

第30回地方公務員共済組合連合会
資金運用委員会

平成31年3月20日（水）

【確定版】

地方公務員共済組合連合会

午前10時38分 開会

○合田企画管理課長 ただいまから、第30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。

なお、本日、高山委員におかれましては、所用のためご欠席です。

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、一番上でございますけれども、次第がございます。それから、資料1-1、資料1-2としまして、厚生年金保険給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証について、資料2-1、資料2-2としまして、経過的長期給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証について、それから、資料3としまして、平成30年度スチュワードシップ活動の報告、資料4としまして、こちら資料の名前でございますけれども、地方公務員共済組合連合会コーポレートガバナンス原則および株主議決権行使ガイドライン（国内株式・外国株式）の改正について、その後に資料4の参考資料①から⑦、続きまして、資料5、平成31年度の運用方針、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、こちらは終了後に回収させていただきますので、よろしく願いいたします。資料6としまして、オルタナティブ資産への投資状況について、最後に、次第7のその他の参考資料としまして、業種区分の比較でございます。

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した。

では、議事に入らせていただきます。

以降の議事進行は、若杉座長にお願いしたいと思います。よろしく願いいたします。

○若杉座長 議事進行についてはご協力のほどよろしく願いいたします。

本日の委員会の議事は、「1 厚生年金保険給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証について」、「2 経過的長期給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証について」、「3 平成30年度スチュワードシップ活動の報告」、「4 コーポレートガバナンス原則、議決権行使ガイドラインの改正について」、「5 平成31年度の運用方針」、「6 オルタナティブ資産への投資状況について」の6本となっております。

内容が関連しますので、最初の議事1と議事2につきましては、2つ併せて、企画管理課から説明をお願いしたいと思います。

○企画管理課 よろしく願いします。

資料1-1の厚生年金保険給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証についてをご覧ください。

こちらに記載している内容につきましては、先ほどご議論いただきました地共済の基本ポートフォリオの検証の内容と同様でございます。

また、資料1-2の資料編におきましても地共連が地共済の概ね半分を保有しておりますことから、平均積立比率や積立不足になる確率の傾向は変わらず、バリュー・アット・リスクやストレステストの金額については地共済の半分になっております。

したがいまして、資料1-1の裏面に記載してございます3、あるいは4、先ほどご議論いただきましたけれども、検証結果、対応につきましても同様の結論とさせていただいております。

なお、資料2-1にあります経過的長期給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証についても、地共済と概ね同様ですので、説明は割愛させていただければと思います。先ほどいただきましたご意見を踏まえながら、次の基本ポートフォリオの見直し作業に当たり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。

では、そういうことで、先ほど十分議論していただいたと思いますが、さらにあればご意見、ご質問等出していただければと思います。

よろしいですか。

それでは、先の議事がいろいろありますので、議事1、厚生年金保険給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証について、及び議事2、経過的長期給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証についてにつきましては、以上で終了します。

続いて、議事3及び4に入りたいと思います。この2点も関連しますので、併せてやりたいと思います。

議事3が平成30年度スチュワードシップ活動の報告、議事4がコーポレートガバナンス原則、議決権行使ガイドラインの改正についてでございますが、この説明を企画管理課よりお願いいたします。

○企画管理課 議事3のスチュワードシップ活動の報告を行わせていただきます。

まず、こちらでございますが、年度に1回、スチュワードシップ活動の結果について取りまとめたものになります。こちらにつきましては、最終的には連合会のホームページに公表するものでございます。

以下、ポイントを絞った形で説明をさせていただきます。

まず、報告書の1ページ目ですが、スチュワードシップ活動の基本的な考え方について記載をしております。

2ページ目ですが、連合会のこれまでににおけるスチュワードシップ活動の取組経緯を記載しております。

3ページをご覧ください。

平成30年度において、運用機関に対してどのようなモニタリングを行ってきたかをまとめたものでございます。具体的に申しますと、連合会がスチュワードシップ活動において重視している事項として、真ん中の網かけの部分でございますが、議決権行使関連ですと、一律に議決権を行使するのではなく、企業の状況に即した形で議決権行使を行ってほしいであったりとか、株主総会前のエンゲージメントであったり、議決権行使のフィードバックを企業に伝えるなど、議決権行使とエンゲージメントを一体的な形で行ってほしいでありましたり、又は、エンゲージメント関連でいきますと、効果検証を含めたPDCAサイクルを構築、活用するなど、実効性を高めてほしい、こういった点などについて運用機関に対して説明をした上で、秋口にかけて、各運用機関について実際の取組状況についてヒアリングを行ったところでございます。

5ページをご覧ください。

こちらでございますが、5ページから7ページにかけては、国内株式の議決権行使に関しまして、先ほど申し上げました、連合会が重視している事項につきまして、実際、運用機関がどのように取り組んでいるかについて、まとめたものでございます。

まず、ガイドラインの遵守状況、及び企業の状況に即した議決権行使につきましては、一部、不十分な事例も見受けられましたが、大部分の運用機関におきましては、きちんと行われていることが確認できたところです。

7ページをご覧ください。

議決権行使とエンゲージメントの一体的運用ですが、こちらも多く運用機関においてきちんと取り組んでいることが確認できたところです。

あと、8ページで、特徴的な事例として、議決権行使の判断の内容や行使にあたって用いている基準であったり、行使プロセスの全体について、社外者を含む組織を活用しながら検証を行っている事例についても紹介をさせていただいております。

以下、9ページ、10ページにつきましては、内株の議決権行使の結果状況をまとめたもの、11、12ページにつきましては、主な議案内容ごとの行使事例を紹介させていただいております。

13ページをご覧ください。

13ページから15ページにかけてですが、国内株式におけるエンゲージメントに関しまして、連合会が重視している事項について、実際、運用機関がどのように取り組んでいるかについて、まとめたものでございます。

まず、エンゲージメントの目的、どういった目的で行っているか、でございますが、昨年のヒアリングの段階では、リサーチ活動の一環としてしか位置づけていなかった運用機関もありましたが、下の表のとおり、当該運用機関においても、今年度においては企業価値の向上を目的とするといった形でエンゲージメントを行っているといった改善が見受けられたところでございます。

14ページをご覧ください。

こちらにおきましては、企業価値の向上に繋がると思われるエンゲージメントの内容を紹介しています。例えば、下表の事例（A）ですが、当該企業に対して社外取締役の増員を行ったほうが良いのではないかという対話を行った結果、当該企業におかれましては、社外取を2名増員する一方、取締役全体としては4名減らしました。取締役全体における社外取の割合を高めることによって、ガバナンス機能の改善を図られたといった事例でございます。

15ページですが、エンゲージメントに関するプロセスの実効性でございます。こちらも多く運用機関において、効果検証なり成否の判断が行われているところが確認できております。

あと、16ページですが、ヒアリングを通じて確認できた特徴的な事例といたしまして、例えばグループのCEOから企業に対してレターを送るやり方であったり、又は集团的、幾つか運用機関が一緒になって集团的なエンゲージメントを活用しながら、エンゲージメントを行っていた事例も見受けられましたので、このページで紹介しています。

以下、17ページ、18ページにかけましては、内株のエンゲージメントの活動結果の状況をまとめたものでございます。

19ページをご覧ください。

こちらでございますが、外国株式の議決権行使に関しまして、連合会が重視している事項に対して、実際どのように取り組んでいったかでございます。ガイドラインの遵守状況については、全ての運用機関できちんと取り組まれております。あと企業の状況に即した議決権行使であったり、次の20ページのところの議決権行使とエンゲージメントの一体的運用につきまして、多くの運用機関において、きちんと取り組まれていることが確認できています。

