

第14回資金運用基本問題研究会

平成27年9月8日（火）

地方公務員共済組合連合会

午後2時30分 開会

○津田企画管理課長 それでは、定刻より少し前でございますけれども、ただいまから第14回資金運用基本問題研究会を開会いたします。

議事に入ります前に、本日の配付資料の確認をさせていただきます。次第がございます。それから基本方針について、でございますけれども、資料1-1から1-8でございます。

続きまして、リスク管理の実施方針について、でございますけれども、資料2-1、2-2、こちらが三段表の横書きのものでございます。

続きまして、資料2-3から2-5でございますけれども、こちらがそれぞれ旧3階、1・2階のリスク管理の実施方針の本文でございます。

続きまして、機動的な運用についてということで、資料3-1、それから資料3-2、下半期の運用方針（案）ということで、こちらは会議後に回収をさせていただきます。

続きまして、資料4、オルタナティブ資産の投資に係る運用対象の選定項目について、でございます。それから資料5、新規プロダクトの公募状況について、次は資料6、外国株式の議決権行使についてということで、資料6のガイドラインの制定についてという1枚もの。それから別紙1、ガイドラインの案文でございます。それから別紙2、ガイドラインと国内株式ガイドラインとの対比表でございます。

その後に参考資料1、参考資料2、それぞれ1枚ものでございまして、他の公的年金の状況、あるいは運用機関の状況を表にしたものでございます。

資料につきましては、以上でございますが、落丁、乱丁、不足等はないでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、続きまして、第11回の研究会の議事録の確認をお願いしたいと存じます。委員の皆様には議事録（案）をお配りしているかと存じますので、そちらをご覧ください。

研究会議事録作成及び公表要領では、「議事録は、研究会の承認を得て作成するものとする。」とされておりますので、本日ご出席の委員の皆様のご了承の上確定となります。

なお、先生方とメールの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で、趣旨を損なわない範囲で、訂正・加筆を行っておりますので、ご確認、よろしくお願いいたします。

議事録につきましてはこの内容でよろしいでしょうか。

ありがとうございます。

それでは、第11回研究会の議事録はこれで確定したいと存じます。

本議事録は、11回研究会の開催日から7年後に公表するとしておりますので、ご了承願います。

では以降の議事進行は、若杉座長にお願いしたいと存じます。

○若杉座長 それでは改めて、基本問題研究会、よろしくお願いたします。どうしてもいつも長くなりますので、議事進行についてご協力よろしくお願いたします。

本日の研究会の議事は6つありまして、最初が「被用者年金一元化後の基本方針について」、次が「リスク管理の実施方針について」、その次が「機動的運用の運用方針について」、4番目が「オルタナティブ投資について」、5番目が「新規プロダクトの公募状況について」、そして最後に「外国株式に係る議決権行使について」の6つでございます。

それでは、最初に議事1「被用者年金一元化後の基本方針について」に入りたいと思います。これも、津田企画管理課長より説明をお願いいたします。

○津田企画管理課長 それでは、失礼いたします。

被用者年金一元化後の地共連の基本方針につきまして、ご説明いたします。

資料は資料1-1から1-8までございますけれども、主に1-1で主な変更点を示しておりますので、こちらに沿ってご説明差し上げたいと存じます。

資料1-1、前回からの変更点及び現行の基本方針からの変更点ということで、1と2に分けて書いておりますけれども、前回からの変更点、上の1のところでございますが、①は研究会の名称を、資金運用委員会に変更するというもの。それから②は委託運用の国内債券、外国債券、外国株式に係る規定を変更するもの。それから③はコーポレートガバナンス原則及び議決権行使ガイドラインの見直しの際は委員会の審議を経るとということと、スチュワードシップ活動の状況を、適時、委員会に報告するという規定を設けるということ。こちらはこれまでも当然お諮りはしていたものでございますけれども、明記をしたというところでございます。

下段の現行の基本運用方針からの主な変更点でございますが、①は資産管理機関に対しまして資産管理ガイドラインの遵守を求めるということを追加ということです。②は自家運用ガイドライン、これまでも運用のガイドラインはございましたけれども、自家運用ガイドラインというのを明記いたしまして、これに基づく管理及び運用を行うことを追加したものでございます。それから③は、自家運用の投資対象資産の分類を、GPIFと同様に変更したということでございます。それから④は、自家運用における他経理貸し付けを行うことを明確化、これは、1・2階で行い、旧3階、新3階については行わないということを明確化いたしております。

⑤につきましては、委託運用の国内債券において、特別の法律により法人の発行する債券を、

GPIFにならしまして、わかりやすく政保債、投資法人債及びその他の格付基準によるものに分割したということでございます。それから⑥につきましては、委託運用の国内債券及び外国債券につきまして、格付未満となった債券を売却等の措置を講じるということで、これまでは「必要に応じて」という文言が入っておりましたが、こちらを削除したというものでございます。⑦は、委託運用の外国株式において、投資対象が公開された銘柄であることを明確化しました。⑧は団体生存保険におきまして、特別勘定特約に係る規定を削除いたしました。

旧3階につきましては、1・2階と同様の変更でございます。

なお、新3階につきましては、上記の①、②及び④は同様でございます。③につきましては、自家運用の投資対象資産を国債、地方債、それから地方公共団体金融機構債及び政保債等に限定をしたというところがこちらの違うところでございます。

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、基本運用方針について、変更点の説明がありましたが、ご質問、ご意見等がありましたらお願いいたします。

私から質問ですが、2の長期給付積立金に関する基本運用方針の④の他経理への貸し付けというのは、どのような場合に起こるのでしょうか。

○企画管理課係長 具体的に申し上げますと、事務の支出を行っております業務経理で、一定程度まとまった金額の支出が必要なときに貸し付けを行うということがあり得るところでございます。

○若杉座長 全く事務的な事項ということですね。

○企画管理課係長 はい、そうでございます。

○若杉座長 わかりました。

ほかにいかがですか。

今まで何回か議論してきた問題ですけれども、変更点はこの資料1-1に全部まとまっているということです。質問等ございますか。

村上委員、どうぞ。

○村上委員 すみません。どこかに資料があるのかもしれないのですが、この1の③で、コーポレートガバナンス原則云々で、この辺は委員会の審議を経るとともに、スチュワードシップ活動の状況を適時に委員会に報告することという表現があります。このように、委員会の審議を経たり、報告したりする事項というのが、まとめてどこかに規定として載っているようなも

のはあるのでしょうか。例えばガイドラインと名がつくのは、この資料にもいろいろ出てきますが、そのような事項については別に審議をしなくて良いとか書かれているような、そのあたりの規定というのはどうなっているのでしょうか。

○大森資金運用部長 本日の配付資料ではありませんが、前々回ぐらいの管理運用の方針を検討いただいたときに、そちらの中でこの有識者会議と、それから運営審議会、ステークホルダーの会議でかける事項というものを一覧表で整理したものはございますが、検討委員会に出した資料です。ただ、今回このようなものを追加しておりますので、そのあたりが一覧できるような資料を委員の皆様方にメールなりで配付をさせていただきたいと思います。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

○村上委員 承知いたしました。

○若杉座長 それは結局、資金運用委員会の全体の管理運用に関する規則ということだと思います。

○大森資金運用部長 管理運営の方針に始まりまして、それからリスク管理の状況ですとか、運用の計画、アクティブ運用の状況、それに加えて、コーポレートガバナンス原則と、先生のご指導をいただくことは多岐にわたりますので、このあたりを整理してまたお届けをいたします。よろしく願いいたします。

○若杉座長 そういう回答でよろしいですか。

はい、どうもありがとうございます。

ほかにいかがですか。もしなければ、ほかに議事がたくさんありますので、先に進みたいと思います。ありがとうございます。

それでは議事の2ということで、リスク管理の実施方針について、に入ります。

これは、藤原総括投資専門員より、説明をお願いいたします。

○藤原総括投資専門員 それではリスク管理の実施方針につきまして、ご説明、始めさせていただきます。

お手元の資料は先ほど冒頭述べましたとおり、資料2-1から2-5、こちらが該当いたします。リスク管理の実施方針につきましては、7月に地共済全体、これを束ねる立場での方針が固まったところでございますが、今回は、地共連単体、この方針をお諮りする次第でございます。

地共連のリスク管理の実施方針（案）、地共連のものですけれども、これは前回7月22日の本研究会の場におきまして、一度ご説明をさせていただきました。その場で委員の先生から、

当時はこの3つの階層をまとめて作った案でございましたけれども、この3つの階層を1つにまとめるのではなく、分割したほうが良い、というご意見を頂戴いたしまして、今回作成した案につきましては3つに分けたものとなっているものでございます。また3つに分けるに際しましては、それぞれの階層の特性、これを反映して含んでいるものでございます。

お手元の資料2-3から2-5がそれぞれ1・2階、旧3階、新3階の方針（案）となっておりますので、後ほどご覧ください。

このリスク管理の実施方針（案）、3つに分けましたけれども、その構成につきましては、基本的に7月に固めた地共済全体の方針（案）と同じでございます。大枠の構成を簡潔に申し上げますと、前段のところでそれぞれその基本方針（案）に基づいたことが書いてありまして、その後に運用の特性、具体的なリスク管理の内容、さらに運営審議会等への報告と、こういう項目立てで作っております。

それでは具体的なお説明でございましたけれども、2つの3段階対応表、これをベースにご説明いたしたいと考えております。

まず資料2-1、こちらの対応表をご覧くださいたく存じます。一番左側、厚生年金保険給付調整積立金の運用に関するリスク管理の実施方針になりますけれども、こちらが地共連の1・2階部分のリスク管理の実施方針になっております。その右側はこの1・2階部分の基本方針、さらに右側は先ほど7月に固めたと申し上げました地共済全体のリスク管理の実施方針、これらを比べているのが、この対応表の構成でございます。基本的に一番左側を中心にご説明いたしますけれども、まず左側のページの上段、前書きの部分をご覧くださいますと、先ほど申し上げましたとおり、この1・2階の基本方針に基づいてこのリスク管理の実施方針は作成した旨が書いてあるということと、7月の段階では3つの階層をまとめておりましたので、この旧3階と新3階に該当する基本方針の部分というのは削除という形を示している次第でございます。

