

第3回
資金運用基本問題研究会

平成24年3月9日（金）

地方公務員共済組合連合会

午前9時58分 開会

○酒巻課長 それでは定刻となりましたので、ただいまから第3回資金運用基本問題研究会を開会いたします。

最初に、本日お配りしております資料の確認をさせていただきます。お手元の資料をご覧いただければと思います。

まず、1枚紙で議事次第がございまして、その後、第2回資金運用基本問題研究会の議事録、そして資料1、その次にカラーの付属資料1、付属資料2がございまして。その後に資料2-1、2-2、2-3、「連合会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」、「敵対的買収防衛策議案に対する考え方」資料3がございまして。

続きまして、第2回研究会の議事録の確認をお願いしたいと思います。本議事録につきましては、こちらの内容でよろしいか、お伺いします。

ありがとうございました。それでは、第2回研究会の議事録はこれで確定したいと思います。本議事録は、前回研究会の開催日から7年後に公表することとしておりますので、ご了解願います。

では、以降の議事進行は若杉座長をお願いしたいと思います。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。

時間も限られておりますので、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。

本日の研究会は、基本ポートフォリオに関する議事、株主議決権行使に関する議事、新興国株式投資に関する議事の3点となっております。

最初に議事1「基本ポートフォリオの検証について」ですが、内容について事務局からご説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

○酒巻課長 それでは、議事録の次の資料1をご覧下さい。基本ポートフォリオの検証についてご説明いたします。

まず、1ページ目の「基本的な考え方」ですが、昨年度、平成22年度にも、年金に関する議論の行方が混沌としていたことなどから、基本ポートフォリオを暫定的に維持することにしたところでございます。そして現在においてもなお、今後の年金制度の抜本的な見直しの議論や公的年金の運用の議論を引き続き注視する必要があるところでございます。

また、GPIFも、厚労省からの指示によりまして、昨年度に引き続き、現在も基本ポートフォリオを暫定的に維持しているところでございます。

こうした中で、現行基本ポートフォリオにつきましては、基本運用方針の要件に照らして問

題がないかを検証いたしまして、この基本運用方針の要件に照らして問題がなければ、来年度も引き続き現行基本ポートフォリオを暫定的に維持する方向で検討したいというのが基本的な考え方でございます。

基本運用方針における基本ポートフォリオに関する記述については、下の四角の中に抜粋を掲載しております。下線を引いているところでございますが、1点目は、安全かつ効率的な方法により運用するという方針に沿っているかどうかを検証するということ、そして2点目は、総合収益の運用利回りの目標が予定運用利率を上回ること、これらについて検証するということでございます。

ページをおめくりください。2の「検証方法」についてですが、平成22年度と同様の方法により期待リターン等の再推計を行いまして、現行基本ポートフォリオについて、効率性の観点、すなわち、先ほどの基本運用方針で言う安全かつ効率的な方法により運用ということでございますが、それと期待リターン及び標準偏差の水準の観点、特に期待リターンにつきましては、先ほどの基本運用方針の予定運用利率を上回ることが重要になりますが、この2つの観点から検証を行ったところでございます。

少し詳しくご説明いたしますと、その下の「参考：検証方法の概要」にございますが、基本的には平成22年度と同様、想定運用期間を10年としまして、目標運用利回りは物価上昇率控除後の実質ベースで考えております。

期待リターン等の推計方法も、平成22年度と同様ですが、使用したデータについては更新しております。経済前提は直近の平成24年1月のデータに、また各資産の標準偏差・相関係数は平成23年12月末までのデータにそれぞれ更新いたしました。

続きまして、3の「検証結果」ですが、表の中に当連合会の現行基本ポートフォリオの構成比がございまして、これについて以下の各点から検証を行ったところです。順次ご説明いたします。

まず(1)「効率的フロンティアとの乖離」でございますけれども、現行基本ポートフォリオのリスク・リターンはほぼ効率的フロンティアの上にあると言えます。下の表に書いてございますが、細かな数字を申し上げますと、現行基本ポートフォリオの標準偏差が5.3683%、「現行基本ポートフォリオと同じ期待リターンの効率的ポートフォリオ」の標準偏差が5.3678%ということで、ほとんど差はないということです。

ページをおめくりいただきますと、3ページにその状況がグラフで書かれております。色塗り三角が現行基本ポートフォリオ、白抜き四角が「現行基本ポートフォリオと同じ期待リター

ンの効率的ポートフォリオ」を表示しておりますが、両者の距離がほとんどないということで、現行基本ポートフォリオがほとんど効率的フロンティアの上にあるというくらい、効率的フロンティアに近いところに位置しているということでございます。

また、グラフの中に白抜きの菱形が表示されておりますが、これを「最適ポート」と呼んでおります。グラフの下の※に書いてありますとおり、効率的フロンティア上の点のうち、期待リターンが財政再計算における今後10年の目標運用利回り、今回の計算の結果、1.88%になりましたけれども、この1.88%のリターンとなる効率的フロンティア上の点を「最適ポート」と呼んでおります。

その下の表に今後の運用利回りがどれだけ必要なのかが書いてありますけれども、前回の財政再計算によりますと、物価上昇率控除後の運用利回りにつきましては、一番右にあるとおり、毎年毎年少しずつ上がっていったら、2020年度以降は3.1%の運用利回りが必要という計算になっておりまして、この平均をとりまして1.88%としております。

ページをおめくりください。次に効率性の検証の2つ目ですが、(2)「シャープレシオ」でございます。

先ほど申し上げましたとおり、現行基本ポートフォリオの期待リターンが2.13%、標準偏差が5.37%でございますが、このシャープレシオが0.41でございます。先ほどご説明しました最適ポートフォリオのシャープレシオも0.41ということで、こちらと比較しましても変わらないということでございます。

次に、(3)の「期待リターンと予定運用利率との比較」でございますが、現行基本ポートフォリオの期待リターンは2.13%でありますので、先ほどお示しました今後10年間で必要とされる目標運用利回り1.88%を上回っているところです。

最後に(4)で「標準偏差の水準」を比較しております。今回の検証結果によりますと、現行基本ポートフォリオの標準偏差が5.37%でございますが、平成17年度に基本ポートフォリオを策定したときには、5.33%、また平成22年度に検証したときには5.46%でございますので、現行基本ポートフォリオの標準偏差である5.37%という水準は、現行基本ポートフォリオ策定時及び平成22年度の検証時とほぼ同水準であり、当連合会として許容できる範囲内にあるということは見えてとれるかと思えます。

以上、効率性の観点と期待リターン及び標準偏差の水準の観点から、現行基本ポートフォリオを維持したとしても、基本運用方針の要件に照らして問題はないと考えられるところでございます。

次の5ページでは、参考といたしまして、検証で用いました「各資産の期待リターン等」の数字を挙げております。

各資産の期待リターンにつきましては、経済前提から推計されたベンチマークリターンから経済前提において見込んだ物価上昇率を控除して実質値を推計しまして、各資産のパッシブの運用報酬を控除しております。