21ページにおきましては、特徴的な事例として、議決権行使基準の妥当性について、組織的な形で検証を行っている事例を紹介させていただいております。

以下、22ページ、23ページ、24ページにかけましては、外株の議決権行使結果の取りまとめ状況、及び主な議案内容ごとの行使事例を紹介させていただいております。

25ページをご覧ください。

25から27ページにかけましては、外国株式のエンゲージメントに関しまして、運用機関の取組状況をまとめたものでございます。

まず目的といたしましては、一部においては調査活動の一環と捉えている運用機関もございましたが、多くの運用機関におきましては、企業価値向上なり、持続的成長を目的とした形でエンゲージメントを行っていることが確認できております。

続きまして、26ページですが、企業価値の向上に繋がると思われるエンゲージメントの事例を紹介させていただいております。

27ページでございますが、プロセスの実効性の検証につきましては、多くの運用機関において取組がされていることを確認しております。

28ページにおきましては、特徴的な事例として、集团的エンゲージメントでありましたり、外部のエンゲージメントサービスを活用しながら、エンゲージメントを行っている事例を紹介しております。

以下、29、30ページでございますが、外国株式におけるエンゲージメントの活動状況についてまとめたものでございます。

31ページをご覧ください。

31から33ページにかけましては、ESG投資に関する記載でございます。31ページにおきましては、まず、ESGに関する連合会の取組状況を記載しております。平成30年12月末時点でございますが、ESGファンドとしては、国内株式の4プロダクトで行っているところでございます。

32ページにおきましては、実際のアプローチ手法として、ESGインテグレーションであったり、エンゲージメントで行っていることを紹介しております。

33ページでは、このESGの要素が運用成果に対してどのように寄与しているかにつきましては、今後も運用機関とともに確認していくことを記載しております。

1ページ飛んでいただきまして、35ページでは、ヒアリング等を通じて、運用機関がステークホルダーシップ責任を果たす上でどのような課題を認識しているかについてまとめたものです。

37ページをご覧ください。

こちらにつきましては、連合会における今後の取組状況について、5点記載させていただ

ております。順に申し上げますと、1点目でございますが、引き続き取組の質に重点を置いたモニタリングを行ってまいります。

2点目でございますが、連合会が重視している事項等については、運用機関と常日ごろから対話を行うことによって把握していただくとともに、スチュワードシップ活動に対する内部の知見の蓄積も図ってまいります。

3点目でございますが、国の動向であったり、運用機関のモニタリング等を通じまして、どのようなエンゲージメントを今後求めていくかについては、引き続き検討してまいります。

4点目でございますが、必要に応じてガバナンス原則、議決権行使ガイドライン等の改正も行なってまいります。

最後でございますが、他の公的年金、GPIF等につきましても意見交換を行うなど、連携を図ってまいります。

なお、今申し上げた4点目のガバナンス原則等の改正に関してですが、この後の議事4で改正内容について諮らせていただきます。ご承認いただきましたら、当該改正内容についても、この報告書の中に追記をさせていただければと思っております。

39ページ以降ですが、資料集として関連する規定、これまでの活動経緯の詳細版、運用機関に対して活動報告を求めた内容に対する質問票を、内株、外株、それぞれ参考に掲載しているところがございます。

駆け足で恐縮ですが、議事3のスチュワードシップ活動の報告につきましては、以上でございます。

続きまして、議事4のガバナンス原則及びガイドラインの改正内容について説明させていただければと思います。

資料4でございますが、いろいろ資料がございまして恐縮ですが、ガバナンス原則の改正の説明に際しましては、資料4と書いてあります概要の資料、及び参考資料2、ガバナンス原則の新旧対照表、この2つの資料を併せてご覧いただければと思います。

それでは、早速始めさせていただきます。

まず、地共連のコーポレートガバナンス原則の改正を行う背景でございますが、ご案内のとおり、昨年6月に、東京証券取引所におきましてコーポレートガバナンス・コードが改訂されたことを受けて行うものでございます。

我々のガバナンス原則におきましては、特に取締役会の役割・機能に関連するところについては、従前からいろいろ明記しておりますので、当該箇所を中心に今回、改正を行わせていた

できます。

まず、改正内容の1点目でございますが、コーポレートガバナンス・コードでいきますと、補充原則4-1③に関連するところでございます。今回、コードの改正では、取締役会においてCEOの後継者計画の策定・運用に主体的に関与するといった内容が新たに追記されたところでございます。

これを受けまして、我々のガバナンス原則では、新旧対照表でいきますと、左側の新と書いてありますところの3(1)①の上から3つ目のポツのところの後段部分の、「また」以降でございますが、「CEO等の後継者計画の策定・運用にも、随時CEOからの報告を求めつつ、主体的に関与する」といった文言で、今回、改正をさせていただきたいと思っております。

2点目でございますが、コードでは補充原則の4-2①に関連するところでございます。経営陣の報酬につきまして、健全なインセンティブとして機能するよう、客観的・透明性のある手続に従い、報酬制度の設計であったり、具体的な報酬額を決定すべきであるといった内容が追記されています。

この改正内容を受けまして、ガバナンス原則におきましては、3(1)①の一番最後のポツのところ、同様の内容を今回追記させていただきたいと思っております。

3点目でございます。コードでは補充原則4-3②と4-3③でございます。CEOの選任、解任につきましては、客観性・適時性・透明性ある手続に従って行うべきだということが記載されたことを受けまして、ガバナンス原則では、3(1)①の上から3つ目のポツの1文目において、同様の内容を追記しているところでございます。

続きまして、新旧対照表2ページをご覧ください。

コードでは原則4-8の部分でございます。少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社におきましては、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきであるといったことが今回の改正内容でございましたので、同様の内容につきまして、ガバナンス原則3(1)②の2つ目のポツの下線を引いている「また」以降について、今回追記をさせていただいたところでございます。

続きまして、資料4でいきますと、1枚おめくりいただきまして、あと新旧でいきますと3ページでございます。

コードでは補充原則4-10①に関連するところでございます。上場会社が監査役会設置会社、又は監査等委員会設置会社でありまして、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合、設置する任意の諮問委員会の具体例として、指名委員会であったり報酬委員会を追記さ

れたことを受け、我々のガバナンス原則においては3（1）③で、諮問委員会の設置という項目を新設し、先ほど申しあげました補充原則4-10①の内容を新たに追加させていただいたところでございます。

最後でございますが、新旧でいきますと、1ページ戻っていただきまして、2ページをご覧ください。

コードでは原則4-11に関連するところがございます。取締役会の多様性の具体例といたしまして、ジェンダーであったり国際性の点が追加されたことを踏まえまして、ガバナンス原則3（1）②、最初のポツのところでございますが、同様の内容を追記させていただいております。

あと、新旧でいきますと、最後の4ページをご覧ください。

こちら、コード原則4-11の部分でございます。監査役にふさわしい人材の具体例として、必要な経験・能力・知識を持つことが今回追記されたことを踏まえまして、ガバナンス原則3（2）②においても同様の内容を今回追記させていただいたところでございます。