次に、項番、1番のところ、リスク管理に関する基本的な考え方というところでございますけれども、こちらには①から次のページの③にかけて、リスクの管理の前提となる運用に関する事項、ポイントとしましては長期的な観点からの運用、さらに複数の資産への分散投資、また、負債と積立金の関係を意識すること等記載している次第でございます。

次に、項番2、こちら、一番左のところにリスク管理の方法となっております。ちょっと右のほうに目を転じていただきますと、地共済全体のところ、（1）連合会が行うリスク管理とありますけれども、地共済全体のところでは当然地共済全体のリスク管理をどう行うかとい

うところが（１）に書いておりますが、これは地共連の話ですので該当ないということで、左は空欄になっておりまして、資料をずっと進んでいただきまして、７ページの（１）リスク管理の方法、こちらまでお進みいただきたく存じます。こちらには資産全体並びに資産ごとによりのようなリスク管理の事項を実施するかにつきまして、地共済全体のものよりももう少し具体的な内容で記載しております。例えば、具体化した部分としましては、①に資産全体に関する事項とありますが、こちらは次の８ページにかけまして、指標に応じてデータ期間を複数設定して把握することなどを記載した次第でございます。

こちらにある次のページ、アから、いろいろ指標がございますけれども、主なものにつきましては少なくとも毎月１回把握している次第でございます。また８ページにお進みいただきまして、一番左のエの下方リスクの状況。こちらは下線をしてございますけれども、前回の７月の案を作成しましたときに、これは１・２階固有の事項ということで、規定の構成として後ろのほうにあったものですが、これを前のほうに持ってきたということで、このような下線を付している次第でございます。

次の９ページにお進みいただきます。②各資産に関する事項とありますけれども、上段にア、伝統的資産とあり、それから目をずっと下に送っていただきまして、イ、オルタナティブ資産とあります。ご案内のとおり１・２階につきましてはオルタナティブ資産への投資ということを行いますので、これに関する事項のところはこの２つの区分を設けている次第です。もともとオルタナティブ資産の記載につきましては７月案が書いてあったものを、記載場所を移動したものでございます。その上段の伝統的の資産の各指標等々につきましては、右側の地共済全体のものとは比べていただきますと、いろいろ具体的なものを記載しているということがお分かりいただけるかと存じます。

あと１０ページ、１１ページの部分については地共済全体と基本的には変わっておりませんので、こちらは後ほどご覧いただきたく存じます。

それから、２３ページまでお進みいただきたく存じます。左側（２）運用リスク管理会議への報告とあります。これもご案内のとおりですけれども、地共連のガバナンス改革の一環としまして、この運用リスク管理会議、これが設置されますので、このリスクの状況についてはこちらへ報告するという事を入れたということ。それから１・２階では機動的な運用を行うということで、その下の（３）で機動的な運用に関わる記載を入れております。

それからまたずっと進んでいただきまして、２８、２９ページのところです。①のアからウのところ、アが下方リスクの話、イが機動的な運用、ウがオルタナティブ資産ですが、先ほど来申

し上げておりますとおり、この3つの事項についてはこの方針の前段に移したということが、こちらの意味でございます。29ページの②に経過的、③退職等年金とある分、これは1・2階関係ないということで削除をいたした次第でございます。

最後に、30ページの最後のほうから運営審議会等への報告、31のその他の事項については地共済全体と同じような記載ということになっております。

地共連の1・2階部分のリスク管理の実施方針に関するご説明、簡単でございますが、以上のような形で作成したということで、旧3階、新3階についても基本的に同じような形で作っておりますが、その旧3階と新3階のご説明につきましては、資料2-2をご覧くださいまして、こちらの3段表につきまして、この地共連のリスク管理の実施方針（案）について、一番左が1・2階のもの、真ん中が旧3階のもの、右側は新3階のものということで、これらを対比してご説明したいと思っております。

資料2-2の上段のところ、3つの方針いずれも上段のところでは、先ほど申し上げましたとおり、それぞれの基本方針、これに基づいていることを書いております。

次の1番、一番左の1・2階では、リスク管理に関する基本的な考え方というところがございますが、この点で真ん中の旧3階、右側の新3階とそれぞれ特徴が出ております。一番右側の新3階の項番1のところをご覧くださいますと、①ということで、調整積立金の運用は、基本ポートフォリオを策定して、それに基づき行うということで、これもご案内のとおり、新3階につきましては国内債券100%の運用ですので、複数資産への分散投資という記述はいたしておりません。それからその下の③にありますこのキャッシュバランス型を踏まえているということは、この新3階の特性として記載しております。同様に、真ん中に目を転じていただいて、項番1の③のところでは旧3階として、新規の掛金収入が発生しないという閉鎖型、この特性を踏まえますということを入れております。

以降、さらに、ちょっと個別のことが続いてすみません。進んでいただきまして、裏面の2ページ、主に新3階のところになるのですが、右側、①のリスク管理指標に関する事項のAに資産の状況とあります。新3階につきましてはここに書いてあるような基本ポートフォリオの乖離状況等々、当然、債券100%の運用ですので、その債券に関わる指標を見ていくということがポイントとなってございます。ただ、当然、新3階につきましては簿価運用ということでございましたけれども、次の3ページのところのウに、その他のリスク状況に係る指標とありますが、当然、債券の運用をしておりますので、参考といたしますか、当然、意識として市場リスクに関する指標等々も見ていくということ、このウのところも含んでいる次第でござ

ざいます。

それからあともう1点は、4ページにお進みいただきまして、1・2階ではオルタナティブ資産というものがございましたけれども、旧3階、新3階ではこのオルタナ投資はございませんので、こちらも空欄になっているものでございます。

後はそれぞれ1・2階、旧3階中心のところでございます、あと1点だけ。5ページの旧3階、真ん中の(2)に負債の状況の把握というところがございます。これは先ほど委員会で話題が出ておりましたけれども、旧3階につきましてはリスク管理の実施方針のところでも、項番1として閉鎖型年金の特性を踏まえる。あるいは負債と積立金の関係を常に意識する。そういうことを当然注意していくべきポイントと考えておりますので、少なくとも毎年1回、その状況把握、必要時の対応。これを明記している。しっかり取り組んでいくことを示しているところでございます。

以下、1・2階と旧3階、新3階についても同様のものとなっております、このような形で、前回まとめておいたものに、地共連レベルのリスク管理の実施方針につきまして、それぞれ分けて、それぞれの特性等々をしっかり踏まえてリスク管理をやっていくとまとめている次第でございます。

実施方針に関するご説明、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きまして、ご質問等がございましたらお願いいたします。

この3つのものをそれぞれ独立の資料にしたものが、この資料2-3から2-5までということですね。

この実施方針については、この場を最終として決めたいと思いますが、ご質問等何かありましたらお願いいたします。

いかがですか。よろしいですか。

それでは、今ご議論いただいた3つのリスク管理の実施方針、2-3、2-4、2-5でございますが、これについては研究会として了承したということにさせていただきたいと思いますが、よろしいでしょうか。もし細かなところで、表現の修正などありましたら、私と事務局にお任せいただければと思いますが、よろしいですか。

それではどうもありがとうございます。

では、このリスク管理の実施方針(案)の今後の取り扱いについて、事務局より説明をお願いいたします。

○津田企画管理課長 このリスク管理の実施方針、及び先ほどご説明いたしました基本方針についての今後の取り扱いでございますけれども、基本方針につきましては、連合会内部の決裁後、総務大臣の承認をいただくということになっております。リスク管理の方針につきましては連合会内部で決裁をとっていきたいと考えております。

○若杉座長 以上のとおりということでございます。

それでは次に議事の3、機動的運用の運用方針について、に移ります。

これは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、私から機動的運用につきまして、ご説明をさせていただきます。

資料は3-1をご覧ください。最初に、この機動的な運用につきましては5月の第7回になりますが、全体の資金運用の検討委員会で上げさせていただいた内容につきまして、基本方針ですとか、その後、一部確定をさせていただいております。

まず1の機動的な運用の定義でございますが、これは前回と同じでございます、真ん中に四角い括弧で囲んでおりますとおり、社会保障年金部会であり方を示されているところでございます。したがって、機動的な運用につきましては、基本ポートフォリオの中の中心線に向けて、リバランスを行うものではなく、確度の高い市場環境の見通しに基づき、基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内で資産構成比、以降、「計画ポートフォリオ」と申し上げますものを決定することと考えてございます。

加えまして、2番でございますが、先ほどご審議いただきました基本方針（案）にいたしましても同様に記載してございます。厚生年金保険給付調整積立金に関する基本方針、経過的長期給付調整積立金に関する基本方針につきましても、括弧でございますとおり内容を規定してございます。各案につきましては、前段はとっておりますので、省略いたしますが、真ん中以降でございますが、「上記の運用方針を定める場合には、委員会の審議を経るほか、機動的な運用の実施状況を適時に委員会に報告することとする。」となっておりますので、今回こちらにつきましてご説明する次第でございます。

ページを進んでいただいて裏面をご覧ください。こちらは5月の案のところでも示させていただいた部分につきまして、一部加筆をしてございます。まず全体につきましては投資額の策定、投資行動の実施、計画ポートフォリオの評価という3段階で書いてございましたが、今回につきましては5段階に分けてございまして、①、それから③を追加してございます。①につきましては言わずもがなでございますが、まず機動的な運用につきましては市場環境の見通しの作

成をするということでございます。経済環境コンサルティング、これは7月より実際採用して、外部のシンクタンクによりますマクロ経済分析という形でのコンサルティングでございますが、これに加えてグローバルな金融市場に関するマーケット情報等を収集いたしまして、確度の高い市場環境の見通しを作成することでございます。それに基づきまして、②でございますが、運用方針を策定いたします。これにつきましては繰り返しになりますが、基本ポートフォリオが想定する期間が25年ということでございますが、それもかなり短い1年から3年程度の短期のところを想定いたしまして、(1)の市場環境見通しを踏まえながら、フォワードルッキングな視点で運用方針を策定いたします。その際、こちらが加筆になってございますが、基本ポートフォリオの各資産におけます許容乖離幅のレンジを5分割して、その中で計画ポートフォリオのレンジを設定するをいたしております。

