないといけないと思っています。2ページのG P I Fのルールの中で、原資産の売買を一定期間に行う場合と書いていますが、この一定期間というのをあまり長く取ってしまいますと意味がございませんので、どのように作っていくとか、具体的なルール決めを見ていただくことになっていくと思っております。

○若杉座長 その分科会をこの委員会から出すということですが、そうなるとこの委員会がコミットしなければならなくなります。その点についてご意見がありませんか。この委員会の下に分科会を置くということになるわけですね。ただし、この委員会の委員が分科会の委員になるとは限らないわけですね。

○北澤資金運用部長 そうですね。地共済、地共連全体で考えて、専門家の方々に入っていただいていますし、来年度以降の執行になりますので、来年度以降の体制の中でまた座長と相談して考えていきたいと思っています。

○若杉座長 そういうことですが、よろしいでしょうか。

どこまで詳細を書き込むかどうかは別として、いろいろな議論はきちんとして、それを記録に残していくのがいいと思いますが、そういうことでよろしいですか。

○竹原委員 ルールを作成すること自体については賛成で、概ねこの方向性についてはお認めしたいと思いますが、ただ今日の議論の中でも出ていますように、具体的なイメージが我々にもつかめません。例えば、どういうタイミングでやるとか、どのくらいの金額なのか。そういう話がまだ見えてきません。

その意味で、来年度に関しても委託研究等の計画があると思いますので、その中のトピックの中の1つとして、この分野の資産運用におけるデリバティブの有効活用についてといった課題で研究を実施していただければと思います。

○若杉座長 具体的にどんな事例があり得るかということもよく考えて、調査をどのように発

注するかを検討していただければと思います。

○川北委員 当面の事項としては、こういうことだと思いますが、例えば事前説明のときにも少し申し上げましたが、為替のオーバーレイを将来どう考えるのかとか、そのあたりも含めてGPIFの行動に対して受け身で対応するのではなくて、いいデリバティブの活用方法があるのかどうか、委託研究でも少し議論を膨らませていただければ将来の発展性も見えてくると思います。

○北澤資金運用部長 今年度既に調査委託研究を実施しておりまして、運用とリスクのマネジメントについて幅広に対象としているのですが、その1テーマとして為替ヘッジの件も入っております。それで基本的な部分の論点整理ができと思っていますので、引き続き研究していきたいと思っています。

今回のこの件はあくまで自家運用のデリバティブですので、非常に制限的な使い方になっていると思いますが、運用機関などの専門的な力も借りながら実施する場合はどうなのだろうかということも含めて検討を進めたいと思います。

○若杉座長 デリバティブの規制がかなり緩んでいるように思います。厚生労働省はその方向だと思いますが、ひとたびできるようになると夢が幾らでも膨らんできて、危ない道にも入ることにもなりかねません。その辺のことをよく調査して慎重にやっていく必要があると思います。

どうもありがとうございました。

それでは、議事4は以上です。

次に議事5ということで、平成29年度スチュワードシップ活動の報告について、企画管理課より説明をお願いします。

○企画管理課 資料5の平成29年スチュワードシップ活動の報告でございます。

まず、本報告書ですが、年度に1回、前年度のスチュワードシップ活動の結果を取りまとめたもので、最終的にはホームページに公表するものでございます。今回はまだ公表前のものですが、内容が取りまとまりましたので報告をさせていただきます。

2ページ、3ページの目次をご覧ください。

昨年度から変更があったところを申し上げます。3ページ、目次の番号でいいますと、5のESG投資、6、7の外国株式の議決権行使状況、エンゲージメントの実施状況、8の日本版スチュワードシップ・コードの対応については、今年度から新たに追加したものになります。

4ページをご覧ください。

まず冒頭で地共連におけるスチュワードシップ活動の概要について明記しております。こちらにつきましては、従前からの報告書の内容と基本的に同様ですが、先般11月の委員会でも諮らせていただきましたコード改訂に伴う対応の状況にも明記されております「質」に重点を置いた取組を行っている旨を新たに追記したところです。

その下の平成29年度における運用受託機関へのモニタリングですが、国内株式につきましては、これまで毎年運用受託機関からスチュワードシップ活動の報告を受けるとともに、ヒアリングを実施してきたところです。また、外国株式につきましては、平成28年度から外株の議決権行使が行われたことを受けて、平成29年度から外株にも運用受託機関からスチュワードシップ活動に関する報告を受けたところです。

