

第15回地方公務員共済資金運用委員会

平成29年1月30日（月）

地方公務員共済組合連合会

午後9時57分 開会

○津田企画管理課長 ただいまから第15回地方公務員共済資金運用委員会を開会いたします。

本日、所用によりまして井手委員、藤沢委員はご欠席でございます。

まず、連合会の役員に人事異動がありましたので、ご紹介いたします。

理事長の岡崎でございます。

○岡崎理事長 岡崎でございます。よろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 続きまして、本日の配布資料の確認をさせていただきます。

第15回地方公務員共済資金運用委員会次第、座席表。

その次、資料1-1、28年度第2四半期の運用状況。資料1-1から1-5までございます。

続きまして、資料2。第2四半期のリスク管理状況。

続きまして、資料3。平成28年度スチュワードシップ活動の報告、活動の状況。

それから、最後に資料4、資料4-1と4-2、旧3階の基本ポートフォリオの検証について、それから資料編で4-2。

資料は以上でございますけれども、落丁・乱丁等ございませんでしょうか。よろしいでしょうか。

続きまして、第14回地方公務員共済資金運用委員会の議事録の確認を行います。

委員の先生方に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。

委員会議事録作成及び公表要領では、「議事録は、委員会の確認を得て作成するもの」とされておりますので、本日ご出席の委員各位のご了承の上、確定となります。

なお、委員の先生方とはメール等でやりとりをさせていただきまして、発言された委員のご確認の上、発言の趣旨を損なわない範囲で訂正・加筆を行っております。

議事録につきましては、こちらの内容でよろしいか伺います。よろしいでしょうか。

ありがとうございました。

それでは、第14回地方公務員共済資金運用委員会の議事録は、これで確定します。

本議事録は、委員会の開催日から7年後に公表することとしておりますので、よろしくお願いいたします。

では、議事に入らせていただきます。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。どうぞよろしくお願いいたします。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。

理事長のご挨拶はされますか。

○岡崎理事長 11月1日から板倉の後を引き継ぎまして、理事長に就任いたしました。前任者に引き続き、よろしくお願いいたしますと思います。

先生方には、私どもの運用その他につきまして、いつも大変貴重なご提言をいただいておりますので、ぜひ引き続きどうぞよろしくお願いいたします。

○若杉座長 それでは、議事に入りたいと思いますが、本日は時間が限られている中で議事がたくさんありますため、効率的な運営にご協力いただきたくお願いいたします。

本日の委員会の議事は、「平成28年度第2四半期運用状況」、「平成28年度第2四半期運用リスク管理状況」、「地方公務員共済組合連合会のスチュワードシップ活動の状況」、そして「経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオについて」の4本となっております。

初めに、内容が関連しますので、議事1「平成28年度第2四半期運用状況」と議事2「平成28年度第2四半期運用リスク管理状況」を2つあわせて取り扱います。

議事1を寺岡総括投資専門員、議事2を藤原統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、最初の議事でございますが、平成28年度第2四半期について、ご報告でございます。

資料につきましては1-1から1-5までございますが、1-1、1-3から1-4、1-5につきましては、11月25日に公表してございます。それぞれの階層の運用状況につきましての公表資料でございますので、こちらはご参考にさせていただきたいと思っております。

状況につきましては、1-1にまとめてございますので、こちらでご説明させていただきます。

地共連、地共済と右と左に分かれてございます。地共済全体につきましては、右側でご説明いたします。

7-9月期ということで少し時間がたってございますので、マーケットの状況等についてご案内申し上げます。

7-9月期につきまして、特に国内債券は、日銀が総括的な検証を行いまして、金融政策の枠組みをマイナス金利付きから長短金利操作付きに変更し、金利は上昇してございます。

内外の株式につきましては、6月の末にイギリスのEU離脱の国民投票がございまして、こちらが予想外の賛成多数ということでございまして、内外株式につきまして大幅に下落した状況でございまして、その反動が7-9月に出ているということでございます。

為替につきましても、ほぼほぼ横ばいではございますが、若干円高に進んだという状況でございました。

こういった状況でございます、地共済全体の厚生年金、退年、それから経過的長期給付の状況でございます。

まず、厚生年金をご覧ください。

時価総額でございますが、18兆8,414億円。それぞれ資産ごとの構成比は、国内債券につきましては43.98%、国内株式につきましては21.06%、外国債券につきましては11.68%、外国株式が17.27%、短期資産が6.02%でございます。

収益率でございますが、こちらにつきましては全体で1.40%でございます。これは先ほど申し上げましたとおり、内外の債券、こちらがマイナスでございますが、国内株式、外国株式が上昇してございますので、全体といたしましては1.40%のプラスでございます。

総合収益の額でございますが、2,573億円のプラスでございます。

退年は、基本ポートフォリオが全て国内債券で運用することになってございまして、金額は2,641億円。うち、国内債券が94.3%でございます。

実現収益率でございますが、0.21%でございます。

経過的長期給付は、金額が9月末で20兆4,434億円。それぞれの資産の内訳でございますが、国内債券が47.37%、国内株式が21.49%、外国債券が11.27%、外国株式が17.11%、短期資産が2.76%でございます。

時価ベースの修正総合収益率でございますが、こちらは1.56%でございます。

ここで厚生年金と同様でございますけれども、内外の債券がマイナス、内外の株式がプラスという状況でございます。

それから、ご参考でございますが、資料1-2をご覧ください。こちらは10-12月の実績の速報値が出てございます。

こちらは、収益率を見ていただきますと、ご案内のとおり、11月のアメリカの大統領選挙でトランプ候補が勝利した以降、大きく株式上昇、為替は円安に向かっているという状況でございます。

内外の金利が上がってございますので、この7-9月と同様でございますが、国内債券はマイナスの収益率、一方、為替の円安等ございますので、内外の株式、それから外国債券につきましては大幅なプラスでございます。

厚生年金でございますが、速報でございます。2カ月間でございますが、収益率は4.68%のプラス、経過的、旧3階につきましても4.66%のプラスでございます。

運用状況につきましては、以上でございます。

○藤原総括投資専門員 それでは、続きまして、平成28年度第2四半期のリスク管理の状況についてご説明いたします。

お手元の資料は、資料2をご覧ください。

こちらが地共済のいわゆる1・2階の資料でございます。

ポイントを絞ってご説明いたします。

まず、この資料、資産構成割合を示しておりますけれども、実績ポートフォリオの構成、先ほどの運用のご説明にありまして、第2四半期末、国内債券は44.0%、以下、21.1%、11.7%、17.3%です。

6月末の比較という意味で申し上げますと、国内株式が20.4%から21.1%に増えておるといのが傾向でございまして、これは旧3階も同様の傾向でございます。

基本ポートフォリオからの乖離、こちら国内債券がプラス9%、以下、マイナス3.9%、マイナス3.3%、マイナス7.7%と、いずれも許容乖離幅内の運営でございます。

先ほど申し上げましたように、国内株式、ウェイト上がっておりますので、許容乖離という意味では、国内株式は乖離縮小という傾向でございます。

資料の裏面にお移りいただきまして、こちらはポートフォリオの状況でございます。推定トラッキングエラー、いわゆる基本ポートフォリオに対する相対的なリスクの状況をお示しております。