別表のほう、次のページになりますが、ご覧をいただきますと、今回の基本ポートフォリオ、別表を見ていただきますと表になってございますが、それぞれ基本ポートフォリオ中心値、それから許容乖離幅が書いてございますが、許容乖離幅の上下、それぞれかなり広いということでございますので、それぞれ計画ポートフォリオのレンジにつきましては、そのレンジ内を5分割いたしてございます。真ん中のところ、中立、それからUWというのはアンダーウェイト、それからOWというのはオーバーウェイトでございますが、それを5分割いたしまして、中立、ややUW、UW、OWにつきましてはややOW、OWという形で記載してございます。このあり方につきましては基本的には中立のところは若干狭めにしまして、その後につきましては4分割をしているという状況でございます。こちらの形でこのレンジのところを決めていこうということでございます。

また、本文に戻っていただきまして、③でございますが、この運用方針に従いまして資金運用計画のほうに、この答申案を反映していくことでございます。特に資金計画につきましては年間で策定することになってございますので、この際に反映することといたします。

④でございますが、投資行動の実施でございます。運営方針策定時の市場見通し、それから実際の市場環境の推移を確認しつつ、運用方針及び資金運用計画に基づいた投資行動を実施いたします。その際、市場環境の見通しと実際の市場の環境が異なる場合につきましては運用方針の変更も検討いたします。

⑤でございますが、計画ポートフォリオの評価でございます。毎年度、計画ポートフォリオの評価を実施いたします。評価方法といたしましては基本ポートフォリオの乖離がございまして、パフォーマンスの比較もございまして、それから運用策定時の市場環境と実際のマー

ケットの推移の比較等やってまいりたいと考えてございます。

以上が、機動的運用の運用について、でございます。

続きまして、資料3-2に移っていただきたいと思っております。今回、10月以降、一元化になりますので、この27年の下半期の運用方針（案）につきまして、現段階のものをこちらにお示ししてございます。先ほど申し上げました機動的な運用の運用イメージをとりまして、まず市場環境の見通しでございます。それぞれ国内景気、海外景気、それから国内の金利、国外の金利、それから国内外の株式につきましてコメントさせていただいております。

順次、申し上げます。国内景気につきましては足元の景気は弱いということでございますが、先行きにつきましては緩やかな景気回復を想定してございます。金融政策につきましては日銀の量的金融緩和は継続。場合によっては追加緩和があり得ると。そういったことではございますが、なかなか目標にしてございます2%の物価上昇達成には相当な時間がかかるという見通しでございます。

海外景気でございます。見込みにつきましては景気回復調が継続。米国の中央銀行でありますFRBは早晩、利上げを開始する見込みでございますけれども、足元の原油安ですとかドル高ということがございますので、インフレは低位推移する見込みで、利上げのペースは緩やかなものになると想定してございます。欧州景気につきましては、低迷から緩やかに回復へ向かうものの、インフレは低位で推移する見込みで、欧州の中央銀行でありますECBの量的緩和は継続する見込みでございます。

こういった状況の中、国内の金利でございますが、日銀の量的緩和への出口というのは相当時間がかかるということでございますので、長期金利の上昇幅は下期につきましては当面は限定的であろうと考えてございます。国内株式につきましては、企業業績の回復基調の継続ですとか、そういうことではございますので、中期的には上昇する見込みでございますが、当面につきましては外部環境、特に海外の景気、中国と新興国等の状況ですとか、原油や為替の状況等に相当な市場環境の不透明感がございますので、この場合によっては景気が下ぶれしてくるということも想定されます。そういった状況の中ですと、しばらくは不透明な不安定な状況が続くものと見込んでございます。

外国の金利でございます。米国につきましては利上げが開始される見込みでございますが、利上げのペースはゆっくりであるということ、それから落ち着いたインフレがございまして、長期金利の上昇幅につきましても限定的であろうと考えてございます。欧州につきましてはECBの量的緩和政策の継続、低位なインフレから長期にはほぼ横ばいと想定してございます。

外国の株式でございます。米国につきましては世界経済景気や企業業績の回復から、中期的には上昇見込みでございますが、当面は中国の景気動向ですとか、アメリカの利上げに伴います市場の波乱も想定されますので、そういった状況かと考えてございます。

為替でございます。景況感の較差ですとか、金利の較差拡大から、円安、ドル高を見込んでおりますけれども、当面は、繰り返しになりますが中国の景気動向ですとかアメリカの利上げ開始による市場の波乱という展開も想定されるということでございます。こういった市場環境見通しのところ、参考でございますが、想定する相場レンジ環境という形のところでまとめてさせていただいておりますので、ご覧ください。

一方、今申し上げました（２）でございますが、基本シナリオに対するリスクでございます。当然ながら、アメリカの金融縮減政策につきましてはリーマンショック後の初めてとなることですとか、前回の利上げにおきましても新興国の波乱等がございましたので、利上げの実施に際しましては市場が想定外に反応する可能性があること。また、中国景気の失速、それから原油を中心にした商品価格の下落など、金融市場に対する先行きの不透明感は比較的高い状況にあると現状のところは分析してございます。

裏面に移っていきまして、２番でございます。足元の資産構成の状況でございます。それぞれ国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、短期資産でございますが、この８月末の推計値でございます。まだ確定ではございませんが、時価総額と構成比を載せております。構成比の欄を見ていただきますと、新基本ポートフォリオの乖離幅のところでございますが、表でいきますと右から２段目でございますが、ほぼ許容乖離幅のレンジに収まっておりますが、国内債券につきましては若干乖離幅を、コンマ幾つですが上方に乖離してございます。そのほか国内株式、外国債券につきましては中心線に対しまして若干のアンダーウェイトの状況、外国株式につきましては中心線に対しまして大幅にアンダーウェイトしている状況でございます。これが足元の状況でございます。

３番が計画ポートフォリオでございます。先ほどの下の表を見ていただきますと、計画ポートフォリオのレンジにつきましては上げ幅の部分で示させていただいている部分でございます。市場環境の変化が激しく、先行きが相当不透明であることを踏まえまして、足元の実効ポートフォリオの構成比、先ほど申し上げました８月末推定の構成比の状況でございますから、この状況を維持するような形での計画ポートフォリオのレンジを目標とする慎重な運用を行ってきたいと考えてございます。

なお、１・２階と旧３階につきましては同様の資産構成比の目標レンジとしたいと考えてご

ざいます。

少し早口でございますが、私からの説明は以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

ただいまの説明について、ご質問等ございましたらお願いします。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 「機動的な運用に関して、市場環境の確度の高い見通しを行った上で」と書いてあって、ここが非常に重要だと思うのですが、実際、経済見通しとリターンの関係がどうかと行ったら、ほとんど確度の高いものは出てこないというのが常識だと思います。それから経済見通しを離れて、マーケットの見通しのほうも大体当たらないというのが常識だと思います。であるにも関わらず、どういうやり方をしたら、確度の高いものが出るとお考えなのか。資料3-2が、確度の高いというものなのか。普通言われていることを整理しただけじゃないかと思うのですが。これと、ポートフォリオのレンジが、どう繋がってくるのか、理解しがたいという感じがいたします。

細かなことはともかくとして、経済環境コンサルティングをお雇いになっているわけですが、それぞれがその確度の高い見通しを、どんな方法でやられているのか。それはそう信じるに足るものなのかどうかということは、やっぱり確認していただきたいと思いますが、このあたりはどのようなのでしょうかということが一つ。

それから2番目に、基本ポートフォリオとは違うポートフォリオを組むことになって、当然基本ポートフォリオからの乖離リスクというか、見通しに基づいて運用することによって、基本ポートフォリオで考えていたのとは違うリスクを取りに行くことになるわけですが、そのリスクはどのように管理するのでしょうか。ここでは乖離許容幅の中だと書いてありますが、その範囲でもリスクは必ずしも基本ポートフォリオと同程度というわけではないですから。それから、この乖離許容幅というのは、従来の考え方では、アクティブな判断をしてリスクを取っていく、その許容範囲がこれだけですよという意味で出しているわけではありません。どちらかというと、パッシブな考え方で、基本ポートフォリオから離れても、元に戻すにはコストがかかるから、この乖離許容幅の範囲だったらそのまま放っておきなさいということで決めたのです。大体どこもそういう考え方でやってきているわけです。そこに経済見通しなり何なりでアクティブにこのポジションを変えていくというので、どの程度リスクを取るか。つまり従来と違った考え方で乖離許容幅を設けるということになりますけど、それはどういう考え方で設定されるのでしょうかというのが2番目ですね。

それから、ここでは機動的な運用については体制面について、特に書いてありません。「外部のコンサルティングを雇う」とだけ書いてありますが、外部のコンサルティングを雇って、そのまま運用というのはイージー過ぎるのではないかと。外部のコンサルタントの予想どおりにはないから、こちらのほうでどう解釈するかなど、いろいろな対応を継続的にしていかなければいけないと思いますが。そういう意味で、こちらの体制は、どんな準備をされているのか。そこをお伺いしたいと思います。

○若杉座長 どなたが答えいただけますか。

○寺岡総括投資専門員 私から。何点かいただいたかと思います。

最初に今回のこの見通しでございますけれども、確度の高いというところでご指摘いただいたのですが、ご案内のとおり、見通しが当たるということを全面的に信じてやるということではないと考えてございます。

それからシンクタンクにつきましては2社ほど既に契約をしております。1社につきましては日本のニッセイ基礎研究所でございます。もう一つにつきましてはオックスフォードエコノミクス社でございます。こちらはロンドンにございます経済系のシンクタンクでございます。そちらについてはGPIFとか、日銀等についてもいろいろと契約があるということで、実績はある機関だと考えてございます。もちろん2つ選んでございますのも、当然いろいろな機関がございまして見通しが違うということがございまして、それについてどこが違うかにつきましては、私どもの中で吟味させていただいて、経済見通しは作っていかうという形で考えてございます。

それから市場の分析につきましても、ただマクロを見ればマーケットが分かるわけではございませんので、その点につきましても経済が良いから株が上がるといった単純な世界ではないということも重々承知してございますので、しっかりと情報収集をしていくというような形のところはやっていきたいと考えてございます。