ガバナンス原則の改正関係につきましては、以上でございます。

続きまして、議決権行使ガイドライン、国内株式の改正内容について説明をさせていただければと思います。

資料でございますが、参考資料3と書いてございます新旧対照表を併せてご覧いただければと思います。

まず、議決権行使ガイドラインにおいて、今回改正を行う背景でございますが、先ほど議事3で説明させていただきましたが、今般のステュワードシップの活動報告において、連合会が重視している事項を示させていただいたところがございます。これらの内容についてはガイドラインの中にも盛り込んでいこうということで、今回、議決権行使ガイドラインを改正させていただいております。

あと、併せて一部、文言関係でございますが、修正すべき箇所がありましたので、併せて行っているところがございます。

順を追って説明をさせていただきます。

まず1点目でございますが、ガイドラインでは、I総則、1目的のところがございます。こちらは文言関係ですが、従前明記しておりましたガイドラインの名称が古い名称でございましたので、これを現行のガイドラインの名称に修正したところがございます。

2点目でございます。ガイドラインでは、I総則、2運用の1段落目の最後のところござ

います。今回追加させていただいた内容でございますが、議決権行使につきましては、一律に行使を行うのではなく、企業の状況に即した形で議決権行使を行ってほしいといった趣旨の内容を追加させていただいております。

続きまして、新旧でいきますと、2ページをご覧ください。

こちらでございますが、2運用の最後の段落と、下から2段落目のところが今回の改正内容でございます。

下から2段落目の改正内容でございますが、議決権行使とエンゲージメントについては一体的に行ってほしい。括弧に書いてありますとおり、株主総会前のエンゲージメントであったり、議決権行使結果のフィードバックを行うなど、議決権行使とエンゲージメントの一体的な運用を行ってほしいといった趣旨のことを、この段落で新たに追加したところでございます。

その下の段落でございますが、議決権行使については、他部門や第三者の視点も踏まえた上で、PDCAサイクルを構築・活用して、実効性を高めてほしいといった内容を追記しているところでございます。

最後でございますが、新旧でいきますと、3ページでございます。

こちらも文言関係でございますが、現行、取締役会長とCEOの職務分離のところでございますが、ここの「取締役会長」という表現を「取締役会議長」に修正をさせていただきたいと思っております。

国内株式における議決権行使ガイドラインの改正内容は以上でございます。

また、外国株式のガイドラインでございますが、改正内容は国内株式と全く同様でございますので、説明は省略させていただきます。

議事3、4、併せまして、私から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、ただいまの2つの説明について、ご質問とかご意見がありましたら、お願いします。

蜂須賀委員。

○蜂須賀委員 ほかの公的年金との連携について、いろいろやられていると思うのですが、その辺で効率性が増しているとか、効果が増しているとか、そういう感覚について、少しコメントを教えていただければなと思いますので、よろしく願いいたします。

○企画管理課 他の公的機関との連携でございますが、例えば公的年金から各運用機関に、スチュワードシップ活動の取組状況に関する調査票みたいなものを毎年送りまして、回答をいた

だいているところでございます。

このことにつきましては、運用機関から、調査票の様式があまりにもばらばらだと、運用機関にとって負担が大きいといったご意見もありましたので、公的年金、管理運用主体の間でも共有させていただきまして、一部ではありますが、例えば活動件数の集計関係のところにつきましては統一化を図るなど、多少なりとも、運用機関の負担を軽減させる取組は行ったところでございます。

○若杉座長 蜂須賀委員、今のお答えでよろしいですか。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 2点ありまして、1点目が、アセットオーナーと企業を含めたフォーラムに出られていると思いますが、そこでエンゲージメントを受ける側の企業からどういうフィードバックがあるのかについて教えてください。

2点目が、資料3のESG関連の個所なのですが、31ページから3ページしか分量がありません。地共連の取組として、コーポレートガバナンスをずっと進めてきた経緯のためか、ESGが添え物的な扱いになっているように見えます。例えばこの32ページにありますインテグレーションとして、ESG特化型として採用している4プロダクトのことを述べられていますけれども、実際は多分ご採用の株式運用機関のほとんどが、ESGインテグレーションをやっていると思います。

現在取り組んでいるESGの定義が、ESG特化型に集中しているようになっていますのですが、もう少し広げて再定義したほうが良いではないかと思えます。

このESG特化型の採用というアプローチは、正面切ってESGというテーマがリターンにプラスの影響を与えるよう取り組むという意味で潔いと言えます。しかし、パフォーマンスが悪いと、プログラムの存続自身が難しくなる可能性を孕んでいます。ESGは短期的に取り組むべき議題ではないと思うので、短期のパフォーマンスに影響を受け過ぎないように仕組みを変えたほうが良いかなと考えております。

後半が長くなりましたが、前半のほう教えていただければと思います。

○企画管理課 まず、前段のところにつきまして、私からお答えさせていただきます。

企業・アセットオーナーフォーラムは、半年に1回ぐらい開催されておまして、企業から見たスチュワードシップ活動の取組状況はどうだと、具体的には、実際、企業と対話を行っている運用機関に対してどう思っているかについてのご意見は拝聴しております。

その中で出てきた事例といたしましては、スチュワードシップ・コードが策定されたことに

よって、運用機関はそれなりに努力してはいるけれども、企業から見るとまだ不十分な事例がある。例えば、まだ短期的な思考で見られているのではないかとか、財務状況など企業の状況等をよく把握しない中で対話を行っているのではないかと、ちょっと不平といいますか、そういった点があることは、アセットオーナーの方にも理解してもらいたいなみたいなことは、その場では上がったところでございます。

○若杉座長 スチュワードシップ・コードができたおかげで、投資家からの要望やアドバイスがあるので、経営がどんどん変わっているとか、積極的に経営改革を進められるようになったとか、企業側からポジティブな反応や感謝の意見などはありますか。

○企画管理課 感謝という言い方までは伺っていないのですが、スチュワードシップ・コードができたことによって、企業側から何か運用機関に対話を行う際に、とっかかりではないですが、やりやすくなったといったことは聞いたことはございます。

○若杉座長 企業の中堅の人たちから、自分たちがトップに何か言っても、なかなか聞いてもらえないけれど、機関投資家から言ってもらえるので、トップが積極的に対応するようになったとか、言ってもらえるとうれしいんですね。

○企画管理課 そういった話は伺っております。確かに、内部から社長とかトップに上申しても、なかなか耳を傾けてくれなかったものでも、運用機関を通じて、同じことを言ってもらくと、全然そこの反応は違ってくることは伺っております。

○若杉座長 機関投資家が、こうやって一生懸命やっているのですから、何かポジティブな反応がほしいなと思っていました。実際、そういうレスポンスは感じられるわけですね。

○企画管理課 はい。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 詳細な資料とご説明をありがとうございます。

これ、もともと本来の目的である企業価値の向上とか持続的成長を考えると、何も国内株式だけではなくて、世界の株式にも広げられたら良いのではないのでしょうか。ガイドラインは外国株式についてもありますが、今のESGのプロダクトは、国内株に集中しており、例えば新興国株式などは、こういうところの取組余地が非常に大きいと思います。今後の展望というのか、現在の状況はまだ発展途上で、そういったところにも広げることがおありなのかどうか、そういったところをお聞かせいただけないでしょうか。