この中で資産全体のところ、こちらの数字をご覧くださいますと、6月末が2.56%、9月末が2.28%。先ほど申し上げましたとおり、国内株式のウェイトが上がり、基本ポートフォリオとの乖離が縮小しておりますので、相対リスクは小さくなっているということが確認されております。

それから、次のページ以降は、個別の債券の、個別の資産のリスクの状況です。

3ページの一番上段のところは債券/デュレーション。国内、外国の債券をお示ししております、一番右のところの「ベンチマークとの差異」というところをご覧くださいますと、こちら9月末、国内債券がマイナス1.5年、外国債券0.02年と。国内債券のほうが、いわゆるベンチマークと比べて小さい、短い状況というのは変わっておりません。6月末と比べて、この差の状況もほぼ同じ推移となっております。

それから、その下のところ、国内債券の種別の保有状況のところをご覧くださいますと、こちら特徴的なのは、国債の保有比率が低め、地方債の保有比率がベンチマークに比べて高めという状況が続いております。この傾向も6月末とほぼ同様です。

それから、次の外国債券／通貨別保有状況のところでは。

この中では、これは外国の通貨ですので、主に金利の今後の見通しに沿ってベンチマークと比べて高い、低いが出ておまして、ユーロのところはベンチマークとの差異でございますが、マイナス1.9%ということで、ユーロは金利の先高観が弱いといえますか、低位安定ということが見込まれていますので、ベンチマークに比べてアンダーウェイトとなっている傾向、これが続いております。

さらに資料をお進みいただきまして、次の4ページからは株式の関係のリスクの状況です。

上段のところ、ベータにつきましては内外株式とも9月末のところをご覧いただきますと、ほぼ1前後ということがご確認いただけるかと存じます。

それから、その下のところ、こちらは国内株式の業種別の保有状況です。

こちらは、一番右にベンチマークとの差異をお示ししておりますが、この中では情報・通信業、小売業、サービス業、建設業等々のいわゆる内需の関連のところは保有比率が高めという状況が続いております。

それから、次のページにお進みいただきますと、こちらは外国株式の業種別の保有状況でございます。こちらでも保有比率のベンチマークとの差異をご覧いただきますと、2つ目の情報技術以降の、いわゆる内需・個人消費関連のところは保有比率が高めという状況がこちらでも続いております。

それから、その次、バリュー・アット・リスク、いわゆるトータルリスクを示している指標でございますが、こちらでも一番右のところ、基本ポートフォリオとの差異というところをご覧いただきますと、9月末でマイナス3.7%。資産構成割合のところでご説明いたしましたとおり、株式、国内株のウェイトがやや上がっていますので、このトータルリスクは増加しております。その結果、基本ポートフォリオよりは低めですけれども、その低めの度合いが小さくなっているというのが、この9月末の状況でございます。

以上が地共済1・2階の状況でございますが、次のところ、左肩に「地共済／経過」というものをご覧いただきますと、こちらは基本的に今申し上げました1・2階の状況と同じでございます。

1枚目のところ、実績ポートフォリオの構成割合をご覧いただきますと、国内債券が47.4%、以下21.5%、11.3%、17.1%。1・2階に比べますと、国内債券がやや高めという状況でありますけれども、全体的な傾向は同じです。

国内株式も、この6月末に比べて20.1%から21.5%に増えているという傾向です。

その結果、基本ポートフォリオからの乖離、こちらも許容乖離幅の運営の中で国内株式が中心線からの乖離が小さくなっているところが傾向でございます。

以下、次のページ、裏面をご覧くださいますと、推定トラッキングエラーの資産全体の数字も1・2階と同様、2.52%から2.42%に相対リスクが小さくなっております。

それから、それ以降のページにつきましては、まさに1・2階とほぼ同じの傾向でございます。

債券／デュレーションのところだけご覧くださいますと、上段のところ、国内債券の一番右ですけれども、ベンチマークとの差異は、9月末でマイナス1.74年。これは、旧3階という意味では、この傾向、ほぼ同じ水準ですけれども、1・2階よりもやや、基本ポートフォリオも国内債券が短めという傾向は続いております。

それ以降、国内債券／種別の保有状況等々、次ページの外国株式の状況は、先ほど申し上げました厚生年金1・2階の状況と同じでございますので、この場でのご説明は割愛させていただきます。

最後に左肩、「地共済／退年」、いわゆる新3階の状況をご説明いたします。

こちら、上段のところに資産状況として実績ポートフォリオ、構成割合、第2四半期末と表示しておりますけれども、こちらに記載のとおり、国内債券中心の運用となっております。

その内容は、主に地方債のところで運用されておるということが、この保有比率の内訳でご覧いただけるかと存じます。

簡単ではございますけれども、この第2四半期末のリスクの状況のご説明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いて、ご質問やご意見があったらお願いいたします。

蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 今回、金利が上昇して、債券で損失が出ているのですけれども、デュレーションがベンチマークよりも短いということで、損失は出たけれども、その損失の額が抑えられたという面があるのかどうかというところを一応確認させていただけるとありがたいです。

○寺岡総括投資専門員 それでは、私からご回答させていただきます。

先ほどご覧いただきました1-1の資料でございますけれども、地共済全体で国内債券の厚生年金のマイナスが1.16%となつてございまして、それから経過的のほうはマイナス0.77%となつてございます。これは、この7-9月のベンチマークでございますが、NOMURA-BPIベース

で見ますと、マイナス1.75%でございますので、こちらに比べますと、厚生年金もそうですが、特に旧3階につきましては大幅にデュレーションが短いところございますので、収益率のマイナス幅は抑えられているという状況でございます。

以上でございます。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにいかがですか。

川北委員、お願いします。

○川北委員 確認というか、教えていただきたいのですけれども、1・2階もそうですし、旧3階もデュレーションが6月末に比べると短くなっているのはどういう理由なのか。10年ぐらいのところまでマイナスの金利なので、そのあたりを買われているのか。もしくは、長いところの買い入れが難しかったのか。理由はいろいろと考えられると思うのですが、教えていただければと思います。

○若杉座長 これはどなたからお答えいただけますか。

○寺岡総括投資専門員 特にポートフォリオの構成は変えておりませんし、大きく投資行動をとってございませんので、その点はないと思いますが、ただ、金利が若干上がっている部分がございますので、その分でデュレーションは若干短くなるということはあるかと思えます。

それから、少し時間が経過している部分もございますものですから、もともと持っているものについても若干短くなっているかなということはございます。特に大きなことはないと考えてございます。

○若杉座長 よろしいですか。ほかにいかがですか。

特になければ、よろしいでしょうか。

どうもありがとうございました。

それでは、次の議事に移りたいと思います。

次、議事3の「地方公務員共済組合連合会のスチュワードシップ活動の状況」について、企画管理課より、説明をお願いいたします。

○企画管理課主査

お手元の資料3、平成28年度スチュワードシップ活動の報告についてご説明させていただきます。

本報告書につきましては、年度1回、前年度の議決権行使及びエンゲージメントの結果につ

きまして取りまとめ、ホームページ上に公表しておりますのでございます。

この内容は、地方公務員共済組合連合会の行使結果になっておりますが、他の組合にご紹介する観点から、本委員会にてご紹介させていただきます。

資料を1ページおめくりいただきまして、目次をご覧ください。

本資料の構成でございますが、まず「はじめに」のところでは連合会におけますスチュワードシップ活動の概要を記載させていただいております。

続いて、「議決権行使の行使状況」、「エンゲージメントの実施状況」及びこれらの「取り組みの総括」、その後連合会における「今後の取り組み」、最後に「資料集」という構成となっております。