続きまして、5ページをご覧ください。

モニタリングにおける主な着眼点を簡単に明記したものになります。エンゲージメントのところですが、こちらにつきましては、これまで主に体制とかそういった観点でしか見てこれなかったところ、今年度につきましては実行的なエンゲージメントができているか、効果の検証がされているか、質の向上に向けた取組が行われているかという、もう少し中身の点についてもモニタリングをしたところです。

続きまして、6ページをご覧ください。

国内株式における議決権行使結果を取りまとめたものです。対象といたしましては、平成28年4月から平成29年3月に決算を迎えた企業、延べ1万5,636社に対して株主議決権行使を行いました。行使議案数は総計で延べ5万6,079件、うち反対が、延べで1万3,403件。比率にして23.9%になります。

1番右の欄をご覧くださいますと、前年度反対比率を明記しております。こちらは前年度が21.8%となっており、若干反対比率が増加しています。

この要因といたしましては、内訳で主な議案ごとに分類した内容を明記しておりますが、最上段の取締役会、取締役に関する議案。そこから5つ下の資本構造に関する議案のうち敵対的買収防衛策に関するもの、これらに関する議案の反対比率が前年度から増加しております。

うち取締役に関する議案ですが、運用受託機関の一部において、取締役に関する議案の議決権行使基準を今年度から厳格化したということが反対比率の増加につながった要因でございます。

もう1つ、敵対的買収防衛策ですが、もともと敵対的買収防衛策につきましては、企業価値の増加が見込めない場合、地共連としても原則反対とガイドラインで定めているため、反対比

率自体は高いのですが、さらに高くなった要因といたしましては、一部の運用受託機関において例外的に賛成する要件を厳格化したということが背景としてございます。

続きまして、7ページをご覧ください。議案の内容ごとに、主な反対理由を参考に紹介しています。

8ページも同様でございます。

9ページ、10ページをご覧ください。報告及びヒアリングを通じて確認された事項を明記しております。

9ページの上から4つ目のチェックのところをご覧ください。

先ほどの説明と重複する部分ですが、今回、多くの運用受託機関において取締役の選任、買収防衛策の議案につきまして基準の見直し、変更が行われまして、企業に対してより高いレベルでのコーポレートガバナンスの確立を求めているということが今回確認できました。

続きまして、11ページをご覧ください。

今回、モニタリングを行った中で優れた事例、参考になるべき事例を紹介しております。

11ページでは、企業に対して主体的に議決権行使結果のフィードバックを行っている事例を紹介しております。

12ページでは、機械的な議決権行使を行わないための仕組みを整備しているという事例を紹介しております。

続きまして、14ページをご覧ください。

国内株式のエンゲージメントの活動件数をまとめたものになります。下の表をご覧くださいますと、延べの件数で、今年度は1万732件、うち経営トップとの対話が2,822件となりました。こちら右端に前年度の件数を掲載しております。これを見ますと、前年度の件数から3,000件を超える数が減っていますが、要因といたしましては表の欄外の上から3つ目の※のところをご覧くださいいただければと思います。

運用受託機関の1つで平成27年度におきましては、エンゲージメントのきっかけづくりのために経営戦略に関する対応を多く行ったものの、平成28年度については質を重視したエンゲージメントにシフトしたため、件数としては減ったとのことでした。

15ページですが、今回運用受託機関から成果に結びついたエンゲージメントの事例の報告がありましたので参考に掲載しております。

16ページ、17ページをご覧ください。報告及びヒアリングを通じて確認された事項を掲載しております。エンゲージメントの定義なり目的を確認したところですが、概ね地共連の考え方

に沿ったものであることが確認できました。

続きまして、18ページでは、エンゲージメントに関して、参考になると思われる事例を紹介しております。

18ページでは、定量的又は定性的なエンゲージメントの目標を設定し、エンゲージメントの効果検証も実施している事例を紹介しております。

19ページでは、エンゲージメントの進捗管理の工夫など、エンゲージメントの質の向上に向けた取組を行っているものを幾つか紹介しております。

20ページでは、エンゲージメントを通じて社外取締役の機能、単に数があればいいだけというわけではなく、社外取締役の機能や実効性についても確認している事例を紹介しております。

続きまして、21ページをご覧ください。今回モニタリングを行った結果、運用受託機関が自ら認識している課題、直接エンゲージメントの相手となる企業に対して感じる課題というものが確認できましたので、箇条書きですが明記しております。