○椋田資金運用部長 ご質問ありがとうございます。

今後のESG投資にかかる展望でございますけれども、確かに今現在、仰るとおり、国内株式4プロダクトについてESGを採用させていただいております。今後さらにほかの資産に対しても広げていく選択肢もあろうかと思うのですけれども、それにつきましては、今マネジャー・エントリーなどもしておりますので、そういったところで、例えば良いプロダクトがあったときに採用していくとか、先ほど喜多委員からでもご示唆がありましたように、そのESG、インテグレーションについて、今既存のプロダクトについても、例えばヒアリング等を通じて、どういうことをしているのかを確かめていくとか、それにつきましては、外株、国内株、どちらもできるかと思っておりますので、そういったところを取り組んでいければと考えております。

○若杉座長 ほかにかがですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 高山委員がおられないので、代わりに聞く部分もあります。一つは、議決権行使に関しまして、外部の助言会社を使うことに対して、何らかの対応、意見、そういうものを連合会としても持っていただけるのかどうか、それを運用機関に伝えられているのかどうか、そのあたりをお聞かせいただきたいと思っております。

また、この報告書にもあったと思いますが、エンゲージメントの定義に関しますが、単に企業と話をすることがエンゲージメントだという運用機関から、もうちょっと具体的に経営に対する議論をすることがエンゲージメントだとか、運用機関によってやり方か思いが違うと思っております。この点に関して、今後何らかの具体的な指針というか、こういうことをやってもらったほうが良いんだと言われようとしているのかどうか。これが2点目です。

3点目は、議決権行使のガイドラインにあったように、エンゲージメントに基づいて議決権行使をやるほうが望ましい、それをやってほしいという書きぶりに今回なったわけですが、それをやろうとすると、これはフォローアップ会議でも私の意見として言ったのですが、TOPIX連動型であれば、2,000社とか、そういう数が入っている場合が多いと思えるので、その2,000社に対してエンゲージメントをしろと言っているのかどうか。その数はかなり難しいと思うのですよね。運用機関が対応できるのは最大でも500社とかそのぐらいだと私は理解しております。この点、今後どういうふう考えられるのか。以上の3点に関しまして、連合会の今のスタンスを聞かせていただきたいと思っております。

○企画管理課 分かりました。

まず、1点目の議決権行使助言会社の活用関係でございますが、実際、一部の運用機関においては、助言会社の推奨結果に基づいた上で議決権を行使していることは承知しております。

ただあくまで、助言会社が賛成・反対の判断をする前提として、我々の議決権行使ガイドラインに沿った形で行われていることを確認しております。

また、実際ガイドラインを踏まえた上で助言会社が賛成なり反対を推奨したとしても、その内容は最終的に妥当かどうかについては、運用機関において検証することを联合会からは求めているところでございます。

あと、3点目でございますが、ご指摘のとおり、確かに、2,000社全てに対してエンゲージメントを行うのは実際難しいところでございます。運用機関においても、一定の方法に従った上で、ある程度絞った形でエンゲージメントを行うというのは、若干、やむを得ない点もあるかと思えます。全社できるのであれば漏れなくやっていただけるとありがたいのですが、そこは実態に応じた形でやっていただければと思っているところでございます。

○椋田資金運用部長 2点目について、お答えをさせていただきます。

エンゲージメントについて、地共連から、何かしら考えを出さないのかというご質問であったかと思っているんですけども、このエンゲージメントについては、現在、地共連では重視する基本的な事項について、全運用機関を集めて説明会等におきまして、我々の考え方を直接お伝えさせていただいているところでございます。

そのような形で、今現在、我々の求める企業像はこういうものなんだとお伝えさせていただいておりまして、実際、具体的に一つ何か規定を作るかというところまではなかなか難しい、至らないかなと考えているんですけども、そういった機会などを通じて、しっかりと考え方を伝えてまいりたいと思っております。

○若杉座長 私の個人的な意見ですが、地共済の各組合のことを考えると、エンゲージメントでどういうことを聞いたら良いかなどチェックリストを作ると、非常に役に立つと思うのですが、それは難しいですか。

○企画管理課 そうですね、少なくとも、先ほどの活動報告の中の資料集の最後の46ページにおいて、運用機関のステュワードシップ活動の取組、議決権行使だったり、エンゲージメントも含むところでございますが、どういった内容について調査といたしますか、確認するかの質問票につきましては、各組合においても共有をさせていただいております。

聞くとところによりますと、各組合も联合会の質問票を参考にしながら、それぞれエンゲージメントも含めた上でのステュワードシップ活動の取組状況を確認しているといった状況でございます。

○若杉座長 あと、ESGというときに、ESGが良いから投資のパフォーマンスが良いのか、

あるいは業績が良いから企業がESGを一生懸命やるのか、その辺の関係について、連合会としてきちんと整理して捉えておくのが良いと思うのですがいかがですか。必ずしも論理的な検証は難しいので単なる信条になるかも知れませんが、それはそれで良いと思います。いかがですか。

○椋田資金運用部長　そうですね、今現在、採用させていただいております4プロダクトについて、こちらの報告書にも少し書かせていただいているんですけども、今回、短くて33ページのところでしかないんですけども、実際になかなか、ESG評価だけではなく、現在、株価評価を含んだ運用を行っているところでもございまして、純粋なESGによる効果が抽出するのがなかなか難しいというか、一概に言えない状況になっております。現在のそういった、採用しているプロダクトがどのような形でこのESG効果を抽出していけるかどうか、こういったことを一緒に、いろいろと話を聞きながら、我々でも確認作業を進めていければ良いなど考えているところでもございます。

○若杉座長　佐藤委員、具体的に運用していて、運用者としてその辺、どういうふうに認識していますか。

○佐藤委員　先ほど申し上げた持続的成長とか企業価値を高めるためには、当然なされているべきことのファクターの一つと考えており、また運用の観点から、もちろんパフォーマンスが出ないと困りますので、短期である必要はないんですけども、長期的には企業価値が高められるのであれば、パフォーマンスも出ますよね、という考えです。

○若杉座長　投資家はESGをちゃんとやっていけば良い企業だと認識して、評価を高めるということですか。

○佐藤委員　その部分は運用機関にお任せはしていますが、そういう企業をきちんと選んで運用していれば、結果がついてくるでしょうと、という考えでやっております。

従いまして、先ほど申し上げた新興国は、もう少し即効的な高い付加価値が認められるかなというところでお聞きした次第でございます。

○若杉座長　ほかによろしいですか。

ところで、議決権行使の件で、文章を少し直したほうが良いと思われる箇所に気が付きました。議決権行使ガイドラインの1ページ目で、総則の2、運用のところの下線の部分がありますが、そこで「受託者は、ガイドラインの趣旨を理解した上で、投資先企業の状況を把握せず一律に行使を行うのではなく」という文章は誤解を招くように思います。「投資先企業の状況を把握せず一律に行使を行うのではなく、ガイドラインの趣旨を理解した上で」という語順に

したほうが意味をとりやすいと思います。いかがでしょうか。そのように修正することに関してご意見はありませんか。

ご賛同をいただいているようですので、そのように変えさせていただきます。

ほかはいかがですか。

それでは、議論が尽きたようですので、議事4につきましてはご了承いただきましたので、議事4の、改正内容を議事3、平成30年度スチュワードシップ活動の報告に落とし込み、ホームページに公表させていただきます。

なお、議事3の修正の細部につきましては、私にお任せいただければと思いますが、よろしいでしょうか。

あと、議決権行使のガイドラインについても、万一、小さな修正等の必要がありましたらお任せいただきたいと思います。

どうもありがとうございました。

それでは、次の議事5ですが、平成31年度の運用方針の説明を、寺岡総括投資専門員よりお願いいたします。

○寺岡総括投資専門員 それでは、資料5をご覧ください。

来年度の運用方針、資産配分についての運用方針でございます。

最初に、1ページ目で運用方針の結論を書いております。まず、最初の段落でございますが、足もとの構成割合でございます。これは中段の右側のところに3月13日時点での推計、3月末のところはこのぐらいになるかなということでございますが、1・2階、旧3階については、ほぼほぼ、基本ポートに近いところの数値となっております。