それから、同様に今回お示しました27年下半期の運用方針でございますが、委員ご指摘のとおり、これまでのリバランスを中心にした運用とは違うということがございます。当然、今回の基本ポートフォリオ、許容乖離幅を見ていただきましても、従来に比べて相当広いということがございまして、ある程度経済環境等を見た上で、機動的運用も可能であるということでございます。加えまして、今回につきましては旧来の運用から新しいものになりまして、基本ポートフォリオが変わってくるという状況でございますので、ある意味では移行という部分も視野に入れたものを考えなくてはならない部分だと理解してございまして、これを単純に、機

械的にリバランスを行っていくというような形の従来の方式ですと、やはり動く量が大きいところがございますし、取るリスクも大きくなりますので、これについては慎重に対応すべきであろうということをごさいますして、その点等を踏まえながら考えておるところでございます。

ですから当然ながら、そのリスク管理につきましては基本ポートフォリオに対しまして、これは変な言い方ですが、リスクが少ないといった形でのリスクを取っているということになりますけれども、となれば、このリスクの取り方はどうかということにつきましては、事後評価はしっかりしていきたいと考えてございます。

それから、体制面につきましては、まだこれを始めたばかりということをごさいますして、これまで十分かどうかでございますが、こういったことをシンクタンクの状況ですとか、そういった部分のところを切磋琢磨しながら、我々の能力も上げていかなければいけないと考えてございます。

全てお答えになっていないかもしれませんが、以上でございます。

○若杉座長 浅野委員、何かありますか。

○浅野委員 余りお答えになっていないですね。

○若杉座長 浅野委員のお考えでいえば、効率的市場であるから、地共連だけが何か良い情報が得られるなんて考えるのはおかしいわけで、そういう意味でいうと……

○浅野委員 そのマクロとリターンの関係がどうかというと、それについてはもうほとんど関係ないというようなことです。あえて、「確度の高い」ってどういう方向でおやりになるのか。その辺はもっと慎重に検討していただく必要があるのではないかとこのことを申し上げたつもりです。

○若杉座長 年金部会がアクティブ運用をやれということからは実務的な根拠が必要です。アクティブをやるためには人・システムなどの運用体制の整備の問題があります。それが準備できないならばアクティブ運用はしないほうが賢いと思います。

村上委員、何かありますか。

○村上委員 今、浅野先生がおっしゃったこととかなり重複いたしますが、一つはこの地共連としての動的戦略をアセットミックスで行うということになったら、それなりのきちんとした哲学、方針というのが必要になるのではないかと思います。まずレンジの意味ということで、レンジというのは何故あるかと言ったら、基本ポートフォリオを効率的なポートフォリオと考えたから、あまりそこから乖離しないように管理するという意味もあるでしょうし、時価変動を吸収するというのも実務的にあると思いますし、また今みたいにチャレンジという、そのの

ところで超過収益を狙っていくという考え方もあると思います。けれども、例えばこの回収資料の裏面のような、フルにレンジを使ってチャレンジしようとしたら、そのアセットミックスを変更することのリスクというのはとても大きくなって、恐らく私のイメージからいきますと、個々の資産でアクティブ運用を一生懸命セレクトしている超過収益などは、アセットミックスをこれだけ動かしたら吹き飛んでしまうぐらいのリスクを取ることになるのではないかとと思われるのです。

それで一つは、まず動かすのが目的ではなくて、何を目標にするかということで、もし超過収益というのを目標に置くとすれば、期待する超過収益とそれにふさわしいリスクの取り方というのを対応させ、方針としておこななければいけないのではないかと思います。その超過収益も年々で得ていくことを考えるのか、5年で得られれば良いというように考えるのか、その辺りによっても運営の仕方が違ってきます。その辺の方法論、投資哲学がどのようになっているのかがよく分からないというところがございます。

経済見通しというのはなかなか当たらないということで、主要な17機関ぐらいのデータを30年ぐらい集めて分析している先生もいらっしゃいます。そのデータによりますと、やはり統計的に各見通しを出している機関の見通しというのがなかなか当たっていない、ユニバースの平均値が2位になっているとか、継続して上位に来るところというのはなかなかないとか、そのような客観的な分析もありますので、一つの機関のシナリオを参考にすることによって、またそこでどのくらいリスクを負うのかということも考えなければならぬのではないかと思います。

それから、株式市場は景気との関係というのが難しいと思いますが、GDPの見通しでいきますと、私も過去いろいろ調べたことがあるのですが、大体足元でGDPがどのように発表されるかというのは、もう四半期前の話をしているわけです。GDPと株式リターンの関係というのはなかなか説明力がないですが、それでも一番当てはまりが良いというのが、2四半期先のGDPと現在の株式市場との関係であり、それはどういうことかと言うと、10~12月期の株式リターンを考えようと思ったら、来年の4~6月期のGDPを見にいかなければならないということです。それでも相関が0.3ぐらいだったと記憶しています。そのくらいしか当たらないというのを前提としたときに、本当にフルにレンジを使うことになるのかどうか、そのようなことも含めて、いろいろ検討しなければいけないと思います。

○若杉座長 寺岡専門員、いかがですか。

○寺岡総括投資専門員 最初のご質問のところの、ここにあります許容乖離幅の中でレンジ表

を作って、そこで違う期の元は違うレンジを想定するということにつきまして、そのいわゆる超過収益を狙っているタクティカル、TAという指標なのかということですが、現在のこの下期に関しましては想定してございません。おっしゃられたとおり、見合うべきリスクにあわせて、どれぐらいの期待収益を狙って、そのTAのところではアルファをとるかということをしっかり踏まえてやるべきだと考えてございまして、今回につきましては、今回基本ポートフォリオが変わってきたということと、足元の構成比の状況の中で、今見えるところの範囲の中で、我々の中でこういった投資行動をするのが一番適切であろうかということ考えた次第でございます。

それから経済の見通しについては、ご案内のとおりでございまして、GDPそのものの予測も、各シンクタンク含めましてほとんど当たらないといえますか、1期先でも当たらないといえますか、その辺についての状況は十分考慮してございまして、それがGDPだけではない経済の指標、おっしゃられるとおり、景気の先行指標ともいわれますので、株価そのもの考えること自身も、その景気の見通しすることになるというのは、少し循環する部分もあると思えますけれども、そういうことにつきましては今後しっかりと、我々の能力も上げていかなければいけないと思っております。

○若杉座長 はい、川北委員、どうぞ。

○川北委員 今日の資料、回収資料を見ていまして思ったのは、戦略的には、これは私の解釈なので間違っていたら訂正していただきたいのですが、現状の資産構成比をどういうふうに変えて、基本ポートフォリオに持っていくのか。その戦略がここに表れていて、結局下半期は大きく変えないと。今の乖離許容幅を維持したままで、ほとんど動かないということを宣言されているのかなと解釈したのですけれど。

私の解釈では、お二人がおっしゃったように、機動的にやったところで儲かるかどうかは分からないし、もしそれを本気でやるのであれば、もっと体制をきちんとしないといけない。それこそ、国内と海外のシンクタンク2社に聞いてやっておられるわけですが、そのシンクタンク自身の信頼性がどの程度あるのか。信頼性があっても、当たるかどうか。そこから辺は何とも言えないわけですから、自分たちで情報をきちんと収集をして、その上でシンクタンクの意見を参考的に聞いて、決めていく。そういう体制をとっても、本当に年金部会でうたわれているような、理想的な状況が得られるかどうか分からないわけなので。そうすると結局は今の新しい基本ポートフォリオがいいのかどうかは議論があるわけですが、いずれにしても基本ポートフォリオに今かなり乖離をしているわけで、そこに当面はいかに近づけて

いくのか。どういうスピード感でもって近づけていくのか。その戦略を立てる上での、そういう意味での機動的な運用、そこに徹したほうが良いのではないのかなと思います。

いずれ、この基本ポートフォリオに近づいたときには、かつての運用のように、基本ポートフォリオから大きく外れない。外れたときには、かつてのようにリバランスをかけるという、その程度のことでしかやりようがないというか、それが一番安全な方法だと思っています。それが私の意見です。

あと細かい点ですけれども、資料3-1の下の方で、基本方針でこの「委員会の審議を経るほか」と書いてありますけど、我々が、この審議をするということはどういう意味なのか。質問をするのを忘れていたのですけれども、ここで訂正意見を言うのか。それとも単に言い放しの意見を言うのか。どのように考えたら良いのかというのが質問の1点目です。それからもう1点、同じ資料の2ページ目の②で、25年程度よりも短い間、1～3年程度を想定して、運用方針案を策定するとなっていますが、いただいたこの回収資料3-2は、下期の運用方針と書いてあって、ここら辺の関係はどうなっているのか。以上、2点、質問です。

○大森資金運用部長 ご質問としては2点頂戴したかと思います。この審議の意味でございませぬけれども、私どもはこの総括投資専門員を含め、この人材の専門性の強化というところには努めてはおりますけれども、一方で外部の先生方、それぞれのお立場、分野でご知見をお持ちでありますので、そういうお立場からのご意見、これは特に限定するものではございませんけれども、幅広い分野から専門のお立場からご意見を賜ればと考えております。ただ具体のこの投資行動、またこの投資の結果に対する責任というものは、私ども地共連で負うものでございますので、我々責任を持って行動をする地共連としてより専門性のあるご意見を事前にいただきたい。また、事後の評価として、反省点、ご指導を賜りたいという観点からこのような基本方針の規定とさせていただきますのでございます。

後段につきましては、専門員から回答を差し上げます。

○寺岡総括投資専門員 2つ目の質問でございませぬけれども、今回、資料の3-2でございませぬが、真ん中に参考資料のところ、相場環境というのを書かせていただいております、一応レンジを書いておるんですが、これ、16年3月までしか書いていないということでございませぬので、あたかも下期だけしか見ていないというような形の表になっているところについては、これは少し配慮が足りなかったと考えてございませぬ。基本的に下期に運用するに当たりまして、当然ながら3月末まで見るというよりは、もう少し長いところを見ていかないと全体のトレンドが見えないというのがございませぬので、あくまでもこちらの運用案について書きました