3ページ目にお進みください。

まず、連合会のスチュワードシップ活動の概要について簡単に申し上げますと、連合会は、「組合員のために財産価値を長期的に増大させるという受託者責任」と「公的年金として社会的責任」を果たしていくという2つの観点から積極的にスチュワードシップ活動に取り組んでおり、主に国内株式につきましては、全ての資産を委託機関に運用を委託して取り組んでおることから、連合会としての考え方を「コーポレートガバナンス原則」及び「株主議決権行使ガイドライン」として運用機関に示したうえで、実施させていただいております。

また、その結果につきましては、連合会は各種報告、あるいはヒアリングにおいて適切にモニタリングし、全体として実効的なスチュワードシップ活動が果たせるように工夫をしながら取り組んでいる次第でございます。

また、平成28年度におきましては、さらにスチュワードシップ活動の実効性を高めるという目的で、外国株式につきましては、それまでは議決権行使は国内株式のみでしたけれども、平成28年4月に外国株式の議決権行使ガイドラインを制定し、28年の4月1日以降に迎えます株主総会から議決権を行使するように運用機関に指示をしたところでございます。

また、これらスチュワードシップ活動の実施状況につきましては、この報告書から抜粋したものを年度1回の運用報告書にも記載をしているところでございます。

ページをおめくりいただきまして、4ページ目にお進みください。

具体的な28年度の運用機関へのモニタリングについてご説明をいたします。

平成28年度は、4月に国内株式の運用機関全24社に対しましてスチュワードシップ活動に関する質問票を送付しております。その後、各社の回答を精査し、内容について確認すべき課題があると考えられる会社及び逆に優れた取組を行っていると思われる会社、全13社を対象と

しまして9月の末にヒアリングを実施しております。本ヒアリングにおけます着眼点としては、3点ございます。

まず、株主議決権行使につきましては、連合会の株主議決権行使に沿って各社が適切に行使を行ったかどうかというの確認です。

2点目としましては、投資先の企業が議決権行使を通じてガバナンス改善がしっかりと進んでいるかどうかといった状況の確認になります。

3点目はエンゲージメントでございますが、エンゲージメントにつきましては、日本においてはスチュワードシップ・コードの制定来、まだ3年に満たない期間ということもございますので、まずは運用受託機関におきまして、どういった形で実効性あるエンゲージメントが実施されているのかということの確認ということで、プロセスや体制、あるいは成果に着目したヒアリングを行いました。

5ページ目にお進みください。5ページ目は、議決権の行使状況についてまとめた資料です。

本年度のヒアリングでは、平成27年度の4月から平成28年の3月に決算を迎えた企業を対象としまして行使状況を確認しております。

行使を行った企業は延べ1万4,639社、議案数は延べ5万7,617件となっております。

表をご覧くださいますと、総計に合計が記載されておりますけれども、右側の反対をご覧くださいますと、5万7,617件のうち、反対を行使しましたのが1万2,677件、比率にして22.0%となっております。

反対に着目しますのは、企業のコーポレートガバナンスが改善すれば、結果として連合会の議決権行使ガイドラインに抵触するケースが減るであろうということでこちらを見ております。

さらに右側に前年度の反対比率がございまして、こちらが23.9%と28年度の公表資料からしますと、前年比で1.9%ポイント改善をしているという状況でございます。

その下の内訳をご覧くださいまして、主だった議案でございますが、最上段の「取締役会・取締役に関する議案」、こちらの反対比率は40.4%。前年が48.3%ですので、幾分大きく低下はしているものの、依然として高い比率の反対という状況になっております。

また、そこから4つ下の「資本構造に関する議案」でございますが、ちょうど「うち敵対的買収防衛策に関するもの」。こちらにつきましては、反対比率が64.9%と高くなっておりますけれども、こちらはガイドラインにおいては原則反対の姿勢を表明しておりますけれども、例外規定による賛成が35.1%あったということで、こちらもやや特徴のある結果となっております。

なお、こちらに関しては、全て厚年と経過で同様のファンドを採用しておりますことから、厚年の結果のみを記載させていただいております。

ページをおめくりいただきまして、6ページ目と7ページ目をご覧ください。こちらは、主だった議案につきましてどういった理由で反対行使が行われたのか。また、右側につきまして企業名は伏せておりますけれども、具体的な事例を参考までに例示させていただいております。

例えば、6ページ目の上段の「取締役会・取締役に関する議案」でございますけれども、社外取締役が複数名選任されていない取締役会に関する反対、あるいは独立性に問題があると判断されるような社外取締役の選任について反対をしたという事例が報告されております。

ページをおめくりいただきまして、8ページ目以降はエンゲージメントの実施状況に関する調査結果です。

エンゲージメントにつきましては、平成27年度中に国内株式の運用受託機関全24社を通じまして、延べ3,548社に対してエンゲージメントを実施しております。

実施件数は延べ9,837件、うち企業の経営トップと直接対話をした件数は2,873件で、全体に対しては29.2%となっております。

主な内訳は、表と円グラフで示しております。最も大きな比重を占めますのが、「経営戦略に関する対話」で53.1%、以下、「コーポレートガバナンスの改善に関する対応」が15.6%、「自社株買いや配当政策等、資本政策に関する対話」が同15.6%と続いております。

9ページにお進みいただきまして、こちらは各運用機関におけますエンゲージメントの実施プロセス及び体制について調査をした結果です。

上段2つのグラフですが、まず左側につきましては対話先企業の選定及び対話内容の決定を各運用機関において、どういった立場の人間が行っているのか。右側については、実際のエンゲージメントの進捗状況について、どの立場の人間がモニタリングを行っているのかという観点でヒアリングをいたしました。

こちらにつきましては、現場の運用者・アナリストが実際の決定を行っているというところとスチュワードシップ担当の専門部署にそういった権限を委ねているのですが、およそ半々という結果になっております。

ヒアリングにおきましては、このスチュワードシップ・コードの制定来、こういったスチュワードシップの専門部署を設定する動きが少しずつ広がっておりまして、徐々に担当部署と現場の分離が進んでいると確認をしております。

一方、下段でございますが、まず左側につきましては、各社におきまして、どのくらいの人

員がこのエンゲージメント活動に従事しているのかという調査でございます。

右側につきましては、どのくらいの企業に対して1年間で対話を行ったかという結果です。

こちらにつきましては、連合会が委託するマンドートを通じて実施した件数のため、マンドートの属性や企業の、運用会社の規模等にもよりますけれども、一方で対話の企業数で見れば500社以上というところもあり、どういった行為を対話と位置づけているのかといった定義の違いというものもあったと考えております。

ページをおめくりいただきまして、10ページ目をご覧ください。

10ページ目は、運用スタイルのうち、アクティブ運用とパッシブ運用の観点で、このプロセスの差異を図ったものです

まず、左側につきましては、対象企業の選定プロセスでございます。

アクティブ、パッシブとも、投資先企業の価値向上の観点で課題のある会社に対してエンゲージメントをするということは同様でございますけれども、パッシブ運用につきましては、投資対象が東証一部であれば2,000社と非常に多いことから、効率性の観点で時価総額が大きい企業、あるいは非常に課題が大きいと考える企業に効率的に、重点的に取り組んでいるという報告が上がっております。