それから、本文に戻りまして、2つ目の段落でございますが、経済および市場環境の見通しでございます。世界経済につきましては、景気サイクルの拡大期の終盤を迎えている認識でございます。欧州や中国で景気が減速する中、米国でも減税効果の剥落などから次第に減速する見込みですが、良好な雇用環境がございますので、成長は持続する見込みでございます。米中を中心とした世界貿易摩擦がございますので、景気を下振れさせるリスクがあると考えてございます。

物価につきましては、日米欧で、伸びは抑えられる見込みでございます。

こういった状況でございますので、日米欧の金融政策につきましては、景気や不安定な市場動向に配慮した柔軟な対応が想定されると考えてございます。

また、引き続きではございますが、米政権運営の不透明感、英国をはじめとして欧州の政治

不安、中東情勢など地政学的リスク、中国の景気失速リスクなど、市場は先行き不透明な展開から、ボラティリティの高い状況が続く見込みとしてございます。

こうした見通しを踏まえまして、平成31年度の計画ポートフォリオにつきましては、レンジで決めてございますけれども、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式ともに、中立のレンジとしたいと考えてございます。

レンジの区切りにつきましては、平成30年度同様でございます。中段に表がございましてけれども、それぞれの資産につきましては、基本ポートフォリオから外国債券を除きまして、±3%のレンジ、外国債券につきましては±2%のレンジと考えてございます。

表の下に書いてございますが、このレンジの中での推定トラッキングエラーの範囲を想定してございますけれども、おおよそゼロから0.7%の間で推移するというところでございます。これは平成30年度当初の想定と同じでございます。

なお、足もとの推定トラッキングエラーの数値でございますが、基本ポートに近い状態で、厚年で0.09%、経過で0.13%となっております。

めくっていただきまして、2ページでございますが、こちらにつきましては、今申し上げました経済環境の見通しにつきまして、基本シナリオを書いてございます。文章で長々と書いてございますので、かいつまんでご案内したいと思います。

国内景気につきましては、消費増税の影響等ございますが、個人消費は良好な雇用環境で底堅い状況を見込んでございます。外需の減速等認められますけれども、総じていいますと、緩やかですけれども、景気は回復するであろうと考えてございます。物価につきましては、プラス圏で推移することを見込んでございますが、日銀の目標は達成できない見込みでございます。

国内金利につきましては、日銀がしばらくは現行の政策を続ける見込みでございますので、概ね足もとの状況と同じような横ばい圏での推移を考えてございます。

国内株式につきましては、世界経済については減速するものの拡大基調が続くということでございますので、企業業績について、緩やかな改善を見込んでございます。バリュエーションにつきましても、それほど割高ではないということでございますので、緩やかな上昇を見込んでございます。

一方、リスクにつきましては、日米の通商交渉の問題とか、世界経済の減速ですとか、円高のリスク等については考慮すべきと考えてございます。

続いて、海外でございます。米国につきましては、外需、多国籍企業につきましては減速が考えられますが、内需中心のサービス業は堅調な維持を見込んでございます。景気の減速は緩

やかになると考えてございます。物価の伸びにつきましても抑えられる見込みでございます。リスクとしましては、引き続き政権運営と考えてございます。

欧州につきましては、不安定な金融情勢ですとか、輸出や投資が伸び悩んでございますので、減速のペースは、米国よりはきついかたと見てございます。引き続き、欧州については政治不安がリスクと考えてございます。

中国につきましては、米中貿易摩擦の影響で、輸出の下振れ等が強まってございますけれども、既に中国当局が景気安定のための減税ですとか、インフラ投資などに加え、金融緩和策を打ち出しておりますので、減速は緩やかになると考えてございます。

外国の金利につきましては、物価が落ちている中、金融政策につきましては慎重な対応を見込んでおりますので、米国についてはレンジ内の推移を見込んでございます。

続いて、次の3ページでございます。

欧州につきましても、米国同様に、低位で推移すると考えてございます。

外国の株式でございます。米国につきましては、減税効果がなくなりますので、企業業績の改善基調の鈍化が見込まれますが、改善基調は続くと考えてございますので、緩やかな上昇を見込んでおります。ただし、バリュエーション面では、若干の割高感は消えていない状況と考えてございます。

リスクとしましては、米中摩擦の激化ですとか、夏場に迎えると思われる債務上限の引き上げ問題ですとか、来年度の予算審議など、政権運営が混乱すること、中国の景気失速、欧州の政治経済の混乱などが下振れリスクになると考えてございます。

米国と比べると欧州の景気回復は緩やかにとどまりますので、欧州株の上値は若干重いかたと考えてございます。

為替につきましては、ドル円は、既にFRBが利上げへの慎重姿勢を示すなどしてございますので、円高の圧力がかかりやすいと考えてございますが、日本との対比では景況感につきましてはドルが優位と考えてございます。円高リスクとしましては、日米の通商交渉でのドル高是正スタンスですとか、リスク回避の円買いという部分がリスクとして考えてございます。

ユーロにつきましては、FRBが利上げの慎重姿勢を示してございますが、逆にECBも金融緩和を長期化してございますので、レンジ内の推移を見込んでございます。

最後に、原油でございますが、世界景気が減速するわけでございますが、協調減産などがございまして、横ばい推移を考えてございます。

(2) で、基本シナリオに対しますリスクを書いております。

昨年度以上に下振れリスクが多くなってございます。特に貿易摩擦の問題、政権運営、欧州、特に英国のブレグジットの交渉の決裂、大陸欧州の政治不安、それから中国の問題というところを掲げてございます。

一方、上振れリスクにつきましては、貿易摩擦のところが緩和し、懸念材料がなくなるということでございます。なかなか上振れリスクにつきましては少ない状況でございます。

以上が平成31年度の計画、及びその背景となります、見通しでございます。

4ページ以降でございます。

こちら平成30年度の振り返りを載せてございます。文章で長々と書いてございますが、先月のところで、1月までの状況をお伝えしてございますが、2月につきましても、株式市場の戻りということでございます。一番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2月まで通しますと、複合ベンチマークで1.56%のプラスでございます。今年度につきましては、2月までですと、国内株式のみがマイナスでございまして、他の資産はプラスになっている状況でございます。

ページめくっていただいて、5ページでございます。

(2)のところで、当初の見通しについての振り返りをしてございますが、これも先月申し上げたところと同じでございます。景気の見通しにつきましては大きなぶれはなかったと考えてございますが、金融市場の大きな変動につきましては想定外に大きかったと考えてございます。

次の6ページをご覧ください。

ベンチマークの収益率を2月までで見ますと、内外株式に大きな格差がついたことが、かなり想定外であったというところがございます。

続きまして、4の投資行動の振り返りでございます。2月につきましては特段、投資行動は行ってございません。

ページ、移っていただきまして、構成割合でございます。

構成割合につきましては先ほど申し上げましたとおり、ほぼ足もとにつきましては基本ポートに近い数値になっている状況でございます。

7ページの下(2)のリスク量の推移でございますが、概ねは当初想定しましたゼロから0.7%の範囲内の、概ね低いところで推移した状況でございました。

最後のページでございます。

今年度の資産配分効果でございます。下の表のところをご覧ください。1・2階の年度のと

ころをご覧ください。2月末でございますと、資産配分効果につきましてはマイナス0.48%になってございます。年度を通して見ますと、特に内外株式が大きなマイナスになってございます。年度前半につきましては、外国株式のアンダーウェイトのマイナス寄与が大きくなってございます。それから、10月に大きく株価が下落した際に、国内株式のオーバーウェイトになっており、10-12月では、特に10月でございますが、国内株式のマイナス寄与が大きくなっている状況でございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