今回の検証に用いました経済前提につきましては、今年の1月24日付で公表されました内閣府の見通しとE I Uの見通しの数字を使用しております。

国内経済の見通しにつきましては、付属資料1にまとめておりますので、お手元にご用意いただければと思います。カラーの横刷りのものでございます。

まず、内閣府の国内経済見通しにつきましては、消費税の増税、具体的には2014年4月に5%から8%へ引き上げを実施し、翌2015年10月にさらに10%へ引き上げを実施するというものでございますが、この増税による駆け込み需要や反動減を考慮して予測値を算出しております。

付属資料1の3ページにGDPデフレーターを載せておりますが、内閣府の予測値につきましては下の表に書いてございまして、それを折れ線であらわしたものが上のグラフでございまして。2014年に大きく上昇しているのが増税の影響でございまして。

昨年度も同様の措置を講じておりますが、2017年以降は2016年の予測値を横ばい措置しております。それを青の点線で表しております。GDPデフレーターで言えば、2017年以降の数値は2016年の0.9と同じ値としたということでございまして。

資料1の5ページに戻っていただければと思います。一番上の表の1列目が今回再推計しました期待リターンで、2列目が前回検証時の期待リターンでございまして。両者を比較いたしますと、今回の検証に用いました期待リターンについては、短期資産と国内債券で昨年度比低下しており、国内株式、外国債券、外国株式では昨年度比上昇しております。

その要因について簡単にご説明いたします。短期資産、国内債券につきましては、内閣府見通しによりましてGDPデフレーターが平成22年度よりも大きく上昇したことを主因に、リターンが大きく低下しております。国内株式につきましては、配当利回りと1株当たり利益の成長率と株価収益率の変化率を足したものでございまして。1株当たり利益の成長率については、企業の純利益の伸びとして推計しているわけですが、純利益の伸びの計算に当たり、GDPの今後の成長率をもとにさまざまな経済指標を推計しまして、賃金、銀行借入れの利息、税金などを支払った後の利益の伸びを計算しております。今回の内閣府見通しでは、GDP成長率が上

昇した結果、純利益の伸び、すなわち1株当たり利益の成長率が上昇しましたので、期待リターンが平成22年度より上昇しております。

外国債券につきましては、比重の多くを占める米国債券の名目長期金利の上昇幅が縮小したことによるキャピタルロスの低下を主因に上昇しております。E I U予測の物価上昇率が低下したことによって名目長期金利が低下したため、価格上昇の効果がインカムリターンの減少分より大きく出たものであります。

また外国株式につきましては、配当利回りの上昇と、比重の多くを占める米国の1人当たり実質GDP成長率のE I U予測が上昇したことによる将来のEPS成長率の上昇によりまして、期待リターンは平成22年度より上昇しております。

続きまして、参考資料を幾つかご説明いたします。

ページをおめくりいただきまして、6ページは、平成22年度決算書による「各組合の財政状況」でございます。

上の表が収益から費用を差し引いた収支差でございますが、組合ごとに人口構成等が異なりますので、金額等に大きな差がございます。

その下の表は、一番右側に長期給付積立金を収支差で割ったものを書いております。こちらの数字は、あと何年で積立金がなくなるかということを表しますが、当面はまだ心配ないところでございます。一番下の総計の上の指定都市共済で23.1年とあります。指定都市共済の中では幾つか交付金を早く交付しなければならないところも出てきますが、金額は小さいので問題ないところでございます。

次の7ページの「各組合のアセットアロケーション等について」でございますが、真ん中の表をご覧ください。各組合とも将来の年金給付を踏まえた運用を行っておりまして、警察共済を除いた組合は国内債券が多めの資産配分となっております。警察共済については、右の方の貸付金、その他などが多いので、リスクの高い資産が格別多いということでもございませんが、人口構成等が他の組合と比較して若いということもあると推測されます。

この後、8ページから11ページまでは連合会の財政再計算の状況についてお示したものでございます。今回のご説明は省略させていただきまして、12ページをご覧ください。

こちらが「連合会の将来のキャッシュフロー推計」でございます。各組合への資金交付の予定も考慮して作成したものでございますが、当面は「収入ー支出」につきましてはプラスを維持する見込みでございます。

13ページ以降でございますが、「検証における期待リターン等の推計方法」についてまとめ

たものでございます。ご説明は省略させていただきます。

○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等がございましたらお願いいたします。

最初に説明がありましたように、昨年度から、大きな年金制度改革があるということで、その方向が定まらないものですから、当面、基本ポートフォリオを継続しようということですが、今年もそういうことでございます。

○浅野委員 年金制度改革が定まらないからこのままで行くつもりだというのは少し安易過ぎるような感じがします。これしかないのかもわかりませんが、そうは言っても、2009年の財政再計算の数字自体がもう適正を欠いたものになっています。また、今まで基本ポートフォリオを安定して運用していけばいいという考え方に則ってやってきたわけですが、リーマン・ショックとか、あるいは最近のユーロ危機とかを踏まえると、リスク・リターンが安定していると考えていっていいのかどうか。やはり方法論自体から見直す必要があるのではないのでしょうか。

次の見直しの時期には、これまでの方法だけでいいのかどうかを含めて考えていかないといけないのではないのでしょうか。企業年金や企業年金基金連合会などでは、ダイナミックなアロケーションなどの考え方も採られ出しております。そうした方法論についても、こう決まっているからこれだけやればいいというのではなくて、やはりもっと改善していく余地はないのかということを見ていく必要があると思います。次の見直しの時期にかけて是非やっていただきたいと思います。

もう1つは、先ほど傘下の各組合の収支状況と、当連合会の収支見通しが出されましたが、それについてです。当連合会は収支がプラスですが、傘下の組合は皆マイナスになっています。当連合会の支払いが発生するのは、各組合の財産がなくなったときですから、当分大きな支払はないだろうということは明らかですが、問題はそれで安心できるのかということです。やはり公的年金の場合は債務が非常につかみにくいのですが、将来の支払いの現在価値に対してどの程度資産が足りているのか。厚生年金等の場合ですと、マクロ経済スライド方式で、スライド調整を発動するかどうかについては、将来の収支の均衡がとれているかどうかというような観点から決められます。ですから、それに近いようなもので、例えば厚生年金と比べて財政状況がいいのかどうかなど、チェックをしていただきたいものです。

それと、各組合の数字を拝見すると、基本ポートフォリオもかなりの差があるし、過去3年の実績のリターンでも、プラスのところからマイナス3～4%のところまであります。過去3

年の実績でも、大きな差があるのです。結局、そこでパフォーマンスが悪かったところの収支が悪化すれば、その分はほかの組合が負担をする、当連合会を通じてですが、負担をするという形になるわけですから、やはり傘下の組合の中には、自分のところはうまくやっているのにという不満も当然出てくると思われますので、このあたり、全体としてどういうリスク管理をしていくのか、全体像をどう把握していくのか。法律上の権限はないかもしれませんが、実質的にそうした立場にあるので、そのあたりにも目配りをしていただきたいと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

制度の問題は微妙というか、実際には何も動いてなくて困っているのですが、社会保障と税の一体改革や一元化などいろいろあって、不透明要素が強過ぎるのです。だから何もしなくていいということではないのですが、方向性が全然つかめないのも、どういうものかということですが。

○千田委員 先ほどの浅野先生と全く同じ意見です。基本ポートフォリオの考え方については、市場が変化する中で、これまでの考え方に従うだけで本当に良いのか、検討する必要があると思っております。