右側の対話内容の決定につきましても、パッシブ運用では、投資先企業の価値向上に直接的に繋がるものだけではなくて、例えばE S G課題のような市場全体の底上げを図るような課題についても対話を行うと報告を受けております。

11ページ目にお進みください。

11ページ目は、エンゲージメントの課題について各社から報告を受けた具体的事例を記載させていただいております。

例えば、経営戦略に関する対話につきましては、競争力の向上に向けた対話を行った結果としまして、構造改革、あるいは研究開発投資の拡大に結びついたという事例。また、企業のガバナンス改善につきましては、取締役会の透明性の向上、あるいは運営方法の改善という事例が成果として報告をされております。

ページをおめくりいただきまして、12ページ目をお開きください。

12ページ、13ページは、総括としまして、まず報告及びヒアリングを通じて確認された事項について記載しておりますが、12ページ目は株主議決権行使についての総括となっております。

本ヒアリングの目的でありました連合会ガイドラインの遵守状況については、まず全国内株式の運用機関におきまして、連合会の議決権行使の趣旨がしっかりと理解され、また各運用会

社におけます自社のガイドラインに優先適用される形でしっかりと行使されているということを確認しております。

また、前年度につきましては、幾つかの運用会社におきまして連合会の理解がやや浅く、連合会の基準とは異なる行使がされていたケースが散見されましたけれども、そういった運用会社につきましても、今年度につきましては改善が確認をされております。

また、連合会のガイドラインの構成としまして、例えば取締役の選任に係る業績基準、あるいは社外取締役等に係る独立性の基準につきましては、企業や経営環境に関する深い知見を生かすべきという観点から、ガイドラインにやや幅を持たせた書きぶりとしております。

結果としまして、同一企業、同一議案につきましては、運用会社ごとにその賛否が分かれるという議案があることも確認しておりますけれども、そういった議案につきましては、ヒアリングにおいて、その判断理由及びその合理性について説明を求め、その内容が適切であることを確認しております。

議決権行使に関する連合会の認識としましては、先ほど申し上げましたとおり、反対比率が前年度から低下していることは企業のガバナンスの改善を示すものと前向きに評価をしております。

一方で、取締役・取締役会に関する議案につきましては、依然として反対比率が高いことから、ガバナンスの改善余地は依然としてあると考えておりますので、ここについては運用機関を通じて企業に改善を働きかけていきたいと考えております。

一方、敵対的買収防衛策につきましては、連合会のガイドラインが原則反対としていながらも、例外規定による賛成比率が依然として35.1%と高いことにつきましては、連合会ガイドラインの趣旨の理解の徹底を運用機関に再度求めていきたいと考えております。

13ページ目にお進みください。

こちらは、エンゲージメントの総括となっております。

エンゲージメントにつきましては、まずは現状の把握ということでございますけれども、連合会が国内株式の運用を委託する全ての運用機関、またアクティブやパッシブなど、全ての運用スタイルにおいてエンゲージメントが実施されていることを確認しております。

また、多くの運用機関では、エンゲージメントについて企業価値向上を促す重要な手段であるとの位置づけのもとで取り組んでいることも確認しております。

また、アクティブやパッシブなど複数のプロダクトを委託しております運用機関においては、それぞれのプロダクトの特性に応じまして、対話の内容、あるいは手法、目標期間等を相違さ

せる工夫をしているという事例も確認をしております。

一方で、実施プロセスや体制につきましては、組織の規模や投資スタイルの違いもございませうけれども、また運用機関におけますエンゲージメントの定義の違い、こういったものも反映して、かなりばらつきがあるということを認識しております。

したがいまして、連合会としましては、各社のこうした取組について前向きな評価をしつつも、引き続き各運用会社についてエンゲージメント活動の定義、体制、プロセスの充実等々、工夫を求めていきたいと考えております。

ページをお進みいただきまして、14ページ目をご覧ください。14ページ目から3ページに渡りましては、運用機関に対して、更にエンゲージメント活動、スチュワードシップ活動の実効性を高めていただく上で重要と考えられるポイントを3つに絞りまして、それぞれベストプラクティス形式で紹介をしているページです。

まず14ページ目ですけれども、1つ目の鍵としましては、スチュワードシップ活動の実施機能と監督機能の役割分担と情報連携が必要であると考えております。

連合会としましては、議決権行使判断におけます恣意性の排除や運用会社として統一的な方針の下でのスチュワードシップ活動が実効性向上に必要と考えておりますので、現場のアナリストや運用者だけではなく、専門部署を備えた体制において取り組まれることが望ましいのではないかという考え方から、好事例について4社を記載させていただいております。

15ページ目は、2点目としましてエンゲージメント活動の評価とフィードバックとしております。

こちらは、各運用会社が自ら行ったエンゲージメント活動について、自ら評価や反省をし、今後の取組の改善に生かしていただいているような事例、あるいは各社内において知見の定着を図るようなエンゲージメントや議決権行使等の教育体制の充実が図られている運用会社につきまして例示をさせていただいております。

ページをおめぐりいただきまして16ページ目は、最後3点目でございますけれども、投資判断プロセスとスチュワードシップ活動の関係でございます。

ヒアリングをしておりますと、一部の運用会社におきましては、投資判断プロセスとスチュワードシップ活動は切り離された独立の事例という回答をしているところもございました。最も連合会としましては、この両者につきましては、いずれも中長期的な企業価値の向上、ひいては投資リターン向上といった共通の目的を有する取組であると考えておりますので、両者につきましては密接な関わりがあるという認識の下で相互に発展的な取組というのを行って

ただくのが望ましいと考えまして、5社、好事例を記載させていただいております。

17ページ目にお移りいただきまして、今度は連合会におけるスチュワードシップ活動に関する「今後の取り組み」でございます。

まず1点目としましては、運用受託機関に対する効果的なモニタリングを実施していこうということで、これまでも質問票やヒアリングは実施していたわけでございますけれども、より実効性を高めていく上で形式的なものにとどまらず、取組の「質」に重点を置いたモニタリングを工夫しながらやっていくということを考えております。

2点目としまして、他の公的年金等との連携でございますが、連合会の基本方針にもございますが、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一助としまして、必要に応じて地方公務員共済の各組合、またGPIFと他の公的年金等と意見交換を行うなど、取組を行っていきたいと考えております。

3点目につきましては、既に昨年7月1日より実施しております外国株式の議決権行使を適切に実施し、また来年度の本報告において、その行使結果や行使状況を適切に公表していくということとしております。

最後は、コーポレートガバナンス原則等、連合会のスチュワードシップ活動に関する方針を法令やコード、社会情勢等の変化を考慮しながら適切に改正をしております。

ページをおめくりいただきまして、18ページ目以降は資料集となっており、スチュワードシップ活動に関する連合会の方針の抜粋、19ページ目はスチュワードシップ活動の経緯、20ページ目は昨年度運用機関に送付しております質問票の各項目ということを例示させていただいております。

以上がスチュワードシップ活動のご報告となります。

○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いて、ご意見とかご質問がありましたら。

俊野委員、どうぞ。

○俊野委員 2014年にスチュワードシップ・コードが金融庁から公表されまして、非常に短期間のうちに、ここまで運用機関と連携をとりながらスチュワードシップ活動をされているなどという印象を持ちました。