ところにつきましても、1年から3年と書きましたのは、短期でそのアヤをとるような形でのTAにするつもりはないということを書かせていただいております、それぞれにおきましては余りにも長い想定期間が基本ポートフォリオでつくられておりますので、それよりも少し短い。と言いましても、余り短いのは意味がございませんので、1年から3年ぐらいのところ。少なくとも1年超ぐらいのところを見通しながら、今の経済の方向性ですとか、マーケットの方向性はどちらに向いているかというところを吟味しながら、計画を立てるべきであろうという形の考え方を持っております。

少し想定レンジの型が3月で切れてございますけれども、あたかも短期的な下期の運用方針だけだということではありませぬので、全体の見通しにつきましてはもう少し中期のところのイメージを持っているところでございます。

○若杉座長 どうぞ、村上委員。

○村上委員 例えば1年とか3年で、どのぐらいの超過収益を狙い、その間はどのぐらいトラッキングエラーを許容するのかというように、基本アセットミックスに対してのリスクの取り方というのは、方針として定義をされておいて、それに基づくリスク管理をされるべきではないかということが1点目です。

もう一つはこの資料3-1の機動的運用の年金部会の議論ですが、うがった見方かもしれませんが、私はこの部会の定義というのは、一昨年秋に例の公的資金等の有識者会議がありまして、その報告書というのがフォワードルッキングだとか、機動的運用について非常に前向きな報告になっていたというのを受けて、年金部会はまたいろいろな整理を行っているところがありまして、それで機動的運用をできる旨を明確にしつつも、その先が重要であって、「その際のフォワードルッキングは決して投機的なものであってならず、確度の高いものであるべきことを明示する」と表現しています。これは有識者会議では出てこなかった言葉なわけです。こここのところで、わざわざこのように定義をしたということの意図を酌みますと、確度の高い方法論で行おうとしているかどうかというのは、この委員会でも審議をしなければならないことになるのではないかとと思われるのです。

○若杉座長 ここでいう投機的ということの意味もよくわからないですね。文脈からするとリスクが大きいという意味にとれますが。

いずれにしろ、こういう機動的運用というのは、伝統的な言葉でいえばタイミング戦略あるいは銘柄選択ということで、極言すれば相場を操れる人しか確実に儲けることができません。そんなことを地共連にできるはずないわけですから真に受けてやるのは良くないと私は思っ

います。慎重に対応すべきだと思います。これまでにいただいた皆さんのご意見も同じだと思います。

当面、地共連は、これとは関係なく、新しいポートフォリオへの対応ということで動いているようですから、それで良いのではないかと思います。いずれにしろ、委員会の審議を経ることになっていきますから、今後も理にかなわないことは回避できると思います。当面ここにある通りということによろしいですか。

どうぞ、千田委員。

○千田委員 許容乖離幅について、これは地共連として独自性を出せる可能性という意味で期待もございましたが、結果として、現状のアセットアロケーションから、新基本ポートフォリオに移行するときにソフトランディングに近づけていくことを許容できるものとしての乖離幅という位置づけで設定されていると解釈いたしました。

計画ポートフォリオのレンジを仮に定義されて、今後下期の運用に臨まれるときに、このレンジを上回ったり、下回ったりしたときの対応について、ある程度ルール化されておいた方が良いと思います。例えば債券の保有比率が50%を上回ったときに、どう対応されるのか。

ポートフォリオの振り返りという意味でも、何を起点にして超過収益を得たかというところの考え方をきちんと整理しておいていただきたい。結果だけではなく、その投資行動が正しかったかの振り返りをするという意味で、そこは整理をしておいていただきたいと思います。

○若杉座長 よろしいですか。

大森部長、どうぞ。

○大森資金運用部長 許容乖離幅、広く設定した理由、3点ほど当時上げておりましたけれども、そのうちの一つが今ご指摘のとおり、現行のポートフォリオからの円滑な移行というのを上げておりますので、ここは千田委員ご指摘のとおりでございます。一旦、局面で、国内債券50%の範囲内に入ったときもありましたが、今こういう相場の状況で、この数字でもお示しのとおり、国内債券が許容乖離幅を超えておる。すなわちまだあの整理では移行期にあるというところであります。これを一旦入れていくというようなことで考えておりますけれども、少なくとも今お示ししておりますレンジのところまでということで考えておりますのと、今後の運用に当たっては少なくとも基本ポートフォリオの中心値が重なっておりますので、これを逆に向かうようなリバランスはしないということは、最低限のこととしてはあるのかなと考えております。

また、この網かけのレンジを超えるような場合には、そのときの見通しも踏まえて、基本的

にはこのレンジの中ということではありますけれども、逆に拘子定規に捉えるわけでもなくて、きちんと判断をして進んでいきたいと、このように考えております。

○若杉座長　そういうことでよろしいですか。

どうもありがとうございました。

それでは、機動的運用の運用方針につきましては以上で終了したいと思います。

次に、4番目の議事であるオルタナティブ投資について、に移ります。

これは高濱投資専門員より、説明をお願いいたします。

○高濱投資専門員　それでは、お手元の資料4、オルタナティブ資産への投資に係る運用対象の選定項目について、というものをご覧ください。

本日はお付けしてございませんけれども、前回のこの会議でご審議いただきました運用対象の多様化、各オルタナティブ資産への投資に係る運用方針。あの運用方針の中で、運用対象の選定に係る審査項目ということで、こういったものに関して審査を行いますという方針を挙げてございます。その審査項目について、さらに具体的に細かくブレイクダウンといいたまいますか、規定したものでございます。

1ページ目、(1)のところで運用機関に関する事項。めくっていただきまして、3ページ目のところで、下のほうで(2)運用戦略に関する事項。これもオルタナティブ資産への投資に係る運用方針と同じ建付けになってございまして、それぞれについて①から幾つかの項目を設定してございます。この①、②、③といったところも、そのオルタナティブ資産への投資に係る運用方針で、審査項目として設定しているものでございます。それぞれをかなり細かく実際の運用プロダクトと選定するに当たって、こういったところに関して審査をしていきますというものをまとめたものでございます。

細かいところのご説明はちょっと割愛させていただきますが、まず1ページ目、運用機関に関する事項に関しては、①のところで経営状況。これは資本金、財務内容ですとか従業員、あるいは運用資産の残高ですとか、これだけの決まっていたところを中心に見ていきます。

②、下のところになりますが、組織の概況、投資判断に係る意思決定プロセス。特に投資判断に係る意思決定、プロセスがきちんと確立されているかといったところを見てまいります。

めくっていただきまして2ページの③でございます。オルタナティブ投資に関する専門的な運用能力及びリスク管理能力というところで、実際にオルタナティブ投資は、運用資産とは当然違うものでございますので、そこの専門性があるか。あるいはリスク管理能力があるかといった観点での項目。④、これはコンプライアンス等の内部統制体制でございます。これは当

然のことでございますけれども、きちんとこういった組織としての内部統制がとれているかというところの審査項目になります。⑤監査体制、同じような観点でございますけれども、きちんと監査をする体制が整っているか。

3ページにいていただいて、⑥一般に適正と認められる認証基準等の取得状況。受託業務に関して内部統制の監査等を受けているかという観点。⑦が、一般に適正と認められる格付け機関等による評価状況というところでございます。⑧その他といたしましては、これは再委託等を行っているような場合には、その再委託先のモニタリングをきちんとできているかという観点が重要になろうかと思えます。

(2) 運用戦略に関する事項。これは主にプロダクトに関するところでございますが、①の運用哲学、②で運用手法、運用体制。これも先ほどの運用機関のところでも若干重複しますが、運用プロセスがきちんと確立されているか。あるいは意思決定と責任の所在が明確になっているかといったところになります。

めくっていただきまして、4ページ目でございます。③の期待リターン及びリスクの水準。これは当然、オルタナティブ資産、私どもとしても投資に当たって期待するリスク・リターンというものがございまして、そういったものが妥当なものかどうか。④、そういったリターンの源泉は一体どこにあるのか。そこに果たして優位性が認められるのかといった観点でございます。⑤、⑥に関しましては、これは運用戦略に起因するリスクですとか、あるいは運用戦略の仕組みに関するリスクといったところで、こういったリスクが潜んでいて、そういったところをきちんと把握してやっているのかといったところを見ていこうと考えております。

⑦リスク管理体制及びその手法。⑧、これは換金条件等の流動性ということですので、オルタナティブ資産の非流動性のところがどの程度になっているのかというところをチェックしてまいります。⑨時価の算出の根拠。市場性が余りのないこの資産でございますので、どのようにこの時価評価を行って、実際の資産を算出しているのかといったところのチェック。⑩、これも当然でございますけれども、実際の運用実績がどの程度であったかと。

めくっていただきまして6ページ目、運用受託実績等（投資家構成）の推移。投資家構成等々が大きく変わっている場合、何らか後ろのほうで見えないところで何か起きている可能性がありますので、そういったところのチェック。⑫では情報開示に関する対応。⑬運用報酬等の運用コスト。

⑭その他でございますが、7ページ目のポツ2つ目でありますけれども、特にオルタナティブ資産ごとの適切な分散投資に寄与すると認められるか。個々のプロダクトの評価ももちろん

重要でございますけれども、全体として見た場合、同じようなものばかり集めて、余り分散がきいていないというところ、それは問題でございますので、そういった観点からも入れていこうというものでございます。

ちょっと早口になりましたが、以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。これはできればこの場で決めたいということですか。

○大森資金運用部長 オルタナにつきましては7月の末からエントリー制ということで募集に入っております。まだ会社としては40社近く上がっておりますけれども、このようなことを審査するというので、記載事項が多いような調査票を送っておりますので、具体のものがまだ来ておりませんというような状況でございます。今後、一、二カ月で、そのあたり集まってくると思いますので、そのあたりを精査の上、選んでいく段階ではきちんと審査基準というような、もう少し具体化したものを作る必要があると思いますけれども、今この応募をお待ちしている段階で、前回、ちょっと粗いような審査項目でしたので、もう少し細かいような見方が必要なのではないかというようなご指摘もありましたことから、今の段階でできる審査項目というものを精査させていただいたところでございます。

○若杉座長 何かご質問はありますか。

消費者庁は、現在、形骸化している公益通報制度を改正するための検討を行っています。その一つとして内部通報等について良い仕組みを持っている企業を認証するというような制度も検討されているようです。企業が取引するときには、その認証を得ている企業を優先するとか、あるいは官庁は認証を得た業者としか取引しないとといった議論もあります。運用会社やファンドマネージャーについても同様のことが行われるようになるかもしれません。