また、このような基本となる重要事項に関しましては、短期間で決められるものではないと思います。例えば、現在契約されているコンサルから幾つか選択肢を提示していただくとか、従来通りを前提とするのではなく、常に選択肢を持ちながら市場の状況を勘案した上で、どの方法がベストであるかを考えていくべきではないでしょうか。先ほど若杉先生も動きが不透明だとおっしゃっていましたが、そのような状況下においても、一定の期間、できる限り効率的に運用していくのが当連合会のミッションではないでしょうか。

○若杉座長 他にいかがですか。

私もこのようなことに関わって、GPIFの自由化の後の最初の基本ポートフォリオを作りましたが、それから十数年経って、いろんな経験を積んでいるにもかかわらず、実際にはほとんど生かされてないようです。だからそのような点では私も非常に不満を持っているのですが、どのように対応していくか、ここの研究会自体のミッションもありますが、いろんなことをやっていくのは大事なので、今お二方のご意見があったので、どのような方向があるかなど、最近の新しい運用方法について少しサーベイをしてみたらどうでしょうか。浅野先生と相談などしながら、少しリサーチだけでもしてみるのがいいのではないかと思います。いかがでしょうか。どうぞ。

○米澤事務局長 非常に制度にもかかわる大事なご指摘をいただいたと思っております。

ご案内のように制度としては大臣から承認されたこの基本ポートフォリオ、基本運用方針のもとに運用するというのがこの建てつけになってしまっているのですが、過去にもリーマン・ショックのときに、基本ポートフォリオの範囲内ではありましたけれども、許容乖離幅を広げて緊急に対応したようなこともございます。

私どもも運用する中で、非常に経済変動が激しいものですから、今のような運用方針で本当にいいのかどうかということは常に問題意識を持ちながらやっていきたいと思っておりますので、今座長からご指摘いただいたようなことも含めて、相談させていただきながら進めたいと思っております。

被用者年金一元化の方向性はまだなかなか出てないわけですが、平成19年法案をベースと考えますと、地共済全体の積立金で、厚生年金相当部分（1、2階の部分）を地共済連合会が管理するような仕組みが平成19年法案のときには考えられてございました。そうしますと、浅野先生のご指摘のように、個々の共済組合、運用は個々でやっていくわけですが、全体としてきちんと管理するような体制も考えていかなければなりませんので、ここは今後、今国会に法案が提出されるということでございますので、その動向も見ながら、どのような方法をとっていけばいいのかということにつきましてもこれから考えていきたいと思っております。

○若杉座長 では、いずれにしてももう少しこのやり方について、ある意味ではみんな同じようなやり方をしているわけですが、少しブレークスルーも必要だと思いますし、少し調査するということがよろしいでしょうか。事務局そういうことよろしいですか。

○米澤事務局長 はい。調査させていただきます。

○若杉座長 では、この基本ポートフォリオの件はこういうことよろしいですか。

では、次に、2番目の議事ですが、「株主議決権行使について」に移りたいと思います。これも最初事務局から説明をお願いいたします。

○酒巻課長 それでは、「株主議決権行使状況と対応」についてご説明いたします。資料2-1をご覧ください。

こちらは昨年の議決権行使の状況と運用機関からのヒアリングを受けた連合会としての問題認識及び今後の対応についてまとめたものでございます。

まず1ページ目の1の「概況」は3つございます。

1つ目としまして、運用機関は、ガイドラインの基準をより厳格化する傾向にあること。2つ目としまして、昨年3月の東日本大震災の発生による株主総会の開催等への大きな影響はな

かったこと。3つ目としまして、昨年度は特に上場制度についての変更はなかったということ
でございます。

その下の2の「具体的な行使状況結果」でございますが、前回の研究会においてご意見を
いただき、既に昨年11月に連合会のホームページで公表したところでございます。こちらは資料
2-2としてつけてございますので、後ほど簡単に説明したいと思います。

その下の3は、運用機関からのヒアリングで把握された「問題意識と今後の対応」について
でございます。

ページをおめくりいただきまして、まず「社外取締役・監査役の独立性」でございます。

「現状」としまして、1つ目の○は、運用機関が前回より厳しく判断していたこと。2つ目の
○は、すべての運用機関は、連合会のガイドラインに基づき厳しく判断している上に、さらに
厳しい基準を設けておりまして、現時点で特に問題はないことを挙げております。

次に、「資本の効率性」でございます。現状としまして、1つ目の○で、ほとんどの運用機
関で何らかの数値基準を設けて判断しており、現時点で特に問題はないということ。2つ目の
○では、以前は配当性向について、数値基準による判断のみで個別判断を行っていない事例や、
過剰配当を見ていない事例もございましたが、説明会で指示しました結果、すべての運用機関
で改善されたということを挙げてございます。

続きまして、「敵対的買収防止策」でございます。「現状」としましては、1つ目の○で、
以前より厳しく判断する運用機関が増えたこと。2つ目の○では、説明会で第三者委員会の独
立性を確認するよう指示した結果、すべての運用機関で改善されたことを挙げております。

その下の「問題認識」としまして、連合会のガイドラインでは2～3年程度と期間が限定さ
れていることが賛成の条件の1つとなっておりますが、この期限を見ていない運用機関があっ
たこととございます。

次のページになりますが、こちらの「対応」としましては、説明会で、期限の確認を改めて
指示したいと考えております。

その下の「株式持合い」でございますが、「現状」としまして、内閣府令の改正により、情
報開示はされるようになったものの、議決権行使に係る具体的基準の作成は困難であるとおっ
しゃる運用機関が多くございました。

「問題認識」としましては、有価証券報告書における開示のため、議決権行使時には、1年
前のデータしかないとの意見がございました。この「対応」としましては、引き続き運用機関
と対話を行い、今後の対応を検討してまいりたいと考えております。

その下の「反社会的行為」につきましては、「現状」としまして、情報収集の体制整備など、改善を進めた運用機関が増えたことを挙げております。その下には「参考」としまして、東電の原発事故に関しまして、役員選任議案について判断が分かれたということに記載しております。

続きまして、4ページにまいりまして、「株主提案」につきましては、「現状」としまして、1つ目の○で、本年度の総会では、原発関連の株主提案が注目されたこと。2つ目の○では、運用機関では、連合会のガイドラインに従い、会社側提案と同様に議案を精査して個別に判断しており、現時点では、特に問題ないことを挙げております。

続いて、「役員報酬等」につきましては、「現状」としては、昨年のガイドラインの変更を受けて、行使価格が市場価格を下回るストックオプションに賛成した運用機関がございました。

「問題認識」としましては、連合会のガイドラインには、利益とのバランスで妥当か、インセンティブとして十分かとありますが、退職慰労金の金額の妥当性について見ていなかった運用機関がございました。

この「対応」としましては、説明会において、金額の妥当性についても見るよう改めて指示したいと考えております。

最後に、「取締役の増員」でございます。「問題認識」としましては、1つ目の○で、増員後の員数が一定以下であれば、理由を確認せずに賛成している運用機関があったこと。2つ目の○で、業績に問題がなければ、1名の増員は理由を確認せずに賛成している運用機関があったことを挙げております。