それで、先ほど投資判断プロセスとスチュワードシップ活動との関連性ということで、運用機関の中では少し別物として考えているところもあるので、関連して行ったほうがいいのではないかというご指摘があったところでございます。ところが、よく考えてみますと、運用機関

のパフォーマンス評価、ご自身のパフォーマンス評価というのは、当然いいリターンを上げるということでございます。具体的には、パッシブ運用でしたら、ベンチマークとのトラッキングエラーの最小化、それからアクティブ運用でしたら、自らのリターンのアルファの拡大ということになるかと思います。このように考えると、どうしても株式のパッシブ運用の中でのリターンの底上げという、もともとスチュワードシップ・コードの日本経済に対する活性化という目的と、パッシブ運用のトラッキングエラーの最小化という目的は、必ずしも一致しない部分があるのかなと感じます。

そういう中で、エンゲージメント活動にスタッフを40名以上割いている機関もあるということと、非常に献身的といいますか、非常にすばらしい取組だなと思っておりますけれども、運用機関のインセンティブとスチュワードシップ活動の目的が一致しないと、なかなか長続きしないのかなという印象を持っております。

例えば、エンゲージメント活動については非常に積極的で、ベストプラクティスの中にも名前が載るような状況だったけれども、運用パフォーマンスはいまいちという場合に、運用成績が重視されて高い評価が得られないということが続きますと、やはり運用パフォーマンスに集中すべきということにもなりかねません。当然のことながら、日本経済の活性化という意味では非常にいいことですが、運用機関を通じて頑張っただけということでは、なかなか長続きしないのではないかと懸念されます。

ですから、社会的には非常にいいことですが、それを長続きさせるためには、運用機関の立場に立ってインセンティブといいますか、そこら辺をもう少しご配慮いただく必要が出てくるのかなというのが感想でございます。

特にアクティブ運用機関の場合、あまりガバナンスのよくない企業を引き上げようというインセンティブはないですね。非常にガバナンスもよく、企業業績もいいところに集中して投資するというのがアクティブ運用機関のモチベーションになりますので、必ずしも東証に上場しているけれども、もう少しガバナンス頑張っただけというところについては、あまり過度に介入するインセンティブはないと思われます。その意味では、社会的な観点から行うエンゲージメントについては、別の形のインセンティブが必要ではないのかなと思います。以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかに。

どうぞ、徳島委員。

○徳島委員 以前から地共連のこの領域での取組に関しては、他の運用主体に比して進んでい

ると感じております。

例えば運用受託機関において地共連のガイドラインと当該受託機関のガイドラインが違う場合、議決権の行使内容に差をつけて議決権投票をするといったことが実施されています。今年度から外国株式において議決権行使を始めていらっしゃるかもしれませんが、外国株式の議決権行使におきましては、投資先、それから受託先、さらにカストディの差によって議決権が行使できないケースや、コストパフォーマンスが悪いので行使することが不適切と考えられるケースというのが出てきます。

どういったところに運用を受託していくのか。そして、その際に考慮する要素としてガバナンスを適切に管理されているところを評価する意味があると考えられます。先ほど俊野委員からは、ガバナンスとパフォーマンスが必ずしもリンクしないというご意見がありました。これまではおっしゃるとおりだと思っておりますが、逆にESGができていない受託機関経由で投資しないといった方向にすることがこれからは1つあるのかなと思います。

地共連が先進的にこの分野に取り組まされてきて、GPIFも近年一生懸命やっていたらしゃって、今、安倍政権の成長戦略の中でこういった方向に投資業界が進んでいます。そういうことを考えますと、運用方針の中に書いてある、ESG投資を意識して超過リターンを上げるといったことが、これまでの日本では超過リターンがあまり得られないと言われてきたものが、いわゆるウィン・ウィンの関係でヨーロッパのようにESG投資を意識して行うことによって超過リターンが獲得できるのではないかというふうに変わりつつあるのかなというのが近年の実感でございます。

そういった意味では、引き続き先進的な取組主体という形で地共連に頑張ってもらいたいと思いますし、「今後の取り組み」の中で挙げていらっしゃるかもしれませんが、他の公的年金との連携や、こういった形で報告書を毎年開示されているように、公的年金に限らず、企業年金も含めて、いい意味で運用業界を刺激してあげていただけたらと思います。

私はサポーターのつもりでございますので、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。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 私からも簡単にコメントさせていただきます。

スチュワードシップ・コードはできて3年目になりまして、現在改訂作業が進んでいます。明日第1回目の会議が開かれ、おそらく春ぐらいに改訂版が出てくると思います。

これまでの議論の経緯から見て、改訂版で強調されるポイントの1つとして、アセットオー

ナーの責任について、前のコードよりは、より期待されるような内容になることが予想されま
す。

そのような観点からすると、地共連で、今まできちんとやっていた議決権行使もそうですが、
エンゲージメントに関しても、しっかりモニタリングする体制を整えつつあるというのは、大
変結構なことだと思います。

これは、先ほどの報告にもありましたけれども、エンゲージメントの内容というのは運用機
関によって結構異なります。企業側の話聞いても、クオリティに非常にばらつきがあって、
非常に建設的な対話ができるどころと、どちらかというところ、アセットオーナーに説明するた
めのアリバイ的な内容で形式的なものに終始するところなどがあるようです。それを私たちがモ
ニタリングするのは、なかなか難しいところはあると思います。

でも、こういうことは、海外を見てもそうですけれども、時間をかけて組織内に知見、経験
を積み上げていく。あとできれば、そういったところに対するリソースも充実させるというこ
とで、中長期でモニタリングの能力を高めることが必要であると思いました。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。ほかにご意見ありますか。

どうぞ、喜多委員。

○喜多委員 以前、企業の経営者側から運用機関のアナリストで経営戦略についてまともに議
論できる人はあまりいないと伺ったことがあります。地共連として蓄積されてきた本活動の成
果を測るのに、運用機関側からの報告だけだと、都合の良いことしか入ってこないの、それ
を裏づけるものとして、企業経営者の側ともパイプを持たれて、そちらからのフィードバック
も受けられると、モニタリングの効果がより分かりやすくなると思います。

○若杉座長 ありがとうございます。ほかに。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 2点あります。1点は、これはある意味ではコマーシャルなんですけれども、
「証券アナリストジャーナル」に対話の実例シリーズ、エンゲージメントの実例シリーズを掲
載してまして、5名の、アナリスト、もしくはアセットマネジメント会社の方に、実際どう
いう活動をしているのか書いてもらっています。それが全てだとは思わないものの、1つの参
考になるので、よろしければ少し目を通していただければと思います。

2点目は、これはフォローアップ委員会でも言っていましたし、それからGPIFの評価の
ところでも言っているのですけれども、パッシブ運用に対するエンゲージメントとか議決権行

使について。TOPIXの場合は2,000社もありまして、さらに東証は上場企業数を増やそうとしている。そういう中で、本当に2,000社をとるか、TOPIXをベンチマークとしてパッシブ運用をやるべきなのかどうか。本日の報告書でもマックス500社程度ですし、それもどういったエンゲージメントをやっているのか分からない状況の中で、2,000社というのは少し多過ぎる。