例えば、運用受託機関自ら認識している課題といたしましては、1番上の体制強化、人員増加が必要ではないか、1つ飛んでいただきまして、今回のスチュワードシップ・コードで、新たに運用受託機関に対して求められた自己評価について、どのような方法で行う必要があるかということが確認できました。

続きまして、22、23ページをご覧ください。

ESG投資につきましては、この後の審議事項の部分と重複するところが多くありますので、割愛させていただきます。

続きまして、24ページをご覧ください。外国株式における株主議決権の行使状況です。総計で延べ5万5,546件、うち反対が5,868件となっております。

25ページに飛んでいただきまして、最後のチェックのところをご覧いただきたいのですが、国内株式と比べまして、外国株式の議決権行使における反対比率が低くなっております。その理由としては、諸外国においては取締役会において日本と比べて独立性を有する取締役が過半数を占めている等ガバナンスがきちんとしている例が多いことから外国株式における議決権行使の反対比率が全般的に低くなったのではないかと思います。

続きまして、26ページをご覧ください。

外国株式におけるエンゲージメントの実施状況をまとめたものです。総計延べ3,051件、うち経営トップとの対話は967件となっております。

本文の3段落目をご覧くださいますと、国内株式との比較を明記しております。国内株式と

比べまして、コーポレートガバナンスや環境問題に関する対話が高くなっている理由といたしましては、一部の運用受託機関においてガバナンスを重視する考え方に基づいた対話を積極的に行っていること、E S Gに強みを持つ外部機関と共同してエンゲージメントを行っていることが確認されたことがあげられます。

次の27ページですが、成果に結びついたと報告のあったエンゲージメント事例を参考に紹介しております。

続きまして、28ページをご覧ください。外国株式、エンゲージメントについて主に定義、目的等考え方について確認し、概ね地共連の考え方に沿ったものであることを確認できました。

続きまして、29ページをご覧ください。

先般11月の委員会でも諮らせていただきましたが、改訂版の日本版のスチュワードシップ・コードの対応について明記したものです。内容につきましては、11月に諮らせていただいたものと同様でございます。

30ページの下段ですが、個別議案の開示状況につきましては、各運用受託機関の具体的な公表先がわかるものを地共連のホームページで掲載していきたいと思っております。

続きまして、31ページをご覧ください。今後の取組について、4点記載しております。

1点目として、運用受託機関に関するモニタリングについては、引き続き地共連としても取組の質に重点を置いたモニタリングを実施していきたいと考えております。2点目ですが、地共連におけるエンゲージメントの基本的な考え方を今後整理していきたいと考えております。3点目ですが、必要に応じて、コーポレートガバナンス、議決権行使ガイドラインの改正を行ってまいります。

最後の他の公的年金との連携ですが、これまでも地共済における各組合との間では報告様式の統一を図ってきたところですが、今後もより一層効率化といった点に重点を置いた上で、地共済以外の管理運用主体とも意見交換を行ってまいります。

32ページ以降は資料集を掲載しております。

35、36ページは運用受託機関に対する、国内株式、外国株式における質問票を参考に記載しております。

以上、駆け足でしたが、報告は以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございました。

それでは、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。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 詳細なご報告、どうもありがとうございます。

数字などのデータも非常に充実していますが、加えていろいろ具体的な事例も書いてあり、どのような状況でエンゲージメントされているかなど、よく理解できる内容になっていると思います。

それから、全体のトーンとして、エンゲージメントについては量、数ではなくて、質を重視するという私たちの考えが明確に示されており、そのところは大変よいと思います。

次に質問ですが、これは何度か前の会議でもお尋ねさせていただいていますが、例えば21ページの運用受託機関の課題認識というところで、もっと責任を果たすために体制強化、人員増強、組織、個人の能力アップをしなければいけないという課題を認識されています。しかし、これらを実施するためにはかなりコストがかかることになります。そのあたりについて現時点で運用機関から私たちのほうにコストの問題について何かお話があるのかどうかということを確認させてください。それからその運用受託機関をここまでしっかりモニタリングする私たちの方もかなり大変になると思いますが、地共連のリソースについて現状どういう状況なのか、もっと強化したほうがいいのか、そういうあたりのところについて教えてください。

○北澤資金運用部長 スチュワードシップ活動というのはしっかりやっていけばやっていくほど、リソースもそうですし、金銭的なコストはかかるのですが、体制というものをしっかり作っていかなければいけない。その中で当然費用がかかるというようなことはございます。