ついでですが、アメリカでは、エンロン事件の後、内部通報制度が重視されています。特に経営者の不正に関する内部通報が保護されるようになりました。その結果、経営者の不正が減ったと言われております。

余計なことを申し上げましたが、以上のような議論でよろしいですか。

それでは、オルタナティブ投資については、基本的に資料の通りということにしたいと思います。

それでは次に5番目ですが、以前にも説明がありました新規プロダクトの公募の件です。その公募状況ということで、馬場運用第二課長から、ご説明お願いいたします。

○馬場運用第二課長 資料5でございますが、新規プロダクトの公募状況について、ご説明をさせていただきます。

新規プロダクトの公募につきましては、前回の研究会におきまして、国内株式のアクティブ運用におきまして、2つの運用スタイルについて公募を行っておりますというご報告をさせていただきます。また、その後国内債券につきましては、新たに公募を行っておりますので、これらの条件につきまして、ご報告をさせていただきます。

初めに、国内株式の公募の関係ですが、前回もご説明しましたが、ここではクオンツに基づくファンドと、それからESGのファンドの2つの運用スタイルにつきまして公募を行っておりますということで、研究会以降に公募の締め切りを行ったところでございます。

それからちょっと飛びますが、(2)の応募状況でございますけれども、応募プロダクト数としましては、クオンツに基づくファンドが14プロダクト、ESGファンドが13プロダクトということで、合計27プロダクトの応募がございました。

それからスケジュールのところですが、8月から選考を行っておるところで、これまで行っておりました新規プロダクト公募につきましては、先に定量評価によるスクリーニングを行って、ヒアリングを行っていたというところでございましたが、今回の応募プロダクト数が限られていることもありますことから、定量評価よりも先に定性評価をやろうということで、定量評価によるスクリーニングを行う前にヒアリングを実施することとしたところであります。今回26プロダクトのヒアリングを行うということで、一つ応募数から減っておりますけれども、こちら一つのファンドというのがアイデアだけのファンドでございまして、実際、運用実績がないというところで、一つ落ちてございます。そういったことでヒアリングを行いますということで、次のページでございますけれども、そのヒアリングの項目について、参考で掲載をさせていただきます。

ヒアリングの項目につきましては、①から⑤で書いてございますけれども、まずこちらの①から⑤の項目につきましては、従来の評価項目でございまして、今回は運用方法の特性に鑑みまして、下に書いてございますように、ESGとクオンツにつきまして新たなヒアリング項目を追加しようというふうに考えてございます。まずESGに関しましては、その観点から長期的な超過収益の獲得が期待できる運用哲学や運用スタイルであるかということを確認する観点から、まずESGの位置づけの適切性、これを確認しようとしております。真ん中に応募のプロダクトの中ではESGといっているだけで、本当にESGなのかなというプロダクトもございましたので、その適切性を確認しようと考えております。そのほか、ESGのプロセスのアクティブ運用としての整合性であるとか、あるいは運用プロセスにおけるESGのプロセスの明確な説得力の有無とか、あるいはESGのプロセスがファンドのパフォーマンスに結びつい

ているかどうかといったことを、丁寧にこれから確認をしようというふうに考えてございます。

それからクオンツに関する項目としましては、市場環境にとらわれず安定的に超過収益の獲得が期待できる運用哲学や運用スタイルであるかどうかといったこととか、モデルの内容と改良の経緯などを確認しようと思っております。改良の経緯と申しておりますけれども、例えば2007年のクオンツショックとか、2008年の金融危機といったようなモデルが機能しなかった状況がございましたので、そういった状況を踏まえて、その後どのように改良を重ねていったかということを確認をしようとしてございます。

これから現在、選考を実施しているという状況でございまして、運用開始についても11月を目途に始めたいと考えてございます。

それから次のページに移りますが、国内債券でございます。国内債券のアクティブ運用でございまして、NOMURA-BPIの総合をベンチマークとしますプロダクトなどに加えまして、ベンチマークを意識しないプロダクトとか、あるいはヘッジ付き外債といった投資対象を拡大することを念頭に、現在プロダクトの公募を行っております。こちらにつきましては、8月21日に公募を締め切ったところでございます。

それから(1)現状でございまして、文章で書いてございまして、次のページをお開きいただきますと、数字なりでご理解いただくように、参考で載せておる部分がございますので、こちらでご説明をさせていただきます。

4ページ目ですけれども、最初に国内債券のポートフォリオということで、今年3月末現在での内容でございまして、国内債券全体では10兆5,000億でございます。そのうち自家運用としまして、インハウス運用が7兆1,000億ございまして、残りが委託運用ということになっております。委託運用の中には、パッシブの位置づけとしてのエンハンストの運用と、それからアクティブ運用がございまして、アクティブ運用の中には、さらに市場型のファンド、これ6つ。それと事業債型ファンド1つがございまして、今回の公募というのはこのアクティブファンドについての公募を行っているということでございます。

それから中ほどの国内債券の委託運用の運用実績のところでございますけれども、左の超過収益率の欄のアクティブというところですが、過去3年が0.38%、過去5年が0.34%、過去10年が0.12%と。安定的に超過収益を上げているということが確認できると思います。それから右のインフォメーション・レシオのアクティブの欄のところにつきましても、ご覧いただくように、高い数字にあるというのが確認できると思います。

それから下の表ですけれども、アクティブ運用の各社ごとのパフォーマンス、過去5年の実

績でございますけれども、運用会社のまず上の野村アセットマネジメントから三井住友信託銀行というのがアクティブ運用の市場型ファンドでございます、一番下のみずほ信託銀行は事業債型のファンドでございますけれども、いずれのファンドもベンチマークを上回っているということが確認できると思います。

資料を1枚戻りますけれども、(2)のところでございますが、こういった状況ではございますけれども、アクティブファンドの比率を拡大して、さらなる超過収益の獲得とか、運用効率の改善を期待することから、今回公募を行ったところでございます。また国内債券のアクティブ運用においては、超過収益の源泉が他の資産に比べて限定されていますことから、他のインデックスとか、ベンチマークなし、ヘッジ付外債などの投資対象を拡大しまして、投資手法、着眼点の分散を図りたいというところを考慮しております。

それから(3)の応募の状況ですけれども、49のプロダクトの応募があったということに記載しております。

ご覧いただきますと、ベンチマークごとですが、NOMURA-BPIをベンチマークとしますものが半分以上であるとか、ベンチマークなしが7、それからヘッジ付外債が15ということで、多様な応募があったという状況でございます。

今後ですけれども、次のページに移りますけれども、応募を締め切りましたので、これから9月から11月にかけて選考を行いまして、12月を目途に国内債券のアクティブの新たなファンドの運用を始めたいと考えております。

簡単でございますけれども、新規プロダクトの公募状況についてのご報告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。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご質問等がございましたらお願いいたします。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 債券について、既存のアクティブのマネジャーの数がかかなり多い。超過収益の源泉が限定的と考えられる債券のアクティブ運用にこれだけのマネジャー数を抱えているという点、そして、後は超過収益率の優劣がある程度見えてきているような状況であるというところ。手数料込みであれば、ネットではもっと厳しい数字かもしれませんが、そこもご覧いただいた上で、さらにマネジャー数が増加することについて、振り返っていただいて、必要に応じて入れ替えも考えていただくことも必要ではないかと思っております。マネジャー数が増えることによって、管理工数も非常に増えますし、その割にはリターンが出ていないというのはよくあること

ですので、十分に精査していただきたい。

ちなみに、例えばGPIFの債券のアクティブマネジャー数を拝見しますと、9社です。規模がかなり違う中で9社に抑えている。そのあたりはよく吟味いただいて、リターンが上がらないところについては、それなりの対応をしていただきたい。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

○運用第二課係長 先生のご指摘、ごもっともでございまして、これを踏まえて検討してまいりたいと思っています。特に入れ替えにつきましては、こういう公募のタイミングでの入れ替えという方法ですか、あるいはこれ以外にも総合評価というのをやっております、ある程度の期間を見ていってだめなものについては解約していくという手段もございまして、あわせてこういう形で対応していきたいと考えてございます。

○若杉座長 参考資料の中央の表を見ると、過去5年と10年の間でパフォーマンスがぐっと下がります。ある程度入れ替えはしたほうが良いということではないかという気がします。あまり変わらないものもありますけれども、下がっているものが多いように見えます。

高山委員、何かありますか。

○高山委員 ESG投資に関して1点、コメントをさせていただきます。

この分野は欧米の主要な機関投資家においては、ESGに特化したファンドのみならず、通常の投資に置いてもESGの要素を投資判断に組み込むということは長い間やっています。その結果、そのようなプロセス、体制が整っています。それに比べると、国内の機関投資家はかなり差があるというのが現状だと思います。私はよく企業の方と話す機会が多いですけれども、国内投資家との対話において、そもそもESGの話が出てくることは非常に限定的であり、出てくるとしても、理解が浅かったり、あるいは形式的な質問が多かったりということも少なからずあると聞いています。もちろんかなり前からそういう手法を始めている国内投資家も少数ながらいるとは思いますが、国内投資家においてはかなりばらつきがあると思います。先ほど来からおっしゃられているように、ヒアリングのときには十分その点も確認しつつ、引き続き運用機関の評価を行っ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。よろしいですか。そういうことで。

○運用第二課係長 はい。

○若杉座長 もうヒアリングは始まっているのですか。

○運用第二課係長 一部始めさせていただいております、特にESGにつきましては、測定

についてはもう1回やってみようとか、もう少し遅くやってみようとか、今のご意見も踏まえながら検討してまいりたいと……

○若杉座長 やはりばらつきを感じますか。

○運用第二課係長 ええ。あります。これが先ほど説明させていただきましたけれども、これがESGなのというところから始まりまして、かなりのばらつきがあります。

○若杉座長 村上委員、どうぞ。

○村上委員 恐らく今、高山先生がおっしゃったことというのは、ESGというのは2つのカテゴリーがあるということだと思います。ここはアクティブファンドの議論なので、ESGというのが超過収益の源泉として、いわば戦略上のツールとしてどうかというような観点が非常に色濃くなってしまおうと思うのですが、もう一方では、機関投資家は運用プロセスの中でESGの要素は考慮しなさいよという、国連の責任投資原則なるものがあります。これには、我が国でも多くの機関投資家が署名していると思います。こちらの考え方はむしろもっと広範に社会の目的を達成するために、ESGに配慮するということは、将来に向けて必要で、それが運用パフォーマンスにも影響を与えてくるという考え方だと思います。連合会としてはどのような態度で、このESGというのを整理して臨んでいるのでしょうか。