それから、アメリカではS&P500が1つの大きなベンチマークになっているわけですが、その企業数は全上場企業の1割程度です。そうすると、日本で言う200社程度でいいのではないのかと思います。ただし、片方で適切なベンチマークが今のところ日本では見当たらないというのも現実ですので、公的年金でもっと適切なベンチマークをつくるように働きかけていただきたい。そうすると、パッシブに対するエンゲージメントとか議決権行使というものが効力を発揮するのではないかと。

逆に言うと、例えば、200社の新しいベンチマークができたとして、それに入らない企業にとってみれば非常に大きなダメージになるので、入るために必死に頑張ると思います。頑張らない企業は、これはもともとダメな企業です。いい企業であれば200社に入るために頑張りますので、それは一種のインセンティブになると思います。

そういう意味で、ベンチマークの企業数を絞ることは、私は大きな効果を持つと思いますし、実際のエンゲージメント活動も、繰り返しになりますけれども、きちんとできます。

この点を少し考えていただければと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにいかがですか。

どうぞ、竹原委員。

○竹原委員 5の「今後の取り組み」のところの2番目で、「他の公的年金等との連携」と書かれていますけれども、この部分で、例えばGPIFにしる、他の大手公的年金にしる、スチュワードシップ・コードとかガバナンスに関する要求もそうですし、それからモニターの状況も共通の要素が多いと思うのです。そのときに連携から一歩進んで、ガバナンス、あるいはスチュワードシップに関する開示制度について共通の様式といったものを提案することはできないのでしょうか。

できれば、その結果をさらにアカデミックの世界に公表していただけると、先ほどからの議論にも出ておりますけれども、本当にガバナンスとかスチュワードシップがパフォーマンス、

超過リターンに繋がるのかという長く議論されている問題に対して、我々アカデミックのサイドからも議論ができます。可能であれば、連携を超えたもう一段上までを将来的に考えていただければと思います。

○若杉座長 ほかによろしいですか。

一言だけ、私の個人的な考えですが、E S Gの3つを対等に言っているのが少しおかしいと思うのです。もともとガバナンスというのは、企業が業績を上げるようにマネジメントをリードするというのがガバナンスのお仕事ですから、そのことと「E」と「S」はまた全然違うことです。こうやって3つ並べて国連が言ったことで罪つくりになっていると思います。

それで、企業がきちんと利益を上げられれば、「E」にも「S」にも気が向くわけですよ。ですから、めりはりをつけないと何をやっているか分からないというのが現状ではないでしょうか。

ですから、E S Gをやっても、パフォーマンスと関係ないなどという意見が出てくるわけです。その辺を、連合会として、きちんと整理したいと考えています。

それから、さきほど俊野委員がガバナンスファンドのことを言われましたけれども、ガバナンスファンドは2つありまして、1つはガバナンスのいいところに投資すればパフォーマンスもいいはずだという考え方に基づいており、もう1つはガバナンスが悪いところはガバナンスを改善すれば業績が上がるはずだという発想によるもので、むしろ、ガバナンスが悪いところを選ぶわけです。

川北委員が言われたように、1,500社も2,000社もとてもやり切れるものじゃないわけですから、きちんとした評価基準をつくらないと効果が上がらないと思います。それには、ほかの公的年金との連携というのがとても大事だと考えています。見ていると、G P I Fは我が道を行くという感じですので、ほかの3つの公的年金だけでも手を組んでいただければというのが私の希望です。

それについて、何かありますか。

○北澤資金運用部長 いろいろご指摘いただき、ありがとうございます。今回報告をまとめるに当たって歴史もさかのぼって見たのですが、こういう委員会のお話もあり、これまでの努力もあって、地共連として、この分野についてすごく積み重ねていることを改めて認識しています。

第一義的には受託者責任、我々応えていくということがあると思いますので、そのためにスチュワードシップ活動もどのような意味があるのかというのをまた改めて考えていく時期にあ

と思っていますので、そういったことを受けとめていきたいと思っていますし、実際の活動については運用機関を通じて結果的にやりますので、効果的にスチュワードシップ活動できるようなインセンティブというのを考えていく必要があると思っています。

第一義的にはリターンでありますので、できるだけ、非常に難しいのですけれども、短期的なホライズンだけじゃなくて、将来のリターンについて、我々と運用機関でよくコミュニケーションをとって評価できることがこのことにも結びついてくるのかなと思っています。

ほかの公的年金との連携は非常に大事だと思っていて、少しずつ始めてはいるのですけれども、そのステージをできるだけ上げていくように努力していきたいと思っています。

今回、地共済の委員会でお話しさせていただいたのも、地共済の皆さん来ていただいていますけれども、地共済グループの皆さんとも手を携えてやっていきたいと思っているからでありまして、ぜひ足元の地共済でもできることをやっていければと思っています。

○若杉座長 ありがとうございます。

では、この問題はよろしいでしょうか。今年は少し積極的にこの問題をやっていければと思います。

企業の経営者の方なんかとお話しすると、「E」と「S」は受け容れる方が多いようです。つまり、社会的責任とか社会的貢献ということについてはレスポンスがいいのですが、ガバナンスについては乗り気にはなれないようです。ガバナンスというのは、業績に対するプレッシャーにはかなりませんか、経営者は「E」と「S」にだけ、関心を示します。最近はコーポレートガバナンス改革で表面上は変わってきたと思いますが、潜在意識はあまり変わらないのではないのでしょうか。

ですから、E、S、Gを単純に並べて言うと、そういう反応になってしまって、業績を上げるという観点からは効果的ではないので注意が必要だと思います。

それでは、議事4「経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオについて」、企画管理課より説明をお願いいたします。

○企画管理課係長 それでは、資料4-1と4-2を使いましてご説明させていただきます。

まず資料4-1、A4縦のものになります。経過的長期給付の基本ポートフォリオの検証についてという形になりまして、こちらでまず1ページのほうで、前回の委員会でのご議論いただいた内容を簡潔におまとめさせていただいております。

まず、1のアでございますけれども、前回の委員会におきまして、平成26年財政再計算の状況をご確認させていただきました。旧3階の国家公務員共済組合と地方公務員共済組合の合算

した積立金と経済前提の各ケースにおきましたそれぞれの収支差の現価、これを比べさせてい
ただきまして、資産額のほうが多いということ、財政上問題がないというのを皆さんで確認さ
せていただきました。

あわせて、そのときに用いました割引率につきましては運用利回りを用いているという
こと。この運用利回りにつきましては、厚生年金の平成26年の財政検証において用いたもので
ございまして、これを経済前提として私どもも使いなさいという指示に基づきましてやってい
るというのを確認させていただきました。

ウのところでございます。旧3階につきましては、閉鎖型年金ということでお話しさせてい
ただいておったところなんですけれども、超長期にわたる運用であるということ、あるいは旧
3階の給付におきましては給付額のインフレ連動があることですか、マクロ経済スライドが
あるというのを改めて確認させていただきました、こういう形の負債に対する運用といたしま
しては、株式等のインフレに対応する資産を組み入れることというものについては合理性があ
るのではなからうかというご議論をいただきました。

あわせて、こういうリスク資産を入れるに当たりまして、エのところでございますけれ
ども、超長期間で考えてみますと、金融危機とか、こういうことも発生し得るだろうと。した
がしまして、こういうのも念頭に置きながら、またあわせてリスクマネジメントが重要だ
というご意見もありまして、これに基づきましてやっていこうという形を確認させていただきました。