我々も問題意識は持っておりますが、アクティブ運用の場合はアクティブのリターンに反映するということもあると思いますし、リターンに応じた報酬の中でしっかりやっていただきたいと思いますが、問題はパッシブだと思います。GPIFの動き等もありますので、そういったものも見ながら問題意識を持って取り組んでいきたいと思っています。

地共連のリソースですけれども、専任が1人、兼務で2人程度を加えてやっておりますが、モニタリングを実効的に行うという要請もありまして、モニタリングの質も上げていかないとはいけません。今年度から外部機関、コンサルに入ってもらいまして、助力いただいて、今回モニタリングのブラッシュアップもできましたし、いろいろな報告の帳票の整理もやっていただいておりますので、そういう力の借り方というのも工夫していきたいと思っています。

○高山委員 追加で質問とコメントです。

31ページの今後の取組のところで、コーポレートガバナンス原則等の改正等があげられています。現在、ご存じのようにガバナンス・コードの改訂作業がフォローアップ会議で進んでいます。かなり短期間で改正作業を進めるようで、6月総会の前までには最終案が出てくると思

います。今回はそれほど大幅な改正はないと思いますけれども、そのあたりにもらんで今後の取組を考えていただければと思います。

それから、その上にありますエンゲージメントに対する基本的な考え方の整理というところで、これは私たちのほうでエンゲージメントに関する方針をまとめるとか、それをこれから作って発表するとかというようなところも考慮されていると思いますけれども、これのスケジュール感みたいなものは現在何かお持ちでしょうか。

○北澤資金運用部長 コーポレートガバナンス原則のほか、議決権行使ガイドラインも関係すると思いますが、フォローアップの会議の動向はしっかり見ていまして、余り大幅な改正ではないと聞いています。また、コンサルの中でも当方のコーポレートガバナンス原則、議決権ガイドラインの課題や考えられるその後の進展というような論点を整理していただいていますので、委員の皆様とご相談しながら必要があれば規程の改正を検討していきたいと思っています。

31ページの2つ目に書いてありますエンゲージメントの考え方については、去年1月の委員会で1回たたき台をお諮りしまして、フォローアップ会議でもエンゲージメントのガイダンス、そういうような議論もされていると聞いていますので、会議の動向を見ながら、今後検討させていただきたいと考えています。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかによろしいですか。

もしなければ私からコメントがあります。会社法はガバナンス規整を敷き、取締役会が業務執行役員を監督することを求めています。取締役会に関するガバナンスの世界のベスト・プラクティスは、そのために取締役会を、独立取締役を中心に構成するということです。その意味で、今日の報告で一番重要なことは、25ページだと思います。説明が今ありましたけれども、諸外国、アメリカ、イギリスもそうだし、最近フランスとかドイツも独立取締役を積極的に入れています。現代のガバナンスにおいて重要なことは、独立取締役による監視が機能するということです。そこが重要なポイントですが、日本では独立取締役の概念、その量と質についてフォーマルには議論がなされてきませんでした。その結果、議決権行使の結果、6ページにありますように、取締役会と取締役に関する議案に対して反対が非常に多いわけです。

ということは、株主の立場に立った独立な取締役会が広く存在していないということだと解釈できます。そうすると、自ずとほかのところが、取締役会に代わってその役割を果たさなければならないということで、このスチュワードシップ活動に負担がかかってくるわけです。

経営上いろいろ有益なことも書かれていますが、このようなやり方では受託運用機関にとっ

でもアセットオーナーにとっても、トゥーマッチになっています。そのことは運用機関、アセットオーナーのコスト負担を意味し、社会的コストを増大させます。会社側がしっかりした独立取締役から構成される取締役会をつくるのが基本的、本質的なことだと思います。個人的には、地共連はそういう認識を持った上でアセットオーナーとしてガバナンス活動をやっていただきたいと望んでいます。

私は、議決権行使は機関投資家に対してオーバーロードになっていると考えます。

買収防衛策についても、例えばアメリカですと、買収提案があると独立取締役のみがメンバーのM&A委員会が開かれ、このM&Aが株主の役に立つものかどうかをチェックすることになっています。逆に言えば、だからこそ、株主の観点から独立取締役がすごく重要なわけですね。