「対応」としましては、説明会において、増員の理由を確認するよう改めて指示したいと考えております。

資料2-1は以上でございます。

次の資料2-2につきましては3ページの表をご覧ください。前回の研究会でのご意見を踏まえまして、中段に「資本構造に関する議案」の内訳を項目立てしております。詳細は割愛させていただきます。

次に、資料2-3についてご説明いたします。こちらは「株主議決権行使のあり方について」でございます。

議題は前回の研究会に引き続きまして、まず「議決権行使の効果について」、次に、「利益水準に関する数値基準策定について」、最後に、「日本企業のガバナンスについて」の3つでございます。

10ページまでは前回の資料とほぼ同じ内容でございますが、前回の研究会で出されたご意見を新たに盛り込んでおります。今回は11ページ以降の参考資料に追加した情報についてご説明いたします。12ページをご覧ください。

1つ目の議題であります「議決権行使の効果について」の追加情報でございます。前回の研究会でのご発言にございました公的年金によるガイドライン策定に関する事例を時系列順にまとめております。表をご覧ください。

まず、現在の企年連が運用機関向けのガイドラインを策定したのが2001年10月です。次に、2002年4月に投資顧問業協会が会員の運用会社に積極的な取り組みを促し、多くの運用会社が2002年から2004年ごろまでにガイドラインを作成しました。また企年連は、2003年2月に自家運用の行使基準を策定しまして、同年7月には私学共済、翌2004年には我々地共連が、さらにその翌年には国共連がコーポレートガバナンス原則や議決権行使ガイドラインを策定いたしました。

13ページから16ページまでは、公的年金を中心とする投資家の議決権行使への取り組みの影響を受けたと考えられる企業の行動変化の事例でございます。

まず、13ページは「配当による株主還元の拡充」についての事例でございます。

次の14ページが、「株主総会開催日の分散化」についての事例でございます。

続きまして、15ページが、「招集通知発送の早期化」についての事例でございます。

最後に、16ページが、「社外取締役の導入促進」についての事例でございます。

議決権行使の効果については、以上でございます。

次に、少し飛びますが、22ページをご覧ください。こちらは2つ目の議題、「利益水準に関する数値基準策定について」に関しまして、海外の年金につきまして、企業業績に関する数値基準を設けたガイドラインはないか、調べたものでございます。(ア)の表にございます欧米の大手公的年金のガイドラインを調べてみましたが、ROEや利益成長率と言った数値基準の記載はございませんでした。

こちらについて日本投資環境研究所に尋ねてみたところ、(イ)にございますとおり、海外の年金が数値基準を設けていない理由としまして、業績の評価は運用会社の判断に従っていることが考えられるとのことでした。

利益数値基準策定については、以上となります。

23ページ以降につきましては、3つ目の議題「日本企業のガバナンスについて」でございます。

こちらにつきましては、前回の研究会において、日本投資環境研究所の意見としまして、取締役には監督と執行の両方の機能があり、分離するのは困難ということに掲載いたしました。これは会社法にも絡む問題でございます。

23ページではまず、現在の会社法上で認められている機関設計の1つである委員会設置会社についてでございます。

委員会設置会社の概要はご覧のとおりでございますが、問題点としましては、社外取締役が過半数を占める委員会において取締役の選任や報酬を決定されてしまうことへの抵抗感から、導入が進んでいないとの指摘がございます。

実際、その下の参考の表でご覧いただけますとおり、委員会設置会社の数は、制度が導入された2003年以降多少は増加したものの、現在に至るまでほとんど採用されていないことが確認できます。

続きまして、当ページの下以降は、現在法務省の法制審議会で審議が行われております会社法改正に向けた動きについてまとめたものでございます。

昨年12月に出された中間試案の中で、社外取締役の選任義務付けや、監査・監督委員会設置会社制度の創設といった監督と執行の分離につながるものも提案されております。

ページをおめくりいただきまして、24ページをご覧ください。こちらは「監査・監督委員会設置会社制度」についてまとめたものでございます。

この制度は、社外取締役の導入を目的としまして新たな機関設計として検討されているものでございます。先ほどの委員会設置会社の問題点にも対応しております。

「概要」としましては、非執行の取締役である監査・監督委員会による執行監査や、指名・報酬委員会を置かないことなどがございます。

次に、25ページの上の部分をご覧ください。

中間試案では、社外取締役の要件の厳格化も挙がっております。親会社や親族関係について提案されているほか、兄弟会社や取引会社をどうするかはなお検討するとされております。

最後に、「連合会の現在および今後の対応方針」についてでございます。

1つ目としまして、連合会のガイドラインには、枠内にありますとおり、監督と執行の分離につながる方策に対しては肯定的に判断するとあります。こちらに基づきまして、今後運用会社に対し、実効ある議決権行使の実行を求めていきたいと考えております。

2つ目としましては、会社法改正の議論の行方を注視していくとともに、法改正が行われまされた際には、連合会のコーポレートガバナンス原則及びガイドラインの記述について検討する

予定でございます。

資料2-3の説明は以上となります。

その他のお手元の資料といたしまして、ご参考として、「連合会コーポレートガバナンス原則」、「議決権行使ガイドライン」、そして「敵対的買収防衛策議案に対する考え方」をつけております。

なお、今年度におきましてはガイドラインの改正は予定しておりません。

議決権行使に関するご説明は、以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明についてご質問やご意見等ありましたら。

○高山委員 本日の2番目の議題の「株主議決権行使について」についてはいろいろ重要なポイントがありますので、それらについては今後じっくり検討していくことになると思いますが、まず1点、テクニカルなことについてコメントと質問をさせていただきます。

先ほどご説明のありました資料2-2の「株主議決権の行使状況の報告」についてでございます。

前回の委員からの提案を踏まえていただきまして、11月に行使結果を発表し、なおかつ資本構造に関する議案については詳細な項目まで記載されています。このおかげで、企業はタイムリーに正確な情報を手に入れることができるようになりました。企業の経営陣にとっては非常に役に立つ資料になったと思います。

ここに挙げてある議案はそれぞれ重要な項目でございますが、特に敵対的買収防衛策は、企業にとっても投資家にとっても重要なポイントだと思います。今現在、総会のシーズンで、私は仕事柄いろいろな企業の方から、自社の防衛策を継続したほうがいいのか、見直したほうがいいのかなど、防衛策に関する相談を受けております。そこで、皆さん異口同音におっしゃっているのが、機関投資家の防衛策に対する見方が非常に厳しくなっているのです。そのような投資家の現状を踏まえたうえで考えなくてはならない、ということです。防衛策をやめるのか、あるいは継続する、新しく導入するのであっても、投資家のニーズに合ったものにしたほうがいいのかといったような議論が、企業では日常的に交わされています。

そのような意味で、行使状況を詳細に示す形で、投資家の判断を正確かつタイムリーに知らせることは、コストがそれほどかからず、また穏やかな方法ではあるのですが、企業に対して非常に効果的な方法であると思います。コスト対効果が高い対話の方法だと思います。ということで、今回のこの開示の内容及びその時期は大変よかったと思います。

次に、1点質問ですが、当連合会はこのようにきちんと開示されているのですが、ほかの運用機関の開示の内容を見ますと、相変わらず資本構造に関しては一括して書いてあって、内訳が示されていないところがあります。企業の側からすると、一体この運用機関は何を考えているのかよくわからない、何とかして、防衛策についてはどう考えているのか、その他の項目についてどう考えているのか知りたい、というような要望も多く聞きます。