よろしく願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまのご説明につきまして、ご意見やご質問がありましたら、どうぞお願いします。

いかがですか。よろしいですか。

それでは、この議事5については以上としたいと思います。資料を回収しますので、よろしくをお願いします。

以上で、平成31年度の運用方針につきましては、以上といたします。

次に、議事6のオルタナティブ資産への投資状況についての説明を山縣総括投資専門員よりお願いいたします。

○山縣総括投資専門員 それでは、右肩資料6をご覧ください。

オルタナティブ資産への投資状況について、ご説明いたします。

枠の中に概要を記載しております。最初の丸はマネジャー・エントリーのエントリー件数についてです。平成31年2月末までに累計で157件のエントリーがありました。

2番目の丸は、プロダクトの採用実績です。採用は2月末までに累計で17プロダクト、コミットメント金額は900億円、残高は1月末で557億円となっております。1・2階に占める割合は上限5%に対しまして、コミットメントベースで0.82%、残高ベースで0.50%となっております。

3番目の丸は、平成30年度のコミットメント実績です。平成30年度は2月末までで8件、380億円のコミットメント枠を増やしました。

最後の丸は、投資済プロダクトのモニタリングについてです。投資済プロダクトにつきましては、時価と収益状況を毎月1回把握し、定期的にモニタリングを実施しておりまして、全プロダクトについて、期待リターンやリスク等について、当初想定していなかった問題が発生し

ていないことを確認しております。

1、マネジャー・エントリーです。マネジャー・エントリー制とはというところで、制度の仕組みについて改めて記載しております。マネジャー・エントリーは締め切りがありませんので、運用機関はいつでもエントリーが可能であること、そして、地共連がエントリーされたプロダクトを随時評価、選定を行う制度であることをこちらに記載しております。

(1) エントリー状況です。平成27年度からのエントリー件数の推移は表1-1のとおりでございます。昨年の委員会でエントリー状況をご報告した際に、プライベート・デットのエントリー件数が4件、バンクローンが0件で、件数が少ないのではないかと、エントリー件数を増やすための工夫をすべきではないかとご指摘をいただきましたが、先月末時点では表に記載のとおり、それぞれ10件、16件となっております。

ページをおめくりいただきまして、2ページの(2)エントリー促進のための活動をご覧ください。

ここでは、地共連のマネジャー・エントリー制度の周知を高め、エントリー件数を増やすために、今年度行った施策について記載しております。

表1-2をご覧ください。共済資金運用セミナーという主要な運用機関が集まるセミナーがございまして、今年度は6月と11月の二度、この場で運用機関に対してエントリーを促しました。中央の行ですが、10月にホームページに留意事項を掲載しまして、地共連がどのようなプロダクトを志向しているかを分かりやすく説明しております。

実際の掲載文書が次の3ページでございます。地共連によるオルタナティブ投資の目的と投資対象について説明し、地共連の投資方針に適合したプロダクトのエントリーを促しております。

ページをおめくりいただきまして、4ページの2、投資状況をご覧ください。

(1) 残高等推移で、表が2つありますけれども、上の表2-1が投資を決定したコミットメントの件数と残高、下の表2-2が実際に投資資金を払い込んだ件数と残高でして、表2-2の残高は時価で表示しております。

まず、上の表2-1のコミットメントですが、中央の列、平成29年度末をご覧ください。下から2行目が合計でして、平成29年度末は12件、548億円、その右側の列、平成31年1月末では17件、900億円となっており、5件、約350億円の増加となっております。

それから、下の表2-2ですが、こちらが実際の残高で、中央の列、平成29年度末の残高は下から2行目、11件、460億円、平成31年1月末は12件、557億円となっており、実際の残高は

1件、約100億円の増加となっております。

コミットメントと実際の残高の乖離が大きくなっておりますけれども、この原因は、キャピタル・コール形式のファンドにコミットしたこともありますけれども、投資家の資金がオルタナティブのファンドに流入する一方、ファンドによる資産取得が資金流入に追いついていない状況を表しております。

5ページ、(2)投資活動をご覧ください。

①新規採用です。表2-3は、昨年3月の委員会でオルタナティブの投資状況をご報告以降に採用を決定した7プロダクトです。海外不動産2件、国内インフラ1件、海外インフラ1件、国内プライベート・エクイティ1件、海外プライベート・エクイティ1件、海外プライベート・デット1件のプロダクトを採用いたしました。

各プロダクトの詳細につきましては、後ろの8ページ、A3の参考1に記載しております。表2-3の一番左の列、6番から始まっている各プロダクトのナンバーは、後ろの参考1のナンバーと対応しております。

②の追加投資ですけれども、今年度は投資済プロダクトへの追加投資も行いました。

ページをおめくりいただきまして、6ページの表2-4のとおり、国内不動産で野村アセット・マネジメントのプロダクト、海外不動産でUBSアセット・マネジメントのプロダクトに、それぞれ 億円と 億円を追加いたしました。

③償還、今年度は海外インフラ1プロダクトについて償還を実施いたしました。このファンドは20年の運用実績があつて、パフォーマンスは良好でしたが、実質的運用機関が変更になりまして、それに伴ってファンドの運用方針も変わりました。運用受託機関である から地共連に対して償還の推奨がありまして、これを受けて償還することといたしました。

次に3番、投資状況の管理でございます。投資済みプロダクトの管理につきましては、時価及び収益状況を毎月1回把握しておりまして、また、伝統的資産と異なるリスクもございましたので、ページをおめくりいただきまして、7ページに記載のチェック項目等を中心に、定期的にモニタリングを実施しておりまして、各プロダクトについて、期待リターンやリスク等について、想定外の問題が発生していないことを確認しております。

次に8ページ、A3の参考1ですけれども、こちらがこれまでに採用したプロダクトの一覧でございます。

パフォーマンス実績につきましては、一番右側の3列をご覧ください。平成28年度からの円ベースの収益率を記載しております。ところどころマイナスになっているものがございませ

れども、その要因は為替か、あるいは現時点では投資が十分に進んでいないために費用が吸収できていないかのいずれかであって、リターンがあらかじめ想定していたものと異なっているものではございません。

それから、最後のページの、参考2がポートフォリオの状況です。

左側の2つがオルタナ全体で、コミットメントベースで表示しております。右側の3列が各資産で、残高ベースの割合をお示ししております。

ご説明は以上です。

よろしく願いいたします。

○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、ご質問等がありましたらお願いいたします。

蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 2点あるんですけども、一つは、オルタナ全体のポートフォリオの状況で、今この不動産、インフラ、プライベート・エクイティというバランスについては、このウェイトが一番良い感じでやっておられるのか、それともプロダクトが良いものがないので、結果的にこういうふうになっているかというところの感を教えていただきたいのと、あと、最初のページのエントリーのところの不動産、インフラは、不動産とインフラでウェイトはどっちが多いのかな、どういうウェイトなのかなというのを教えていただければと思います。