アメリカでもCEOはじめ役員の報酬が高いということが問題になっていますが、それを株主が訴訟しても裁判所は受け付けてくれません。なぜかという、公正な独立取締役が構成する報酬委員会がCEOの報酬を決めているのだから、裁判所は関与しないということですね。ビジネスジャッジメントだということです。

独立取締役ということが現代のコーポレートガバナンスの一番重要なポイントですが、コーポレートガバナンス・コードもスチュワードシップ・コードも、「独立取締役を中心に取締役会を構成する」ということを土台にできていないと思います。おそらく財界つまり経営者から強い抵抗があるのだと思います。

運用機関には、議決権行使に過大なコストをかけずに、もっと良い成果を示すような運用をするように頑張って頂きたいと思います。議決権行使より、利回りが高くなるような運用に専念して頂ける時代が来ることを願っています。

長くなってしまい申し訳ありません。ほかによろしいですか。

次に議事6ということで、ESG投資の課題及び今後の方向性について、唐澤運用第二課長より説明をお願いします。

○唐澤運用第二課長 それでは、資料6をご覧ください。ESG投資の課題及び今後の方向性についてご説明いたします。

まず、「1 ESG投資の現状」であります。「(1) 地共連のESGの投資目的」は、被保険者のため株式価値を長期的に増大させるという受託者責任と公的年金としての社会的責任の両立を果たすこととしており、この社会的課題を解決するという目的は、国際目標であるSDGsとも整合的であると考えております。

「(2) 採用プロダクト」ですが、2010年にESGファンドの投資を開始し、現在、国内

株式で4プロダクトを採用しております。時価総額は国内株式アクティブ運用の残高の約5%を占めております。また、各運用機関に実施したアンケートによりますと既存の国内株式アクティブファンドのうち、約9割程度が運用プロセスにおいて、ESG要素、特にガバナンスを考慮しているとしております。このようにESGへの取組につきましては、ESGファンドに限ったものではなく、より一般的なものとなりつつあることが確認されております。

次に「2 ESGファンドのリターン及びESG要素とパフォーマンスの関係」でございます。

「(1) 各ファンドの投資戦略」につきましては、1ページ目から2ページ目にかけてそれぞれ各ファンドの内容を記載しております。ESG要素に関する部分に波線を、株価評価モデルとESG要素以外に関する部分について下線を引いておりますが、2ページ目の太い矢印に記載しているとおり、ESG要素の活用方法はプロダクトにより様々であり、各ファンドともESG要素のほかに株価評価モデルなどを用いて銘柄選択を行っていることから、必ずしもESGファクターだけが超過収益の源泉とはなっていないというところでございます。

3ページ目「(2) パフォーマンスの状況」をご覧ください。

まず、各ファンドの対TOPIX超過収益でございます。表の右欄にございますとおり、
が若干マイナスとなっているものの、他のファンドはほぼ運用目標どおりの超過収益を達成しております。

中段の表は、他のアクティブファンドとの比較でございます。括弧書きはアクティブファンド内の順位を示しております。「①対TOPIX超過収益」につきましては、先ほどの
が相対的に下位となっておりますが、他のファンドは相対的に中位から上位に位置しております。

下段の表、「②実績トラッキングエラー」につきましては、銘柄数を絞り込んでいる
が相対的に高リスクとなっておりますが、他のファンドはほぼ低リスクとなっております。

4ページ目をご覧ください。

「③インフォメーションレシオ」につきましては、2ファンドが最上位の水準となっており、
超過収益が下位となっている、トラッキングエラーが高いが相対的に下位となっております。

次に、「(3) ESG要素とパフォーマンスの関係について」でございます。ESG評価やエンゲージメントとパフォーマンスの関係を分析する手法につきましては、4プロダクトもさ

まぎまであり、具体的には4ページ目から7ページ目にかけてそれぞれ各ファンドの内容を記載しておりますが、どのプロダクトもE S G要素による効果が一定程度あったものと分析しております。

7ページをご覧ください。

これらを踏まえた「3 E S G投資の方向性」でございます。地共連としましては、今後E S G投資を充実させていくべきと考えておりますが、その際に地共連の投資目的である受託者責任及び社会的責任のうち受託者責任に関し、E S G投資に期待する効果として、投資リターンの向上、リスク抑制効果、株式市場全体の底上げ効果の3点について検討しております。