当連合会は実際に自身で運用するわけではなくて、運用機関に運用を委託されておられ、各運用機関に対して議決権行使の状況についてきちんと精査されていると理解しています。その際に、各運用機関の議決権行使結果の開示の方法について、例えば当連合会のスタイルにのっかってきちんと開示するようになど、指導やリクエストなどはされておられますか。

○米澤事務局長 地共済グループに関してまず申し上げますと、当連合会は各運用機関に対する運用なりこのような情報開示について指導する権限は残念ながら持ち合わせておりません。ただ、そのような先生からのご意見をいろいろな形でお伝えすることは可能でございますので、そのようなご趣旨で大事な点であるということは、必要であればお伝えいたしたいと思えます。

○高山委員 連合会は、強制したり指導したりする立場でないことはよく理解しております。ただ、投資家にとって一番理想的なのは、企業が投資家の考え方をよく理解して、それを踏まえて行動してくれ、最終的に投資家にとってもハッピーな状況になることであると思えます。それを、できるだけ穏やかな方法で、なおかつコストもかけず行うことが、投資家にとって望ましいことだと思います。繰り返しになりますが、そのような意味で、投資家が一般に対して公表するこのような開示情報は非常に有効なツールだと思います。可能な範囲で、運用機関の方々に、当連合会の考え方を伝えるということもあってもい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。

ほかにいかがですか。村上委員どうぞ。

○村上委員 前回私が質問したことについて、お調べいただきましてありがとうございます。

この10年間ぐらいの間、議決権行使というのが世の中でも進んできて、それなりに形が整ってきているのは感じているのです。ですが、議決権行使の一番の目的で、当連合会の「コーポレートガバナンス原則」にも載っている、「株主価値の増大に資する経営」ということについて、本当に実効が上がっているのかどうかというところにもそもそも疑問を持っております。まさに今ほど資料2-3の最後の25ページでご報告いただいたところで、「実効ある議決権行使の実行を求めていく」ということは、いったい何であるのかと考えてしまいます。

もう1つは、資料2-3の9ページですが、数値基準を入れないことについての説明の中に、

公的年金の立場では民間に干渉することについては理解が得られにくいということが挙げられています。このようなスタンスと実効ある議決権行使ということを併せて、民間に任せるところは任せる、それで実効あるところを取っていかなければならないということを考えたときに、取締役会の人数が1人増えたらどうのとか、そのようなことまで干渉すべきなのでしょうか。むしろ、「きちんと資本コストを上回る利益率を上げてください」ということがストレートに伝わるやり方のほうが実効があるのではないかと思っているのですが、その辺はいかがでしょうか。取締役会の人数などのような、1つひとつの細かな議案に対する行使結果がどのように株主価値の増大に結びついているのかというところは、統計的にもなかなか確認するのが難しいと思うのですが。

○米澤事務局長 確かに当連合会は、大きな原則を示して、行使は各運用機関にお任せするというスタイルで、ご指摘のように個々に非常にちまちました形になってしまいかねないところもあると思うのですが、どう実効あらしめるか、個々の議決権行使がどれだけ株主価値増大につながっているかということを考えるのは確かなかなか難しいところですが、かといって、今日ご説明させていただいたように数値基準で割り切るというのも業種によって異なっているところもあって、なかなか機械的にできないということで非常に悩ましいところがございます。

会社法についても、例えば社外取締役の独立性の基準を有価証券報告書に書くように、今パブコメにかかっているのでございますが、そういった省令改正が検討され、制度のほうも大分変わってきておりますので、当連合会としては、今の基準をメンテナンスしながら運用していきたいというところでございます。

先日座長にお伺いしたときも、むしろ業績連動報酬を導入するかどうか、そのようなことのほうが非常に海外では大事だというようなご指摘もいただきましたので、これにつきましては、またこの委員会の中でいろいろアドバイスもいただきながら考えていきたいと思っております。

○若杉座長 高山委員。

○高山委員 確かに「実効ある議決権行使の実行を求めていく」のは重要ですが、具体的に数値基準を設けるのが可能なのかという問題もあり、そのあたりをどのようにしていけばいいのか、なかなか難しいところだと思います。

ただ今、村上委員がおっしゃったように、企業に対して投資家が求めているのは、資本コストを上回るリターンを上げてくれることです。そのようなことに関して明確にメッセージを出すことは必要ではないかと思えます。

といいますのも、例えば、当連合会のガバナンス原則では、企業が長期的な株主価値の増大に資する経営を行うことを期待する、とはっきり書いてありますので、これは読む人が読めば、今まさに村上委員のおっしゃったことそのままであるということになると思います。ただ残念ながら、日本の企業の経営陣の方は、必ずしも株主価値の意味を理解しておりません。

ここ数年間いろいろな経営陣の方々と話しましたが、「株主価値というのは必ずしも経済的価値を意味するものではない。」であるとか、「株主価値と経済的価値とは一致しないところもある。」というようなことを、平気でおっしゃる方が少なからずおられます。経済的価値を重視するという方であっても、例えば売上高や営業利益の絶対額で考えるというような方もおられます。少し進んで、利益率、例えば、営業利益率を中計で掲げますといっても、5%程度を目指しますというような企業もごございます。

もちろんすべての企業がそうだというわけではなくて、トップクラスの企業の経営陣は、株主に対する責任を非常によく理解しておられて、立派な業績も上げておられると思うのですが、そうでない企業、はっきり言ってしまうと、経営陣にファイナンシャルリテラシーがなくて、株主価値のことを理解できず、なおかつ設定された目標数値のレベルが非常に低い企業も、少なからず存在すると思います。

そのような現状を踏まえたときに、実効性を求める、しかもプラクティカルな範囲内で、ということになると、「連合会が企業に求めているのはこのようなことです。」ということについて、もう少し踏み込んだ記述があってもいいのではないかと思います。

○若杉座長 村上委員何かございますか。

○村上委員 今高山委員に良いお話をしていただいたのですが、確かに企業年金連合会がかつて8%というのを掲げていたようには企業に求めるものは一律ではないと思います。それぞれの企業によって資本コストも違いますし、株主が期待しているリターンも違うと思います。一律ではないということ考えたうえで、その資本コストを上回るリターンを上げて欲しいというメッセージを出して、またそれに対してどのような具体的な基準を設けるかの判断は、運用会社に任せるという方法もあるのではないかと思います。

○若杉座長 浅野委員どうぞ。

○浅野委員 実効ある議決権行使が最終的な目的というわけですが、それについて言うと、前回村上委員がおっしゃったように、実際議決権を行使して効果があったのかどうかという検証をする必要があると思います。当連合会では定量的に分析することが困難で終わってしまっているのですが、それではだめで、ほかの方法もあるのではないのでしょうか。例えばケーススタ

ディをやるとか、あるいはカルパースが一時間問題企業リストを出していたと思うのですが、そのような方法もないわけではありません。実効性あると言うからには、何かそのあたりを工夫しないと、ただ形式的に独立性が高くないから反対だとか、それだけでは効果は上がらないと思います。