あと、なかなか今、運用が難しい状況の中で、採用プロダクトが増えていかない状況で、そのところは、特にそんなにご無理する必要はないと思うのですが、一方で、採用数が増えてくると管理もなかなか大変だということもあって、今はそこまでいっていない状況だと思うのですが、ファンド・オブ・ファンズ的なものを採用するとか、一方で目的とかいろいろあるので、なかなかそれに合った形でやってもらうことが難しいとしたら、何かセパレートアカウントみたいなのを使うとか、そういうこともあると思うのですが、そこら辺、今の時点でどういう方針でやられているかを教えていただければと思います。

○山縣総括投資専門員 ありがとうございます。

まず、最初のポートフォリオのバランスでございますけれども、各資産種別、セクター、地域等のポートフォリオにつきましては、長期的な観点で大まかなイメージを持っておりますけれども、現状ではまだポートフォリオ構築の途上段階でございますので、必ずしも十分な分散が効いていないと考えております。

例えば、国内インフラが良い例ですけれども、まだプロダクトの採用実績が一つで、実際に

投資している先が2件、今月3件目がようやく決まった段階でございます。従いまして、現状ではほとんど分散が効いていませんけれども、長期的に見て、他の資産種別ともうまくバランスするよう構築を進めていきたいと考えております。

それから、2番目の不動産とインフラの内訳の数字ですが、正確な数字が今、手元にございませんが、不動産とインフラでほぼ半々になっております。

3番目の、プロダクトの数が増えていることにつきましては、現在シングルファンドは17プロダクトで、手続中のものもありますので、今後更に増えていくと思います。プロダクト数の増加を抑制しつつ残高を増やしていく方法として、まず一つは、先ほど申し上げました追加投資の活用です。既にファンドの中身が非常によく分かっておりますので、追加投資が可能な形態については、追加投資によってプロダクト数を増やさずに金額を増やしていくことを検討していきます。また、ご指摘のファンド・オブ・ファンズにつきましては、今回新たに採用した海外プライベート・エクイティが、セカンダリー戦略なのでファンド・オブ・ファンズの形態になっておりまして、1プロダクトで高度に分散が効いております。既に実績がありますので、今後も組み入れを検討していきたいと思っています。

それから、SMAにつきましても、今後、海外のプライベート・エクイティを中心に検討を進めていきたいと考えております。

以上です。

○若杉座長 蜂須賀委員、よろしいですか。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 今の蜂須賀委員のご質問とも少し関連してくるんですが、オルタナティブ投資全体として上限は5%なんですけれども、現状のそのエントリー件数の推移等を考えると、短期、中期5年くらい先まで考えても、上限に達するのは現実的じゃないと思います。向こう3年から5年くらいの間を考えたときに、内部のリスク管理体制等を踏まえたときに、投資案件数、運用資産残高について、具体的な目標値があれば教えていただきたいと思います。

○山縣総括投資専門員 まず、残高につきましては、毎年幾ら投資するという目標金額は定めておりません。目標に替えて、昨年の3月の委員会でご報告しましたけれども、広目のレンジで目安を設定しております。実際の投資活動は、その目安の金額を無理に埋めに行くわけではなくて、どちらかというと、良いものがあればやっていくスタンスです。今年度は、投資対象を拡大するとか、それから先ほどの追加投資とか、そういった方法を中心に残高を増やしてきた、昨年度3月にご報告した目安と比べると、実績はちょっと下回っている金額でございます。

今後、中長期的に目標とする件数とか残高は、現時点では明確な数字はございませんが、目安をこのペースで引き延ばしていけば、年後、年後ぐらいで5%近くに達するのかなという、これはあくまでイメージですけれども、それぐらいです。

○若杉座長 10兆円の5%ですから、5,000億円ですね。実現は容易ではなさそうですね。機関投資家は機関投資家の間で奪い合いという状況のようですから。

ほかにいかがですか。

佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 詳細なご説明ありがとうございます。

今の物が無いところに関連してですが、世界中の投資家が似た戦略を求めていますので、競争は激しいと思うのですね、良いものを獲得するための。マネジャー・エントリーは、適正なプロセスを確立するために必要な制度だとは思いますが、オルタナティブ資産の場合には、どういう先を選んで投資をするかというところの重要度がかなり高くなります。今でも随時受け付けをすとか、柔軟性に向けては努力をしていらっしゃると思うのですが、更に柔軟的な運用を考えなければならないことが、運用資産を積み上げていく段階でどこかで出て来るのかなというところが一つ目です。今すぐ答えは出ないと思うので、お答えいただかなくても結構です。もう1点は、感想ですが、資料の2ページ目にあるエントリー促進のために行った施策でございますが、これも活動としては運用機関へのご説明が主体になっていらっしゃるかと思います。同じような競争をしている日本の投資家だけではなく、世界の投資家も含めて情報交換をされる、足で稼ぐみたいなのところも必要なんじゃないかと思うのですが、例えば投資している先に対してこういう案件をどう思うとか、彼らも長い時間をかけてオルタナの投資ポートフォリオを構築したはずですので、そういう経験を共有させていただくようなことも中期的にはもっと進められたら良い施策のように思えるんですが、その辺はいかがでございますでしょうか。

○若杉座長 これは椋田資金運用部長からで答えいただけますか。

○椋田資金運用部長 ご意見いただきまして、ありがとうございます。

仰られるとおり、現在、我々、行っている活動が、運用機関の方に向けてという形が中心になっておりまして、自分から良いプロダクト、良いファンドマネジャーなどを探しに行くところまでは至っていないところでございます。

こちらのところ、このオルタナティブ資産につけてどんどんと知見をためていく中で、今ほどいただきましたご指摘も踏まえながら、より良いプロダクトを探していくためにはどうすれ

ば良いか検討してまいりたいと思います。ありがとうございます。

○佐藤委員 ありがとうございます。

運用機関のことを決して悪く言うつもりはないのですが、やはり自分たちが売りたいプロダクトしか持ってきてくれない、人気のあるものは世界でさっとはけて、この日本に回ってくるものはどういうものかも踏まえつつ、ご検討を進めていただければと思います。

○若杉座長 2年前と3年前には、地共連は、海外の地方公務員の共済組合などの運用の状態を調査しました。それによって、いろいろな機関投資家とコネができたと思いますので、コネを活用するのが良いと思います。国内の投資機会が乏しいのですから、海外に情報網を張り巡らす必要があると思います。地共連に、ぜひグローバルな活動を拡げていただきたいと考えています。言うのは簡単で、やるのは大変だと思いますけれども。

○椋田資金運用部長 そうですね、その海外調査のときも、仰られたように、他の海外の公的年金などともお話をさせていただいたりとかもあったかと思しますので、そういったコネクションなどをなるべく使いながら、活動してまいりたいと思います。ありがとうございます。

○若杉座長 いろいろご意見を出していただきありがとうございます。

ほかにはよろしいですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 あまり焦らずにと思います。人気が殺到しているときは高値づかみになる可能性が結構あると思います。平成31年度の相場の見通しというか、運用方針にもよるんでしょうけれども、リスクが顕在化してマーケットが荒れたときに、そのときがチャンスだと思うので、エントリーされている先が、そういう価格下落時にどういうふうに行動したのか、そこら辺もきちんと調査されておいて、そのチャンスを待って、じゃ、どのファンドに投資するのかとか、そういう準備をされておいたほうが良いように思いました。感想です。