オのところ旧3階と厚生年金部分の関係ということで、先ほどご説明させていただいたと
ころの改めての確認でございます。下に3つ改めて記載してございますけれども、旧3階の運
用につきましては、1・2階と同様に、今後超長期にわたって運用を行うということ、あるい
は旧3階の経済前提は、厚生年金の平成26年の財政検証と同一に取り扱うということとされて
いること、あるいは年金のスライド調整等は1・2階と全く同じような形で適用されることと
いうのを確認させていただきました。

これの前の委員会のご議論を踏まえまして、ページをおめくりいただきまして2ページ目
になります。旧3階の基本ポートフォリオの検証を今回させていただいておるところござい
ます。

まず1点目、アのところ平成26年の財政再計算における前提の積立金と今回確定しました
積立金を確認しております。後ほどご案内させていただきます。

また、あわせてシミュレーションといたしまして、イのところでございますけれども、

まず（ア）で負債に見合った年金の資産が確保できているのかどうか、あるいは（イ）に記載の下振れリスクとして、積立比率が100%を下回る確率等々を確認させていただいたという形になります。

詳しいご説明につきましては、資料4-2のご説明をさせていただければと思います。A4横の資料編をご覧ください。

1ページは今ご説明させていただいたものですので、ページをおめくりいただきまして2ページ目になります。

こちらにつきましては、前回もご覧いただきました平成26年の財政検証における積立金の収支差額の数字になります。各経済ケースに基づきまして収支差額を記載してございまして、各欄の一番下にあるところが収支差額の現在価値に割り引いた姿になります。

それぞれのケースの現在価値と左上にあります経過的長期給付に係る積立金の額（時価ベース）、ケースAからEでいきますと19兆7,563億円、ケースF・Gでいきますと19兆7,494億円と。この数字とそれぞれの下の数字を前回比較させていただいて確認いただいたところでございます。

これの確定数値が右側の四角の囲みの中にございます数字になりまして、21兆6,314億円という形が確定値になりました。これの数字も先ほどの19兆円よりも金額が多くございましたので、前回の検証と結果は変わらないということで、財政上の問題がないことを確認させていただきました。

3ページ目になります。シミュレーションの前提でございますけれども、1のところでご覧いただきました負債のシミュレーションとしたケースEとケースGを前提とさせていただきまして、2のところでは現行の基本ポートフォリオの構成割合の場合、あるいは国内債券100%の基本ポートの場合という2パターンをシミュレーションさせていただきました。

また、3のところの期待リターン・リスクの前提につきましては、以下の4つの前提を用いてシミュレーションを行いました。この前提につきましては、まず長期均衡水準につきましては厚労省のほうで2024年以降定めてございますけれども、その手前のところ、これにつきましては内閣府の試算の推計というのを使得って財政検証等されましたけれども、この内閣府の前提のところの期間、これの前提を次の①から④のところを例として扱ってシミュレーションを行いました。

まず①のところにつきましては、1・2階の基本ポートの策定時の前提、②のところについて一元化時の前提、③が直近の28年7月の前提と。この①から③につきましては、全て内閣府

の経済見通しに基づくものと。これは政府の見通しに基づくものですので、これ以外のという形で④でございまして、足元のインプライドフォワードレートを用いましたシミュレーションを加えて行ってございます。

ページをおめくりいただきまして、4ページ目になります。

こちらが、それぞれの経済前提に基づきましてシミュレーションした期待リターンになります。直近のほうは経済前提のほうの数字も下がってきているということございますので、それぞれの期待リターンがそれぞれ下がってくるような状況をご確認いただければと思います。

5ページ目がリスクと関連になります。

今回の推計につきましては、1997年から2016年の過去20年のリスク相関を年次リターンをもとにつくったものでございまして、それぞれの参考1、参考2の基本ポートフォリオ策定時、一元化時もそれぞれ過去20年をとってございますので、足元の数字を入れかえただけでは、そんなに大きな数字は変更ないというのはご確認いただければと思います。

ページをおめくりいただきまして、6ページのところになります。こちらシミュレーション結果になります。

まずケースEの一番上の基本ポートフォリオ策定時のところを例にご説明させていただければと思いますけれども、こちらでいきますと期待リターン4.5%、リスク12.2%のポートフォリオになりまして、平均的な積立比率でいきますと、25年後で226.3%、50年後で1,966.2%というシミュレーション結果になりました。

あるいは積立不足になる確率といたしましては25年後、50年後、それぞれ33.0%、36.8%という数字になりました。

もう1つ、債券100%のほうのシミュレーションでいきますと、期待リターンが2.6%と低くございますので、平均的な積立比率でいきますと、25年後に102.6%、50年後の平均積立比率でいきますとゼロ%と。あるいは積立不足になる確率は52.5%、50年後ですと69.3%という形になりました。

全般的にご覧いただければと思うのですが、基本ポートフォリオで運用した場合につきましては、平均的な平均積立比率は維持できると、100%を超えるような形で維持できてございますけれども、債券100%という形になりますと期待リターンも低いという形になりまして、50年後のところは平均積立比率が100%を下回っているようなケースが多く出ているというのをご覧いただければと思います。

あわせまして、7ページ目のところになります。

こちら今ご案内させていただきましたそれぞれの基本ポートフォリオの運用利回りの数字を改めて記載してございます。

ケースEのところにつきまして、それぞれ計算したものでございますと、基本ポートフォリオの策定時、一元化時、直近という形の基本ポートフォリオの期待リターンでいきますと、4.5%、4.3%、4.1%という形になりまして、負債のほうで想定しています運用利回りが3.96%という形になりますので、これを超えていると。

一方、債券のほうでいきますと、期待リターンが先ほどの前提、それぞれ2.6%、2.3%、1.9%という形になりますので、これを下回るような状況になると。

あわせて、下方確率のほうもご確認させていただきますと、債券100%のほうで3.96%を下回る確率が高いという形になりました。

あるいは条件付き平均不足率で見えますと、例えば基本ポートフォリオ策定時の48.3%の場合の下方確率の中、それを下回る状況といたしましては9.58%という形の損の出る額が比率が出るという形になります。

ケースGにおきましても、この傾向は同じような状況になってございまして、下方確率は債券100%のほうが高いという形になりました。

ページをおめくりいただきまして、8ページ目になります。

先ほど見ていただきましたのは積立比率の状況で、負債のほうを確保できているかという形になりまして、8ページのものにつきましては短期的な下落が行われた際のどれくらい下落になるかというのをバリュエーション・アット・リスクで見たものでございます。

ケースEでいきますと、期待リターン4.5%、12.2%のリスクでいきまして、95%のバリュエーション・アット・リスクと。1年間を保有期間と見てみますと、最大の損失でいきますとマイナスの15.7%と。金額でいきますと3兆3,872億円という数字になりました。

これは、資産と負債を比べて、負債を確保した上でどれくらい足りていますか、足りていませんかというのが一番右側になりまして、負債を確保した上で一番上のケースだと3,074億円確保できているという形になってございます。

それぞれのケースをご覧いただければと思うのですけれども、基本ポートフォリオのほうでリスクは高いので、当然資産の下落の幅は大きいと。当然債券100%のほうで期待リターンは低いのでリスクも低いと。資産の下落の数字は低くなるという形になります。