例えば最近の例でいくと、オリンパスは、いろいろ問題が起りましたが、社内の取締役は問題を指摘していたわけです。その一方、社外取締役は、随分たくさんいたのに何も機能していませんでした。ではどうしたら機能するのかを考えないと、社外取締役だけ増やしたとしてもどうしようもない。社内取締役のほうが社内のいろいろな情報を持っていますが、社外取締役はそれに対して、会社側が用意した資料しか見ないので、どう機能するかは非常に疑問もあるわけです。

そのような観点から、やはりケーススタディか何かを積み上げて、このように持っていったらもっと実効性があるとか、議決権行使との関係はどうなのかというようなことを分析するとかしないと、効果は上がりません。実効性ある議決権行使と言いつつも、形式基準だけの議論をしていたのでは意味がないと思います。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

ガバナンスの問題は、日本の状況は本当にじれったいのですが、いい経営者がおおり、その経営者にいい経営をしてもらうための方向づけがガバナンスです。ですからもともときちんとした経営能力があり、そしてきちんと経営システムが整っていることが大前提であって、そこが方向を間違えそうだったらガバナンスで修正するということなのですが、日本の経営を見てみると、経営がないのです。

例えば、従業員1人ひとりをきちんと全力で働かせているかといったら、そのようなこともない。なぜかというインセンティブシステムなどほとんどないわけですから、みんなが一生懸命働く気にならないのです。そのようなところで幾ら経営者に何か言ってもだめな気がしません。

幾ら8%だとか何%だと言っても、それを達成しなくても実際に余り影響なかったら、経営者は言うだけ言ってくださいということです。だから、もっと機関投資家が力を合わせてやらないといけないのですが、それがありません。だからコーポレートガバナンスが少し問題になったときに、地共連でも連絡会みたいなのができたのですね。今も働いているのですか、それは。

○米澤事務局長 運用に関してということではございませんが、常にいろいろ情報交換する機

会はございます。

○若杉座長 でも力を合わせて何かやろうというところまではなかなかいかないわけでしょう。

○米澤事務局長 運用に関しては個々に行っているというのが建前でございますので、まだそこまでは。

○若杉座長 日本の場合だと、投資家側がガバナンスをちゃんとやれば会社がよくなるのだという、そういう認識がないのです。実際問題として、いい経営があつて初めてガバナンスがワークするわけです。そのいい経営というところが日本は少し怪しいので、幾ら一生懸命やってもなかなか効果が出てこないというところが悩ましいところですよ。

それで、経営まで口出しすると、GPIFの言っていることは、国のお金が企業の経営に干渉するのはよくないなどという発想。ガバナンスとは本来そういうものではないのですが、余りにもマネジメントがお粗末だとやはりやらざるを得ないところがあるのです。

だから、やはり実効あるというところは経営のやり方を変えるところまでいかないと、本当は幾らやっても実効が上がらないと思うのですが、その辺どうですか。

○高山委員 確かにガバナンスが機能するという欧米やアジアの国々の考え方の前提には、プロフェッショナルの経営陣が存在するということがあり、その前提条件の上でガバナンスの議論が組み立てられています。プロフェッショナルな経営陣が存在しない世界では、ガバナンスも砂上の楼閣のようなところがあるのは確かでしょう。

ただ、投資家の立場で何ができるかということを考えた場合、それでもやはり経営に関与するのは望ましくないと思います。ガバナンスとはそのようなものではなく、経営は経営陣がやり、ガバナンスという形で、株主や株主の代理人である社外取締役がその経営を監督する、というのが筋だと思います。その範囲内で投資家が何かできるとすれば、プロフェッショナルな経営を進めることを助けるようなもの、例えば先ほど話題に出ましたが、報酬の設計などに注力し、議決権行使の際に報酬の中で業績に連動する部分についてある程度考慮しますよ、と企業に伝えるなど、そのような間接的なやり方を少しずつとっていきしかたないのかなと思います。

○若杉座長 社外取締役が経営者に対して、もっときちんとした経営をやる、合理的な経営をやるというためには、社内取締役がマネジメントに関するリテラシーが高くないといけないわけですが、それが日本全体に低いのです。

例えば大学の経営を見ても、大学も戦略や日ごろの管理など経営上の問題はたくさんあります。そのようなときに経営学部がある大学でも、大学のアドミニストレーションは経営学部の先生に相談に絶対来ないのです。なぜなら全然頼りにしてないのですから。ガバナンスのこと

が問題になっても、ガバナンスのことなどだれも聞きに来ないのです。そのくらいマネジメントというのは無視されているのです。また大学の先生も全般的に言うと、アメリカの理論ばかりただ輸入してきているだけで、企業などきちんと見てないから、残念ながら信用されないのです。

そういっていると何もできないのですが、ガバナンスで恩恵を受けるのは投資家側ですから、個別にきちんとやるのも大事ですが、投資家がもっと力を合わせて統一的な投票をするとか、議決権行使をするとか、そこまで行かないとどうしても変わらないと思います。

どうぞ。

○村上委員 これは基本計画、基本運用方針でもそうなのです。結局、EPSの成長がつかないと、当連合会だけではなく、GPIFでも企業年金でも同じだと思うのですが、年金制度自体も成り立たない恐れがあるという、そのようなことももっと広く共有しておくべき問題ではないかと思われま。期待リターンが「絵に描いた餅」ではなくて、ある程度達成されるだろうという前提のもとにいろいろな制度などができているということです。そこについてのチェックが一番大事なところだと思います。

ただ、先ほども申しあげましたように企業によってそれは一律ではないというところは尊重しなければならぬと思います。

○若杉座長 全体的な傾向としては、例えば年金制度も、みんなが十分な報酬を得られるから将来のためにそれを蓄えておいて、老後は働かないでやっていこうという、そのような精神です。ですからだんだん経済が貧しくなって、付加価値が減って、今もらう所得が減っていたら、それほど将来のために蓄えることはできないから、年金はだんだんプアになります。それで、何をしなければいけないかという、最終的には死ぬまで働くようなことになります。今だんだん受給年齢を引き上げる方向にいるわけです。

だから大事なことは、もっと経済が生産性を高めないといけないわけで、そこが一番大事なことです。今のままの経済で幾ら年金制度を変えても、安定的な財政は確保できないわけです。

それと同じで、経営も、経営のファンダメンタルズがもっとよくなないと、幾らガバナンスをやっても変わりません。そのきっかけをつくれるのはやはりお金を出している投資家だと思います。だから機関投資家がもっとしっかりしないといけないと思います。その辺はどうですか。

アメリカだと、機関投資家の委員会みたいなものが90年代になるとすぐできて、それがみんなの歩調を合わせて議決権行使をして、取締役の選任をやってきたのです。

どうぞ、高山委員。

○高山委員　そうですね。アメリカもそうですし、イギリスやオランダなどヨーロッパの国々の投資家もそうです。それからアジアの国々もそうで、ガバナンスに対しては非常に力を注いでいます。

少し経営陣のクオリティーの問題は置いておいて、ガバナンスに対して投資家がどのように歩調を取って注力しているかという点について、お話ししたいと思います。昔の欧米の事象を聞いても余りピンと来ないかもしれないので、直近の話をしします。12月に法務省から会社法見直しに関する中間試案が出ましたが、これは社外取締役の義務化の問題を初め、株主の権利にかかわる重要な事項が多く含まれておりますので、投資家にとっては非常に重要な意味を持った試案となっております。法務省は、試案に対するコメントを一般に求めておりましたので、投資家の方々もそれに対してコメントを出すことは可能でありました。