○若杉座長 山縣専門員、何かご意見がありますか。

○山縣総括投資専門員 どうもありがとうございます。

マネジャー・エントリーは、必ずしも即時に採用しなくても、良いものがあればキープしておくことも可能です。今のご意見を踏まえまして、新たにエントリーするプロダクトに限らず、キープしているものも含めて、環境を見ながら、採用の時期を検討していきたいと思います。

ありがとうございます。

○若杉座長 よろしいでしょうか。

それでは、議事6、オルタナティブ資産への投資状況については、以上といたしたいと思

ます。

最後に、その他としまして、皆さんのお手元に1枚のA4の横長の紙があるんですが、これはTOPIXの業種別の構成割合です。それと、外株のベンチマークの業種構成割合を調べていただいていたものがあります。両者には明確な違いがあるように思います。株の運用についてインプリケーションが得られることがあるだろうかということで、皆さんにお配りしました。ご意見をいただきたいと思います。いかがでしょうか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 この資料を見させていただいて、自分自身で数字をきちんと把握していたわけではないものの、大体この分布の差はイメージどおりかなと思います。そういう意味で、じゃ、どちらの市場に投資するのかというとき、それぞれのここで分類された業種の特性などを考えられて、長期の投資なので、将来性なんかを考えられて、どちらのベンチマークというか、外株なのか、内株なのか、どちらが良いのかしっかりと考えられることだと思います。特にヘルスケアが多いとか、情報技術が海外が多いとか、あとはエネルギーですか。そこをどう考えるのか、そういう見方かなと思いました。

以上です。

○若杉座長 ほかにいかがですか。竹原委員どうぞ。

○竹原委員 1点質問なんですが、TOPIXは浮動株調整されていて、もう一方の外国株式は時価加重ですよ。その部分で所有構造にどのくらい影響があるのかがちょっと気になるんですけれども。

○若杉座長 その辺はいかがですか。

○藤原総括投資専門員 こちらの資料につきましては、TOPIXの各銘柄について、それぞれに外株の業種セクターを割り当てて、単純にその外株ベースでの構成割合を出しているものでございまして、ご指摘の調整はいたしてございません。

○若杉座長 そういう資料とのこと。ラフに言うと、外株はフューチャーオリエンテッドな産業のウェイトが高い感じがします。私の印象としては、日本の産業構造は遅れているなどということですが、こういう点をアセットアロケーションにおいて考慮しなくて良いのでしょうか。皆さんご意見はいかがですか。

蜂須賀委員。

○蜂須賀委員 違いは産業構造の違いとか、どの産業に強いかをどうしても反映しちゃっているんで、そうすると、この業種は何かPERが高いとか、そういうところがいろいろあると思

いますけれども、それは最終的に調整されているので、そんなに意識をされなくても、その国の産業構造を反映しているの、良いんじゃないかなという気はいたします。

○若杉座長 産業構造の違いはすでにマーケットのバリュエーションに反映されていると言うことですね。

○蜂須賀委員 ええ、本当はもう退出しているべき企業が残っていたりとか、そういうのでこういうふうになっているとすると、それはよくないと思います。

○若杉座長 株式のバリュエーションには将来性が反映されているはずだといえればそれまでかも知れません。他にご意見はありませんか。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 個人的に最近、日本の特許のデータを分析していて、日本企業の技術競争力が高いのは業種で言えば化学だとか、精密機器です。その場合に、例えばロボットなどに関連した、精密機器だとか電子機器などは資本財のところに入ってくると思うので、日本企業の強みとして、それらが外国株式に対してオーバーウェイトしているのは、私は決して後ろ向きではなくて、国としての強みだと思います。

一方で、特許権数で見ると、やはり日本の薬品業界は、海外企業に比べると強いとは言い難いので、そういうところを考えると、ヘルスケアのところが大きくアンダーウェイトしているのは、そこは多分遅れをとっている部分でしょう。ですから、日本の経済全体の国際競争力とか技術競争力を考えてやっていくんだらうなど。逆に、違いがあるから、国際分散投資によりリスク削減ができる可能性もあるので、こうした資料を作ることで議論をスタートとすることは、今後も継続すべきでしょう。

○若杉座長 ほかにはいかがですか。

喜多委員、何かありますか。

○喜多委員 以前、エマージングのほかの国も含めて、ベンチマークの業種ウェイトの違いを確認したことがあります。すると、日本は経済規模が大きく業種が分散されている。他の多くの国と比較して、成熟した経済という印象です。

ただ、ご指摘のように、最近のG A F Aとかの伸びに対しては全然ついていけないところもありますので、これを見て、どう論じるのかということはありません。日本の業種を投資家の側から変えていくのは難しいと思いますが、せめて投資のやり方をどう変えるべきなのかという議論はすべきだと思います。

○若杉座長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 私も喜多さんと似たような意見なのですが、この外株の業種はいろいろな国の集まりなので、一個一個ばらしてみると、例えばアメリカとイギリスなどは大分違うので、要は分散なのかな、と。中国や香港は、逆に、金融のウェイトが圧倒的に多くて、よくプライベート・エクイティをやる合理性として、これをやればもう少し業種をならして中国などの成長をとれますというご説明を受けたこともあるので、分散としては、あまり（各国の）セクターにとらわれなくても良いのではないかと、あと、要は中身、TOPIXとS&P500の上位企業は、グローバル化している、自国の売りに依存している企業はあまりないと思うので、結果的に中身をちゃんと把握・選別して分散できる投資になっていけば良いのではないかと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

この表ひとつでも色々な見方ができますね。こういうデータがあるからこそ、いろんなことを考えられるので、時々、違った角度から世の中を見してみるのも大事なことだと思います。

どうぞ、竹原委員。

○竹原委員 今、この表を見ていて、それから、若杉先生のお話を聞いていて思ったんですけども、先ほど、川北先生から2,000社全部についてのエンゲージメントは無理でしょうというお話があったわけですが、例えば特定の業種だとか、エンゲージメントに重点を置くことは可能なんですか。

○若杉座長 どうですか。要するに、業種とか企業にメリハリをつけるということですね。

○竹原委員 例えば日本で遅れている分野だとか、改善を特に期待したい分野に対して集中的にエンゲージメントを強化してもらうことは可能でしょうか。

○椋田資金運用部長 我々から、そのエンゲージメントについて、どの分野をとるところまではいっていないんですけども、各運用機関においては、メリハリをつけて、例えばこの分野について特に聞いてみようであるとか、又は会社の状況で、例えばメリハリをつけながらということとはしていると伺っております。

○若杉座長 その運用機関がどういうところにメリハリをつけているか、機会がありましたら尋ねていただけますか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 エンゲージメントするときに重要なのは、その事業ポートフォリオをどう考えるのかでしょう。日本の場合、先ほどの退出の話でもないんですけども、特に一般消費者サービスが非常に多いところが気になっています。そういう業種のポートフォリオに関して何らかの議論を運用機関がやっているのかどうか、そこも一つポイントの気がしました。

○若杉座長 ありがとうございます。

いろいろなご意見が出ました。これからも折に触れて何か議論ができればと思います。

長い時間、ありがとうございました。

それでは、これもちまして、本日予定しておりました議事が全て終了いたしました。

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 ありがとうございます。

まず、資料5につきましては、冒頭に申し上げましたが、回収させていただきます。

それから、次回の日程、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確認をさせていただきます。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、以上もちまして、第30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。どうもご協力ありがとうございました。

午後 0時09分 閉会