まず、「(1) 投資リターンの向上」につきましては、各プロダクトもE S G評価だけではなく株価評価モデルを組み合わせて運用しているため、純粋にE S G要素のみでリターンを獲得できているか、現段階では確認するに至っておりませんが、アルファの効果については一定程度達成されているものと考えております。これらのことから現在採用しているファンドは年度によりパフォーマンスにばらつきがあり、採用からの期間が短いファンドもある点などを踏まえ、当面状況を確認していきたいと考えております。

次に、8ページをご覧ください。

「(2) リスク抑制効果」につきましては、地共連採用のE S Gファンドは採用からの期間が短いこともあり、シャープレシオの効果がまだはっきりしないところもありますが、E S Gファンドが危機時に耐性を持つことやリスク低減効果が期待できるとする実証研究があることを踏まえ、長期的に見れば地共連のE S G投資に期待する効果として、リスク抑制を明確にしてもよいと考えております。

一方、リスク抑制効果としての債券投資について論点を整理しております。

①G P I Fが2017年10月に債券投資とE S Gに関し、世界銀行グループと共同研究を行う旨を発表していること、②E S Gスコアの低い銘柄を除外することでダウンサイドリスクの回避につながるという指摘もなされていることにつきましては、今後の状況を注視してまいりたいと考えております。

また、③国内のグリーンボンドにつきましては、利回りが低く、パフォーマンスの観点から投資妙味が薄いこと、地共連が投資するには規模が小さいこと、流動性が低いことなどの課題があると考えております。

3つ目の「(3) 株式市場全体の底上げ効果」につきまして、G P I FはE S G指数導入の際に期待している点として、超過収益の獲得という直接効果よりも企業のE S G評価向上のた

めの取組促進による長期的な企業価値向上などの間接効果としております。

地共連においては、既にE S G指数を活用するプロダクトを採用しているところでございますが、G P I Fが複数のE S G指数を選定し、同指数に連動する国内株式ファンドの採用を発表したことを受けまして、同指数の調査を行ったところでございます。

9 ページに調査の結果、3 指数のリターン及びリスクについてまとめておりますが、この指数に関しましては、論点としまして①株式市場全体の底上げ効果が期待できるか、②株式市場全体の底上げ効果についてどのような評価方法があるか、③運用実績が短く、E S G評価にばらつきがあることについてどのように考えるか、など引き続き検証が必要と考えております。

最後になりますが、E S G指数に関しまして、G P I Fは2017年11月にグローバル環境株式指数の公募を行っていることから、外国株式におけるE S G投資につきましては当指数の状況を注視していきたいと考えております。

以上でございますが、先ほどの論点に対する委員の皆様からのご意見等も参考にしながら、地共連のE S G投資につきまして引き続き検討してまいりたいと考えております。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。

それでは、ただいまの報告についてご意見等をお願いいたします。

蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 今回、例示されているE S G運用しているファンドについては、これは多くのプールの中から選んだファンドだと思うのですが、高いリターンを出しているのかどうか。

○若杉座長 この4 ファンドがどうなのかというご質問です。

○唐澤運用第二課長 主に超過リターンを目的としてファンドを採用しておりますので、その効果はある程度出ているということです。

○若杉座長 E S Gファンドを選んだ基準を説明してほしいということです。

○唐澤運用第二課長 E S Gファンドを選んだ基準につきましては、先ほど投資の目的にもございますが、その中でも比較的投資リターンが得られるものということを主に目的として採用しております。10ファンド程度の応募があり、そこからファンドを採用しております。

○若杉座長 よろしいでしょうか。

ほかにご意見ありますか。

○喜多委員 地共連として、このアクティブ運用の面からE S Gに取り組んでいるというのは独自性のある動きということで、非常に良いのではないかと思います。

ESG指数に関してはGPIFがこれの3つを選ばれたということではあるのですが、もしアクティブ運用にプラスしてESGも、指数もということでやる場合、GPIFが選んだからという理由は言えないと思うので、もし指数まで踏み込まれるのであれば、地共連としての独自調査と評価というのを踏まえられたほうが良いと思います。

○若杉座長 高山委員、どうぞ。

○高山委員 ESG指数の話が出ましたので、補足的に、企業の側の動きについて、私がいろいろな企業の方とお話した内容をもとに、お伝えしたいと思います。

GPIFがこの3つのESG指数を選んで、かなりまとまった金額を投資したという事実は日本企業にかなり影響を与えました。それまでESGが重要だという話はいろいろなところで語られていましたが、企業側としては、ESGと株主価値向上をどうやって結びつけたらいいかなかなか整理ができないというところがありましたし、また、国内の投資家と会っても、ESGについていろいろ質問され、エンゲージメントされてくるということも特にないという状況もあって、企業としてはESGの重要性ということについては、腑に落ちて納得しているという状況ではありませんでした。