ただ、興味深いのは、中間試案の内容はすべて日本語であり、しかもパブリックコメントは日本語でのみ受け付ける、という方法を、法務省がとったことです。日本の上場企業の株主の26%は海外投資家なのですが、その事実を無視した行為です。しかし、東証は、即座に中間試案を英訳してホームページに載せて、金融庁と共に、海外の主要な機関投資家に通知しました。試案の発表は12月の半ばだったと思いますが、彼らの努力の結果、12月の終わりまでに、海外の主要な機関投資家のほぼ全部が、試案の英訳を入手していました。

その後、海外の投資家はどのようなアクションをとったのか。主要な投資家の団体、例えばICGN（国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク）、ACGA（エイジアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション）、それから欧米に拠点を置いて日本株に活発に投資しているメインストリームの中長期運用の投資家から形成されるジャパン・フォーカス・グループ、このようなところは日本語でパブリックコメントを提出しています。

自分が運用している日本株の運用リターンとガバナンスということが大変密接に結びついており、そのような行為が運用リターンを上げることに直結すると、彼ら投資家は考えているから、それだけの手間をかけたわけです。

一方で日本の主要な機関投資家でコメントを出したところは余りないようです。投資顧問業協会や投信協会も、コメントを出したという形跡はないようです。

海外のメインストリームの投資家の活動を見るにつけ考えるのですが、投資家としてできることは限られてはいるのですが、できることの数少ない選択肢の1つとして、自分たちが何を考えているかについて、企業あるいは法律をつくる側、当局に対して、きちんと知らせる、メ

ッセージを伝えるというのは、効果的なやり方だと思います。

法務省のパブリックコメントの締め切りは1月31日で、もう締め切られてしまっているのに、今どうこうというのは無理だとは思いますが、今後、このようなガバナンスに関する重要な局面では、「投資家の立場で私たちはこう考えています。」というメッセージを出すことで、間接的に企業の経営陣の自覚を促す、クオリティーを上げることにつながるのではないかと思います。

○千田委員 日本企業の実情についても考慮する必要があると思います。例えば、雇用に対する考え方です。雇用機会の創出により社会に貢献している側面もありますので、極端なリストラは回避する前提でいかに人材を活かしていくかという考え方がベースとしてある。その中で、どこまで利益率を引き上げられるかということです。

また、業種によっても異なります。例えば、製薬会社のように研究開発期間が非常に長い業界は参入のハードルが高いため利益率が相対的に高く、逆に部品メーカーなどはコンペティティブなマーケットにおいて価格競争になりやすく利益率は相対的に低いというように、業種によっても異なるという点など、一律に議論するのは現実的でない側面もあります。これらのことを多少は念頭に置いた上で議論していく方が良いと思います。

○若杉座長 大きな流れでもう1つ困ったことは、例えばヨーロッパもイギリスも大体80年代終わりに企業不祥事が続いて、そこからガバナンス改革が始まるのですが、そのときに、例えばイギリスや、アメリカもそうですが、ガバナンス改革にすごく熱心になるのは取引所と経営者です。日本はどちらも逃げ腰なのです。そこが大変困ったところです。

経営者はなぜ一生懸命になれるかという点と、欧米の考えではインセンティブ報酬を入れてきますから、会社がよくなると自分の報酬にならないわけです。ですからどうやってガバナンス改革をしようかということに経営者がみずからタッチするのです。ですからキャドベリー委員会などにも経営者も取引所も入ってくるのです。ところが日本は、入ってきても、経団連などがブレーキばかりかけているのです。そこが全然違うところです。それは報酬制度がすごく大きいのだと思います。

千田さんのおっしゃることはすごくもったもなのですが、雇用の問題はエクスキューズにすぎない面もあるのではないかと思います。なぜなら、やはりどうしようもなくなれば外に雇用を出しているわけですから、それは極論すると守っている振りをしている、そういう感じではないかという気がするのです。

○千田委員 日本のセイフティネットが十分でない状況下では、リストラについてある程度の

慎重さが必要とならざるを得ない部分もあるかと思います。その中で、経営の効率性を高めていく努力が必要となる難しさもあります。

○高山委員 確におっしゃるように、日本企業はさまざまな負担を課せられていると思います。例えば人に優しいと言われている北欧のスウェーデンでは、企業は従業員を容易に解雇することができる。ただし、国は、解雇された人には手厚い失業保険を出し、職業訓練学校に通わせる。それは国の責任でやる。企業は自由に動いていいけれども、そこから落ちこぼれてしまった人がいれば、国が責任を持ってセイフティネットを提供するシステムです。一方、日本では、セイフティネット構築の責任までも国が企業にかぶせています。企業に過大な負荷がかかっているという状況は、確かにあると思います。

一方、年金を運用する側には、受給者のためにできるだけ運用リターンを上げるという責任がありますので、日本企業が非常に苦しい状況にあるので、余りリターンを上げなくてもいいですよ、と企業に言うわけにはいかない。そうすると、投資家が取れる選択肢は2つになると思います。

一つは、日本企業の苦しい状況については理解しつつも、それでも利益を上げなさいと言いつける。あるいは、日本株の投資を縮小する。極端に言うと、その2つになってしまうのではないかと思います。

○村上委員 非常に日本企業は難しいところがあると思います。私も長年日本企業で働いているのですが、ただ考えてみるに、最低限の資本コストを上回る利益を上げていないと、結局最終的には雇用を守れなくなるということになると思います。そうすると、みんなが不幸になるシステムになってしまうのです。結局、市場からも支持されない企業の従業員が幸せかといったら、そうではないと思います。そここのところも含めて考えていく必要があるのです。

アメリカのある企業のように、どんどんROEを高めていけばいいという、まだ投資機会があるのに、それをやらないでROEを高めるためにどんどん人を絞っていく、それは逆に社会的にどうなのかということがあると思います。株主の利益にはなっているのかもしれませんが。

逆に、日本の企業は、本当に利益率がそこそこのところで多くの人を雇用しているという面があると思うのですが、ただ最低限上げていかなければならない水準のところは、やはり達成していかないと社会全体が不幸になるシステムになってしまうと思います。

○若杉座長 いろいろありますが、最後に1つ。

資本コストを上回るパフォーマンスを上げるということですが、経営者が資本コストを上回るパフォーマンスを上げるまでやらないとだめなんです。それがプロです。上げるのを目指し

ていますと言うだけではだめで、それを実現できないといけないわけで、それをするためには相当な経営能力が必要で、そこまでだんだんと踏み込んでいかないといけないということだと思ふのです。

この問題はいっぱいありまして切りがないのですが、連合会にも、この議決権行使は大事ですが、これはそのような意味で言いますと表面的な問題で、やはりその中がもっともっと大きな問題があるということを実感しながら、これからさらに進めていただきたいと思ひます。

途中ですが、そのようなことでよろしいですか。結論というわけではありませんから、これからもいろいろ議論できればと思ひます。では、この件、どうもありがとうございました。