しかしながら、債券100%を運用しますと、先ほど6ページでご覧いただきましたとおり、積立比率も確保できないという状況になってしまうという形になります。

9ページは参考として1点入れさせていただきました。過去のイベント時のストレステストを入れてみました。

8ページは正規分布を前提としておりますけれども、9ページは実際に過去に経験しましたイベントについてのストレス度合いというのを確認させていただきました。

この中でストレスとして一番大きかったというのが下から2段目のサブプライム、リーマンショックのころ、ご記憶あるかと思えますけれども、この資産の変動率、基本ポートフォリオを保有したとした前提で下落幅としてはマイナスの27.8%になると。そのときの資産の額、減額といたしましては6兆179億円となります。

したがって、先ほどご覧いただきました負債を確保した上でどれぐらいという形になりますと、2兆3,233億円足りないという形になります。

今は下落のところだけ見させていただきますけれども、右側のストレス事象発生後の回復期間を含めた場合といたしまして、今申し上げた左でとった期間とあわせて同じ期間を機械的にとりましたという形になりますと、例えば今ですと、2番のリーマンショックのケースでいきますと2007年、2008年をとりましたので、2009年、2010年の4年間をとってみますと、マイナスの15.0%という形になりました。

この前提でいきますと、3兆2,000億程度の減になるだろうと。あるいはその場合の資産不足で見ますと、負債を確保した上で4,510億円剰余が出るというような形のシミュレーション結果になりました。

10ページは、先ほどご案内させていただきました経済前提の金利のシナリオですので、後ほどご覧いただければと思います。

本編のほうの3ページにお戻りいただけますでしょうか。今申し上げた検証結果についておまとめしてございます。

積立比率につきましては、基本ポートフォリオにおいて、25年後及び50年後の平均とも全ての前で100%を維持できているような状況でございました。債券100%のポートフォリオにおきましては、基本ポートフォリオの策定時のケースGという場合を除きまして、平均積立比率100%を維持できていないという状況でございました。

また、基本ポートフォリオにつきましては、想定される運用利回りは達成できますけれども、国内債券100%だと、これを達成できていない。あるいは下方確率を見ますと、基本ポートフォリオの場合は50%を下回っておりますけれども、債券100%のポートフォリオの場合は、全てのケースで50%を上回っております。

あるいは積立不足になる確率といたしましては、基本ポートフォリオのほうが債券100%よりも低いと。あるいはバリュー・アット・リスクの短期的な下落というのも確認させていただいたところ、基本ポートフォリオ、債券100%ポートフォリオについては、現在で言うと、あくまでも資産が負債を上回った状況であったという形になります。

4のところをこれを受けての対応でございまして、現行の旧3階の基本ポートフォリオについては検証上問題がなかったことから、現行の基本ポートフォリオを継続するものとしたというふうにおまとめしてございます。

しかしながら、私どもの基本方針におきまして、旧3階においては新規の掛金が発生しないという閉鎖型年金であると。したがって、下振れリスクも留意しようというのをうたってございます。

したがって、これに伴う運用といたしましては具体的ところで記載してございますけれども、資産価値の下落に留意した最小分散投資などのプロダクトですとか、あるいは先ほどもありましたけれども、時価総額加重インデックスを意識しない絶対収益型の運用ですとか、あるいは時価加重インデックスではない、ほかのスマートベータですとかというのの運用ですとか、例えば私ども直接ございませぬけれども、各関係共済組合においては、組合員に対する貸付金というのがあります、これは基本的に貸し倒れがほとんどないと。なおかつ、価格の下振れもないという形になりますので、こういう資産の運用ですとか、こういうのが考えられるのではなかろうかという形でおまとめしてございます。

駆け足でございませぬけれども、ご説明は以上でございませぬ。

○若杉座長 ありがとうございます。

そういうことで、いろいろシミュレーションをやって、こうした結論になったということでございませぬ。

何か意見とかご質問とかありましたら。

俊野委員、どうぞ。

○俊野委員 旧3階につきましても、期待リターン4%とか、そこら辺を想定されているということでありませぬと、ある程度エクイティも入ってこないとならぬと達成できないだろうなと感じました。フィックスド・インカム中心だと、確実な負けを覚悟するということになりますので、1・2階並みのエクイティ中心の運用にならざるを得ないという状況は、よく理解できました。

そうしますと、下振れリスクの対応が大きな課題になってくると思います。絶対リターン型の形の運用での対応というお話もありましたが、運用規模が大きくなりますと、アルファは限

りなくゼロに近づいてきてしまいます。ベータをゼロにしますと、理論的には短期金利並みの収益しか期待できないということになりますので、アルファの追求を主眼とした下方リスクへの対応には、一定の限界があるのではないかというのが率直な印象でございます。

1・2階の運用に関しましては機動的運用ですとか、オルタナティブなど、株や債券と異なる収益の源泉を求めていくという方針が入っていたかと思います。どちらかといいますと、私の感触としては、テクニックに基づく絶対リターン型の収益を追求するということは、むしろうたわないほうがいいのかという率直な印象でございます。むしろ、異なる収益の源泉といいますか、オルタナティブ投資につきましては、1・2階と同様、採用を検討していくべきなのかと思います。むしろ、そちらのほうをまず考えていただいたほうが良いというのが1つでございます。

それと、あと地共連で10兆円規模、それから地共済グループ全体で20兆円規模の運用資産額ということでございますので、地共連としましては、地共済全体の運用ということをぜひとも目配りしていただいて、オルタナティブ投資に関しましても、地共済グループ全体での底上げというところを是非ともご配慮いただきたいというのが2つ目でございます。

どうしても不動産私募ファンドでは、ほかのタイプのスポンサーとの合同運用ということになりますと、どうしても運用目的が違うということが出てきてしまいます。地共済グループですと、同じ目的の中での運用になりますから、合同運用というのが望ましいのかなと思います。そのため、地共済グループの20兆円規模全体での最適化ということを是非ともご配慮いただきたいとお願いいたします。

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。

地共済で一緒にやると、地共済全体としてリスクが分散できないという問題はあるわけですね。

○俊野委員 それはあります。そのとおりでございます。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

結論としては1・2階と同じということになるわけです。

私から質問ですが、最後の4の対応のところ、旧3階については、下振れリスクに留意した最小分散投資や絶対収益型の運用と書いてありますが、旧3階だけについてこれをやるということですか。1・2階もやるということですか。

○北澤資金運用部長 既に1・2階でも最小分散、絶対収益型の運用はやっています、旧3階も共通でやっているのですけれども、特に、なお書きに書いてありますように、旧3階については閉鎖型年金の性格がありますので、さらに今それに加えて下振れリスクに留意した運用をする必要があるのではないかと考えています。

○若杉座長 基本ポートフォリオは同じだけれども、運用のところでいろいろ工夫をしておくと、そういうことですね。

言うまでもありませんが、4ページにある期待リターンとか、次のページのリスクと関連に基づいてこういう手法が使われているわけで、これらの数値を改善するのがガバナンスだといえます。ガバナンスによって企業の行動を変えて、リターンをもっと高めるような日本にしようということですね。

ほかによろしいですか。

では、どうもありがとうございました。本日の議事は、以上でございます。

もし、事務局から連絡がありましたらお願いします。

○津田企画管理課長 ありがとうございます。

次回でございますけれども、3月23日木曜日の9時半から開会させていただきますので、よろしく願いいたします。

また、今回の議事録につきましては、メールで先生方にご確認をお願いしたいと思います。

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15回地方公務員共済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18分 閉会