○運用第二課係長 今の段階で、こちらに記載させていただいているように、アクティブ運用の中での公募という形になっていまして、村上委員がご指摘いただいたように、どちらかというパフォーマンスに若干重きが置かれております。先ほど高山委員からご指摘いただいたように、ヨーロッパですとそもそも投資するに当たって、ESGというのはまずそこは最低限やっていくべきでしょうということから、若干下がるというのを認識してございます。今、地共連の中では一応アクティブ運用からまず始めようという、ここから始めているところでございますけれども、将来的、全社的にどうするかということについては今後検討してまいりたいと考えてございまして、今の段階で社会的ということ、パッシブもアクティブも含めて全般的にどう取り組んでいくかということまで細かくまだ規定していないというのが実態でございます。

○若杉座長 大森部長、どうぞ。

○大森資金運用部長 これを全体に及ぼすかどうかということと言いますと、スマートベータとか、それから完全に個別で行くというようなファンドもありますので、そこまでこれを徹底するというような考え方はもっておりません。ただ可能なものについては極力それを見ることの方が有益であろうと考えております。

それと1点補足したいのは、私どもESGのファンド、今2つ持っているとは前回申し上げたと思いますけれども、5年前に始めましたのはもともとこの労働組合の連合から始まってきていることで、それが自治労さんなどの2号委員の方々のご指摘もありまして、当時はSRIと銘打ってこのファンドを採用するということでやらせていただいたという経緯がございます。そういうバックを抱えておりますので、私どもこれ問題意識は強くもっております、実は先ほど一つ前に申し上げましたオルタナの選定項目の3ページにも、ESG、SRI等に関する取り組みがあるかと。PRIへのご指摘がありました。国連の原則への署名などというような審査項目を設けるなどいたしまして、可能などころには極力こういう考え方を反映していきたいというようなことで取り組んでいるところでございます。全体的な考え方というのは、もう少しこういった成果も見極めて、そこを一段と整理をしていきたいと、こういう考えでございます。

○若杉座長 高山委員、どうぞ。

○高山委員 少しと補足をさせていただくと、確かに責任投資原則では社会的側面というのはかなり出ているように思いますけれども、それはそれとして、ヨーロッパ、アメリカの主要な機関投資家の話を聞くと、彼らのコンセンサスとしては、ESGのファクターと、それから長期的なリターンというのが強く結びつくという考えを持っています。そのような考えのもとで、自分たちが運用する資産の長期的リターンをできるだけ高めるところに主眼を置いて、その中で、ESGを一つの有効な要素だと位置づけているように感じております。

○若杉座長 ありがとうございます。そういうことでよろしいですか。

どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 いただいた資料で一つ気になったことがあるので、お伺いしたいと思います。

国内債券のポートフォリオですが、これを見ると3分の2がインハウスです。アクティブのパフォーマンスはみんなベンチマークに勝っており、これはすごいなと思いますが、インハウスのパフォーマンスはどうなっているのでしょうか。また、どんな運用をされているのでしょうかということをお伺いしてございまして、時間の節約のために、その回答はどうだったかという、どちらかというラダー運用だということでした。パフォーマンスが少し劣後しているということでしたが、それはそれではないかなと思います。

しかし、債券の3分の2が、ラダーの運用だったら、アセットクラスのベンチマークがBPIというのはいかがなものかと思えます。NOMURA-BPIは、銘柄がどんどん入れかわり、パフォーマンスもトータルリターンで計算されます。それを追っかけていくためには、結

構売買しないといけません、債券の場合、売買しても余り意味がありません。価格は途中で動くけど、キャッシュフローは変わらないので、ずっと持っていればリターンは決まっているわけで、そういう意味では、大量の債券を運用する場合はインハウスでやっているようなラダーのほうがいいのではないかと。余りアクティブを募集してもしょうがないのではないかと。ベンチマークもラダーに変えたらどうですかと思いましたので、そこら辺もう一度検討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。

では、大森部長、あらためて補足説明をお願いします。

○大森資金運用部長 特にBPIのデュレーションが超長期国債の発行で五、六年のところから、最近8年を超えるというようなところで、大きくずれてきたということで、この問題が特に顕在化をしているという状況であろうと思います。もともと地共連、この義務運用で機構債を買いなさいと、法令が努力義務を課している。また、そのほかの地方債を含めて、安定的な行政の運営に資するという観点から、毎年できるだけ継続的にそういう機構債、地方債を購入する。結果としてラダーになるというようなこともありまして、こういう運用でずっとやってきたというような経緯もございます。そのあたりはこのベンチマークのデュレーションの差で顕在化しているということで劣後しておりますけれども、一方で、この低金利の環境が余り上がらないというような見通しも先ほどお示しをいたしましたけれども、金利が上昇すれば、逆にそのデュレーションが短いほうが勝つ。長いと負けるというようなこともありますものですから、ここは足元、課題としてとらまえながら、これを直ちにデュレーションを8年に持つていくというような行動は行わないようにしているというようなところでございます。

それから年金一元化ということで、モデルポートフォリオをもとに、特に厚生年金加入について、オールジャパンで1つの目標を定めてやっていくという中で、私どもだけラダーというようなこともなかなかとりづらいなというようなことで、これも一定の政策ベンチマークを設定して議論をしたところでございますけれども、やはりGPIF、KKR等と同じように、このNOMURA-BPIで我々もやらせていただくというようなことで、当時、中では議論をしたところでございます。回答になっておりません。課題が幾つか残っておるということでもありますけれども、そのあたり、もう少し考えながら整理をしていきたいと思っております。

○浅野委員 1つだけ、確認しておきたいのですが。ベンチマークはいろいろな諸般の事情により、BPIだとして、インハウスの運用は引き続きラダー的ですね。結局毎年同じように買っていきながらラダーに近い形になる。バイ・アンド・ホールドでやるということは変えら

れず、これまで同様おやりになるということによろしいですね。

○大森資金運用部長 ポリ्यूムの議論は当然ありますけれども、この部分をなくすという選択肢は持っておりません。引き続き、地方債ないし、地方公共団体金融機構債を一定買っていくということについては考えておりますが、そのポリ्यूムですとか、年限が今、10年だけはやっておりますけれども、それで良いかどうかというところについては検討しているところでございます。

○浅野委員 NOMURA-BPIは一応、アセットクラスのベンチマークとして考えられているけど、インハウスについてはラダーでやります。だからパフォーマンスもラダーを見てくださいと理解して良いということですね。私としては、ベンチマークの問題ももう一度検討したほうが良いと思いますが、それは置いておくとして、運用のやり方としてはNOMURA-BPIと競争するような運用はしません。ラダーでやっていくということによろしいですね。また義務運用との関係ですが、義務運用で買わないといけない部分が多分半分ぐらいですか。そのほかは自由にできるとしたら、一応ラダーを目指すのであれば、義務運用ではこれだけ買うが、それで生じた歪みはほかの自由にできる部分で埋めて、全体としてラダー運用でやっていくのかどうかを確認したいのですが。

○大森資金運用部長 ラダー部分で直ちにBPIに勝つか負けるとか、そういう行動ができないものですから、これは政策ベンチマークとパフォーマンスの結果の差異として、リスクとして捉えて運用しつつ、結果の評価においてその差異の要因としてきちんと把握をしていきたいと考えております。

それからこのラダーについてですが、ポリ्यूムがしかりということと、それから10年債だけでなく、ここより長い年限をあわせて買えば、その分デュレーションも延びると。デュレーションだけで測るものではありませんので、差は完全には埋まりませんが、そういったことで少なくともデュレーションを詰めることができないか。あるいは地方債も機構債も両方ですけども、そういう年限の持ち方というところは検討の課題としてとらまえておりますので、それは委員ご指摘のとおり、そこは課題としてとらまえて、より良い運用ができるような検討を進めてまいります。

○若杉座長 基本としてはもうラダーではないということではないですか。もう少し積極的にやるということでは。

○大森資金運用部長 ラダーを崩すということではなくて。ラダーを、単純に10年のラダーだけ持っておるのですけれども、一定20年持てば、デュレーションをその分加重平均で変わると

ということもあります。そのほかもあるかもしれませんが、そういうことのバリエーションの検討を始めているところでございます。まだここでお示しできる事項等ではございませんけど。

○浅野委員 債券の3分の2を占めますから、そのパフォーマンスがどうかは非常に重要ですので、どういう運用をされるのか、もう少し明確にしていきたい。その結果、BPIに負けたって別に構わない。構わないというのは言い過ぎですけど、それはそういう方針としてやっていると言うのであれば、我々は理解するという事です。もう少しはっきり、どんな考え方でやっているのか、出していきたいと思います。

○若杉座長 現在検討中ということですが、ある程度ははっきりしたところでまたご報告いただければと思います。

○大森資金運用部長 インハウス7兆ですけれども、義務運用が3兆、それから10年ラダーの地方債を中心とするファンドが3兆、あと市場の平均に合わせにいくベンチマーク運用が1兆、これで7兆でございます。これと委託運用で構成をされておりますので、委託運用のこの選定がおおむね済んだ段階、次にこの結果をご報告する段階で、国内債券の全体のアロケーションを含めてご報告をするような形で検討を進めてまいります。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