最後の3つ目の議題に進みたいと思ひます。「新興国株式投資について」ということで、よろしくお願ひいたします。

○林課長 それでは新興国株式への新規投資及びプロダクトの公募につきまして、現在の選考状況を資料3でご説明をいたします。

新興国株式ファンドの採用につきましては、公募方式により選考することといたしまして、昨年の7月8日に公告を行っております。

選考につきましては、事前審査、一次選考、二次選考の3段階に分けて実施しております。

まず、事前審査につきましては、採用候補社を選定することとしておりまして、応募ファンド自体の審査は一次選考から行うこととなります。選考方法につきましては、金融監督当局から必要な認可又は法令等に基づく登録・届出を行っていること。経営上の問題がないことなどを主な資格要件としております。この要件を満たしているかについて書類審査を行いました。

選考結果につきましては、応募した約40社のうち、約7割について資格要件を満たすと判断し、一次選考の対象としております。

次の一次選考では、事前選考を通過した社から提出された応募ファンドの概要及び運用実績等に関する調査票に基づきまして書類選考を実施いたしました。

選考方法につきましては、超過収益率の獲得状況や実績トラッキングエラー等を総合的に判断して決定しております。

一次選考の結果は、約7割を合格とし、二次選考の対象といたしました。

次の二次選考では、一次選考を通過した運用機関に対しまして、応募ファンドの運用プロセスや運用体制といった定性面での評価を行うため、ヒアリングを10月から11月にかけて実施をいたしました。

この二次選考につきましては、一次選考で行った評価とあわせまして、運用プロセスや運用

体制等を総合的に評価しまして、採用ファンドを最終的に決定することとしております。

ヒアリングの評価項目につきましては、運用哲学、運用プロセスなど、6項目としております。また、ヒアリングにおいては、ファンドの運用・管理体制等を把握するために、事前に行いました評価項目に沿った具体的な統一質問と各ファンドの特徴に関する個別の質問をもとに、詳細なヒアリングを行っております。

現在、各社個別に、ヒアリング後のフォローアップとして、引き続き聴取を続けているところでありまして、定量評価と定性評価を加味した総合評価を行っているところでございます。

以上で資料3の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す。

今選考の過程で、もう最終的には連合会側のデシジョンの段階、あとは連合会が決めるだけですか。

○林課長 そうです。

○若杉座長 そういう状況だそうですが、何かご意見やサゼスションがあれば。

○千田委員 3点ほど、確認させてください。

まず1点目。エマージング株式に投資をする目的についてです。

これは前日も議論になりましたが、基本的には外国株式の選択肢の1つとして、ベンチマークのMSCI KOKUSAIをアウトパフォームするための手段であり、エマージング市場は今後市場そのものが拡大する可能性が高く（少なくとも縮小していくことはない）一歩踏み出した形で進めていくものと理解していますが、念のため、確認させていただきたいというのが1点目です。

2点目は、現在マネジャーの選考を進められているという説明がございましたが、エマージング投資の場合再委託先のスキームも含めて問題がないか否か、二次あるいは三次選考において定性的な評価を行うのが望ましいかと思いますが、状況をお聞かせいただきたいというのが2点目です。これは非常に重要であると思っております。

3点目は、委託先の決定時期や投資のタイミングなどの今後のスケジュールです。キャッシュを分散して投資する、つまりタイミングリスクを分散するのか、あるいは一度にまとめて投入するのか、その方針についてお聞かせください。

○若杉座長 2番目の点は、A I Jみたいなところが応募してきたときに、ちゃんとこのプロセスではねることができたかどうか、そういう問題でもあるわけです。ぜひ答えをお願いいたします。

○米澤事務局長 趣旨は先生ご指摘のとおりでございます。前回の研究会でもご議論いただき

ましたように、エマージング比率がかなり高まってきたということでございまして、ポートフォリオ上はMSCI Kokusaiのベンチマークで運用していくという基本的なスタンスは変わらないわけでございますけれども、その中でかなり新興国の比率が高まってきたということ踏まえ導入しようという趣旨でございます。

A I Jみたいなところをはねることも含めて、再委託なり実際の運用方法もきちんと定性評価の中でヒアリングをして選定をしていくことを考えてございます。

スケジュールにつきましては、いろいろ細かい点も選考後の確認をしている段階でございますので、いつまでどのくらいでということ、まだ内部的にも決め切れてないというのが現状でございます。

○千田委員 特に2点目に関して、再委託先についてもヒアリング時に同席の上きちんと説明してもらい、スキームを確認いただくことは必要かと思えます。できるだけ早いタイミングで確認された方が良いでしょう。

○若杉座長 デシジョンもある程度めどを立て、スケジュールを立ててやったほうがいいのかないですか。一応、立っているのですか。いつごろまでに決めようという。

○米澤事務局長 現時点では、いつまでというものは持ち合わせておりません。

○若杉座長 なぜそんなに時間がかかっているのか、ちょっとそれを聞きたいのです。10月から11月にかけて二次選考をやっているわけですね。

○小熊理事 理事の小熊でございます。

ヒアリング等に私も出させていただきます。先ほどの千田委員のご質問に対しての回答になろうかと思えますけれども、ヒアリングをしたときには再委託先も半分以上の応募者から同席を希望されましたので、実際両方から話を聞いております。そういう面では実際の運用の責任者の方も来て、直に意向など聞き、質問にも答えていただいておりますので、今後、もし、そことお付き合いすることになれば、とりあえずは顔つなぎができたので、より深いコミュニケーションが今後とれるのではないかなというふうに思っております。

日程につきましては、ヒアリングの際もいろんな課題等が出てきまして、データについても向こうは営業の視点からのデータを出していただいておりますけれども、我々はまた別の視点がございます。再委託先はやはり日本の企業と若干違うような慣習があるようで、余り細かい資料を出したがるような印象を私は受けています。ただ今回、日本の窓口があるので、当連合会の仕様に沿った形で資料を出していただくなどの作業をし、今検討しておりまして、そういうところで課題が克服されて、我々も納得をした段階でなるべく早く、適切な状況のもとで

立ち上げていきたいなと思っております。今その検討段階ですので、いつまでと、期限が設定できればいいのですけれども、問題の解決との兼ね合いがございますので、明確にご回答できないことはご了承いただきたいと思います。

○若杉座長 運用機関というのはそんなに情報を出さないものなのですか。

○村上委員 情報を出さないところはまず基準から外すということかなと思います。それと特に昨今の問題もございますので、ファンド・オブ・ファンズだとか、証券化したものが入っているものについては、原証券、原資産の存在がきちんと常に確認できるという、資産管理も含めてどういう状況かというのを精査しておく必要があると思っております。

○若杉座長 A I J のときも、基金の理事さんが、どうしてそんなに儲かるのですかって聞くと、いや素人にはわからないよと言って説明したという話がある。

○村上委員 私は運用の透明性と高度化というのは必ずしも両立できないものではないと思っています。ですからヘッジファンドなどの世界も、もっとクリアにならないといけない問題があると考えています。年金の投資対象になるということであれば、ですね。

○若杉座長 ほぼ予定していた時間もまいりましたので、今の説明は終わりということにさせていただきますと思います。

それでは、用意されていた3つの議題を終わりましたので、以上をもちまして第3回資金運用基本問題研究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31分 閉会