ところが、GPIFがこのESG指数を採用し、それなりのお金を投下し、それがメディアで様々に報道されたという状況を踏まえまして、確かに投資家はESGを重視している、自分たちもこれについてもう一回考え直して、どうあるべきか社内で議論しなければいけない。そういう動きというのは企業の中で確かにあります。

ですので、論点の中の株式市場全体の底上げ効果ということについては、多分こういった動きはそれに対してプラスに働くだろうと思います。企業のそういった行動というのはタイムラグがあるものの企業の長期的なパフォーマンスの向上につながると思うので、全体の底上げについてはイエスだと思います。

ただ一方で、これらの指数が果たして高いリターンを上げるかどうかというところは疑問に思うところがあります。実際に企業の方と話をしていると、実態とそれから外に出している開示の間に結構乖離があることがわかります。これらの指数というのは企業が開示しているデータを機械的に判断して、それで良い、悪いを判断しており、企業に対するインタビューは、私の理解では一切行っていないと思います。

そのため、企業の中身がどうなっているかというのは全くわからないまま、外に出てきたものだけで判断する。それは指数である以上しょうがないというところがあるかもしれませんが、そういった性格を持っているものなので、本当の企業の価値とこれらが示しているレ

ーティングが乖離する可能性もかなりあると思います。

ですので、これからE S G指数を採用する、しないを議論する際には、そういったところも踏まえて考えた方がよいと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにご意見、よろしいですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 現在こういう指数が採用されて、公的年金でE S Gに対する関心が高まっているというので、企業で何が起こっているのかというと、1つはお化粧なのです。コンサルなんかが多分入っていて、美人、美男に見えるようなお化粧の仕方を、数社に関してでそういう印象を聞いていますが、そんなことがあるということで、そこは注意が必要です。

もう1つは、公表データだけでどこまで測れるのか非常に疑問でして、E S Gとは目に見えない部分に対する評価だと思いますから、経済で言うと情報の非対称性を、そこを解消しようとしているわけです。

だから、そこを解消しようとする、やはり表面を評価するだけではどうしようもないところが結構ある。そこをしっかりと考えられて、採用に持っていかれるのがいいと思います。

○若杉座長 ほかによろしいでしょうか。

E S Gというと、E S Gだけが企業の評価の基準みたいに誤解されていますが、もちろん当然企業価値を最大化することが目的であって、そのために最低限満たさなければいけないことがこのE S Gだということです。

良いガバナンスが機能していれば良いマネジメントが行われ企業の効率が良くなり、企業価値が向上するということです。それと同時にEやSも満たさなければいけないというのが現代社会の要請です。何はともあれ企業価値を高めることが一番の目的であり、それができないようなE S Gはよろしくないと思います。その辺、見間違わないようにしないと誤った方向に行くことになると思います。

企業が企業価値の向上を求めながら、かつEやSを余分にやろうとすると株主の了承が必要なのです。そのようなことにお金を使うということについて、株主もこの会社は儲かっているから、EやSにもっと力を入れてよいという、そういう良い循環が出てくれば良いと思います。したがって、そのような循環を生むような機関投資家の活動でなければいけないと思います。

今の動きだと、とにかくE S Gだけ考えていればそれで企業の社会的責任を果たした、みた

いな風潮です。そうではなく企業価値を最大化する、向上させるということは社会の資源を有効に使うということで、それが一番の社会的な責任であって、そのことが一番の目的だということを見失わないように認識しなければならないと思います。

議事6は以上にいたします。

最後に、議事7の平成27年度各積立金の管理及び運用に関する運用報告書の訂正について、合田企画管理課長より、説明をよろしくお願いします。

○合田企画管理課長 資料7でございます。こちらにつきましては先ほど地共済でご説明させていただきましたので、ご説明を割愛させていただきます。

○若杉座長 ありがとうございます。

よろしいでしょうか。

以上で、今日の議論を終了いたします。どうもありがとうございました。

事務局からご連絡があればお願いします。

○合田企画管理課長 ありがとうございます。

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

次回の日程ですけれども、3月22日木曜日に開催いたします。また、今回の議事要旨、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25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。

午後 0時12分 閉会