では、どうもありがとうございました。

それでは、新規プロダクトの公募状況の件につきましては、以上で終了したいと思います。

次に、最後の議事である外国株式に係る議決権行使について、に移ります。

これは津田企画管理課長よりご説明をお願いいたします。

○津田企画管理課長 よろしく申し上げます。

資料6でございます。外国株式に係る株主議決権行使ガイドラインの制定についてということでございまして、資料6でございますけれども、現在、地共連といたしましては、外国株式につきましては議決権行使を不行使ということで、運用機関に通知をしているところでございます。しかしながら、後ろから2つ目の1枚もの、縦のものでございますけれども、参考資料1をご覧くださいなのですが、国内の公的年金におきます外国株式の議決権行使状況ということで、右から3つ目の真ん中の欄でございますけれども、議決権行使の実施につきましては、連合会、それから地職さん以外はGPIF、KKR等、あるいは市町村連合会等、実施をしているということでございます。右から2つ目のガイドラインの有無につきましては、これも私学事業団以外は外国株式に係る議決権行使ガイドラインを持っていないという状況でございます。

公表につきましては、右の状況でございますけれども、こういった状況を踏まえまして、地共連といたしまして、まず外国株式の議決権行使を運用機関に委託するということが1点。それからその際には組合員の利益に資するように行使が行われるように、外国株式に係る議決権行使ガイドラインを制定するというので、今回の案を出させていただくものでございます。

その案の基本観でございますけれども、個別に各国の状況を踏まえて細則を定めることは、現在の体制では現実的ではございませんので、各国に共通の普遍的な記載として、議決権行使ガイドライン案をまとめるということで考えております。

資料といたしましては、別紙1、別紙2というのがございますが、別紙1がガイドラインの案文の本体でございます。それから別紙2が、参考にいたしました現在の地共連の国内株式の議決権行使ガイドラインと、外国株式のガイドラインの対照表でございます。それぞれ対照していただきますと、まず別紙1のほうでございますが、「I 総則」の「1 目的」、「2 運用」につきましてはほぼ同じ内容でございます。

1枚めくっていただきまして、2ページでございますけれども、冒頭でございますが、冒頭の段落、連合会は、このガイドラインでは普遍的な事柄について、議決権行使における考え方を定めるということで、先ほど申しました諸外国の事情等個別にはここに反映させることはしないということでございます。

それから2段落目、「なお」以下でございますが、議決権について、「不行使」は原則としてとらないこととするということで、これは国内株式同様でございますけれども、ただ、その後でございますが、議決権を行使することは、運用に制約をもたらすと判断される場合、シェアブロッキング制度等でございますが、そういったものをされる場合、あるいは実際上難しい場合、これはエマージング諸国なんかで運用機関体制が大きくない場合等が想定されますけれども、こういった場合につきましては、不行使の判断を妨げるものではないということで、不行使ということになる場合もあるということで留保をつけているところでございます。

それから、IIの具体的行使基準につきましてですが、こちらはその普遍的な内容ということで、国内株式のガイドラインに比べまして、書いてある内容は抽象的な、普遍的なものになっております。ボリュームも大分少なくなっております。こちらは別紙2と照らし合わせていただきますと、別紙2の3ページでございますけれども、下の四角の中でございますが、左から2つ目、国内株式のガイドラインのところでは取締役会の構造、つらつら書いておりますけれども、こちらは国内の制度を念頭に置いているものでございますので、こちらは全面的に記載しないということにしております。

それから別紙で4ページでございますけれども、取締役の選任というのが下の箱にございますが、国内株式に係る国内の取締役会等に係るものについては、全面的に削除をいたしております、7ページの一番左上のところでございますが、取締役会、特に海外では監督機能を果たすということが重要でございますので、それを果たすために独立性を有するという、独立した立場から判断ができるということ求めるということで、この一文のように書いています。

それから監査役等につきましては、これは全面的に削除をいたしております。

8ページでございますけれども、役員報酬でございますが、こちらは座長のご指摘を踏まえて修正しているものでございますけれども、役員報酬につきましては、まず企業利益、それから株主長期的利益の最大化を図るというインセンティブという観点でございますので、インセンティブとして機能する観点から、業績連動の仕組みになることを肯定的に判断する。また、水準につきましては、企業の利益、それから他社比較において合理性があるかなどをもとに判断をするということで、修正をしているものでございます。

それから別紙2でいきますと、剰余金ですとか組織再編といったところは全て資本政策ということで、12ページの左上の囲みの中でございますが、12ページの左上、資本政策というところで、配当、財務戦略、組織再編等を含む資本政策については、株主価値の増大、または毀損防止の観点から精査し、個別に判断するというので普遍的な記載とさせていただいているところでございます。

それから5の株主提案、上から3つ目でございますけれども、株主提案につきましてもそれぞれ精査をすると、精査をし、個別に判断することが困難な場合もあることから、株主価値の向上の観点から判断するというふうに内容を少し軽くしているところでございます。それから敵対的買収防衛策、12ページの一番下でございますが、こちらにつきましては、海外における買収防衛策に対する評価の厳しさを鑑みまして、国内株式の記載よりもより強い反対の意思表示ということにしております。

別紙1の最後のところでございますけれども、附則といたしまして、このガイドラインは来年度以降決算を行う企業について適用するものと考えております。国内株式のほうの年度決算というところでございまして、今回、または次回でお決めいただいてから、しばらく周知期間も必要だろうということで、来年度以降の決算企業に対して適用ということで考えております。

ご説明は以上でございます。よろしくお願いたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

それではただいまの外国株式に係る株主議決権行使ですが、何か質問とかご意見とかございますか。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 まずこれから外国株式のポートフォリオで占める割合が増えることを考えると、ガイドラインを設定して、それから議決権行使を行うのは適切だと思います。一つの懸念はそれによって、コストがエクストラにかかるかどうかというところですが、伺ったところでは、現在運用を委託している運用機関では、体制も整っているということですので、コストの点は余り心配ないと理解しています。

それからガイドラインの内容についてです。こちらではさまざまな国がありますので、各国に共通の普遍的な記載でまとめるということを基本方針とする。これは正しいと思います。1点、行使基準の最初の取締役会のところですが、これはガバナンスの一番の基本が取締役会のあり方ですので、もう少し充実させても良いのではないかとということと、あと国内のガイドラインの中でもグローバルに通用する基準というのがありますので、国内の中から幾つかピックアップして、ここに入れても良いのではないかと思います。

具体的に申し上げますと、まず独立した社外取締役がいることは非常に重要ですが、1名では実効性が果たせないということで、複数名以上が必要だというのはグローバルな認識です。実際に主要国では3分の1とか過半数、極端な場合ではほとんどが社外取締役というケースもありますので、それを踏まえたとその社外取締役に関しては、独立性に加えて複数名いることが望ましいというような記載も入れても良いのではないかと思います。

それから社外取締役も含めて、取締役会の指名のプロセスはできるだけ客観性、透明性がある者が望ましいと思いますので、任意でも良いですが、指名委員会のような委員会できちんとしたプロセスで選任することが望ましいと入れて良いのではないかと思います。それから取締役会議長はどの国でも重要な役割を果たしますし、その議長とCEOの分離に関してはどこでも大きな議論になっていると思いますので、ここも日本のガイドラインを踏まえて、肯定的に判断するというのを入れても良いのではないかと思います。

あと最後に、取締役候補者に関する十分な開示というのは、これはもう国を問わず絶対必要だと思いますので、入れても良いのではないかと思います。そうすると、タイトルが取締役の選任というよりは、取締役の選任・取締役会の構成というふうに変えたほうが良いのではないかと思います。

以上です。

○津田企画管理課長 ありがとうございます。今いただきましたご指摘を踏まえまして、内容を再検討したいと考えます。

○若杉座長 それは指名委員会まで言及して良いということでしょうか。

どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 このガイドラインは、アクティブの運用機関にもパッシブの運用機関にも適用されるのでしょうか。例えばACWIのパッシブなどはいろいろな国に投資していますね。パッシブはコストが安いのが売り物なわけですが、全部一律に適用されたら大変です。実行可能性ということを考えたら、適用範囲を決めたほうが良いのではないのかと思いますが、いかがなものでしょうか。

○川北委員 関連した質問、よろしいですか。特に取締役の選任のところかというと、中国の株式に投資しないのか、国有企業に投資しないのか、という形になってしまいます。だから極論すると、中国の株式、この選定基準からいうと多分バツがつくと思いますけれども、バツのつくことが事前に分かっている株式を投資しないのかどうか。そこら辺を決めておかないといけない。だから浅野委員がおっしゃるように、それを緩和しようとする、この行使基準はやはり限定的に、特に先進国に適用するという、そのぐらいのところかなと思いますけれども。

○若杉座長 やっぱりコンプライ・オア・エクスプレインですね。

○川北委員 でも中国にはやるのでしょうか。

○若杉座長 運用機関がそれを説明するわけですね。

○浅野委員 それだったらコンプライ・オア・エクスプレインじゃなくて、原則はエキジットで、ちゃんとエキジットしているかどうかで判断するという手もあると思いますけど。

○高山委員 ちなみに中国は、形式は立派に整えています。取締役会の構成に関しては日本よりも形式的には優れた形をとっております。

○川北委員 それはお手盛りです。

○若杉座長 上場するのも日本よりずっと厳しいですよ。

○川北委員 それもお手盛りでしょう。

○浅野委員 でも誰も信用しないでしょう。

○若杉座長 やはりコンプライ・オア・エクスプレインが良いのではないですか。

○津田企画管理課長 ありがとうございます。投資行動を制約するような、そういう制限はかけないということで考えております。運用機関の意見もいろいろ踏まえつつ、もう一度案文に

つきましては、再検討をしたいと考えております。

○若杉座長 では、いただいたご意見を入れて、少し修正したいと思います。私と事務局にお任せください。

そういうことでよろしいでしょうか。

以上で、今日用意されていた6つの議事が終わりました。どうもありがとうございました。

本日の研究会は終わりたいと思いますが、事務局から連絡事項があればお願いいたします。

○津田企画管理課長 長い時間、どうもありがとうございました。

連絡事項でございますけれども、次回の日程と、それから今回の議事録につきましては、また後ほどメールで先生方にご提示したいと考えておりますので、よろしくお願いいたします。

それからもう1点でございますけれども、研究会の資料3-2でございますが、こちらは会議後回収させていただきたいと存じますので、後ほど職員がまいりますので、机の上に3-2だけ置いていただければ幸いです。どうぞよろしくお願いいたします。

連絡事項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14回資金運用基本問題研究会を終了いたします。どうもありがとうございました。

午後4時34分 閉会