

## 平成 29 年度第 4 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 29 年 10 月 23 日(月)

場 所：勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

### 1. 開会

#### (1) 資産運用委員の出席状況の確認

○清水資産運用部長 出席予定の皆様がおそろいになりましたので始めさせていただきます。

資産運用委員 5 名の出席が確認できましたので、資産運用委員会規程第 5 条に基づき本委員会は有効に成立しました。

ただいまから平成 29 年度第 4 回資産運用委員会を開催させていただきます。委員の皆様にはお忙しい中お集まりいただきまして、まことにありがとうございます。

現在、空席となっております当委員会の委員長を選任いただくまでの間、議事進行を務めさせていただきます資産運用部長の清水と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

#### (2) 資料確認

○清水資産運用部長 資料の確認をお願いします。お手元の 1 枚目、座席図、2 枚目、委員会次第に続いて、議題資料をご覧ください。右上に資料番号を付けております。

右上資料 1－1 「資産運用委員会委員名簿」、資料 1－2 「資産運用委員会規程」、資料 1－3 「資産運用委員会議事録作成及び公表要領」、資料 2 「平成 29 年度第 2 回資産運用委員会議事録」、資料 3－1 「マネジャー・ストラクチャーにおける検討要項について」、左上をクリップで綴じてあるものです。資料 3－2、これは横長の赤色の印刷になりますが、「アクティブ運用の有効性検証とアクティブ・パッシブ比率」、資料 3－3 「スタイル分散の考え方とマネージャーの分散効果」、縦長に戻って、資料 3－4 「債券格付け基準設定方法の検討」、資料 3－5 「マネジャー評価基準の検討について」、横長になりますが、資料 4 「自家運用対象債権の検討状況」、縦長ですが、左上にクリップで綴じてございますが、資料 5 「日本版スチュワードシップ・コードの受入れ」というものになります。横長になりまして、資料 6 「一般の中小企業退職金共済制度の財政検証」、これはクリップで綴じられております。続いて資料 7 「林退共基本ポートフォリオの抱えるリスクについて」。縦長で資料 8、一枚ものになりますが、「今後の資産運用委員会で想定される議題」となっ

ております。

以上になりますが、不備はございませんでしょうか。足りないものがございましたら、適宜その都度で結構でございますので、お申し出ください。

### (3) 新任資産運用委員の紹介

○清水資産運用部長 それでは次第に沿って議事を進めて参ります。資料1-1「資産運用委員名簿」をご覧くださいながら、資産運用委員を紹介したいと思います。稲垣 聡委員でございます。

○稲垣委員 稲垣でございます。よろしくお願いいたします。

○清水資産運用部長 小枝淳子委員でございます。

○小枝委員 小枝でございます。よろしくお願いいたします。

○清水資産運用部長 徳島勝幸委員でございます。

○徳島委員 徳島です。よろしくお願いいたします。

○清水資産運用部長 中島英喜委員でございます。

○中島委員 中島でございます。よろしくお願いいたします。

○清水資産運用部長 村上正人委員でございます。

○村上委員 村上です。よろしくお願いいたします。

○清水資産運用部長 続きまして、機構の役員を紹介します。理事長の水野です。

○水野理事長 水野でございます。よろしくお願いいたします。

○清水資産運用部長 総務担当理事の三富です。

○三富理事 三富でございます。よろしくお願いいたします。

○清水資産運用部長 資産運用担当理事の西川です。

○西川理事 西川でございます。よろしくお願いいたします。

○清水資産運用部長 なお、本日は欠席ではございますが、理事長代理の稗田も当機構の役員として、今後の資産運用委員会に参加する予定でございます。また、当委員会における厚生労働省のオブザーバーとして、勤労者生活課の平嶋課長に出席いただいております。

○厚労省・平嶋課長 平嶋です。よろしくお願いいたします。

○清水資産運用部長 なお、職員につきましてはお手元にお配りしております座席図のとおりとなっておりますが、時間の関係上、紹介は省略させていただきます。

では、議事に先立ちまして、理事長よりご挨拶を申し上げます。

#### (4) 勤労者退職金共済機構理事長の挨拶

○水野理事長 本日はお忙しい中、平成 29 年度第 4 回資産運用委員会へご参集賜りまして、誠に有難うございます。理事長の水野でございます。一言、ご挨拶申し上げます。

本日から、この委員会も 2 期目に入りまして、新たに 3 名の委員をお迎えいたしました。稲垣委員、小枝委員、中島委員です。

お忙しい中で、委員をお引き受けいただきましたことに心から感謝申し上げます。これから大変お世話になり、ご負担もお掛けすることになると思いますが、どうぞよろしくお願い申し上げます。

また、再任されました村上委員、徳島委員におかれては、再任をお引き受けいただいたことに対し、お礼申しあげたいと思います。今期も頼りにしておりますので、引き続きのご指導、ご鞭撻をお願い申し上げます。

本委員会は 2 年半前の 4 月の『改正独法通則法』の施行を受け、金融業務のリスクを的確に管理する事を目的に、2 年前の 10 月に外部有識者等により、設置されました。丁度、私が着任した時でございます。

従って、新任理事長としては、この委員会を立ち上げて軌道に乗せることが、最重要使命の一つであると思っておりましたが、幸い、村上前委員長を始め、委員の皆様の専門知識と豊富な経験に裏付けられた高いご見識に助けられ、中退共の『基本ポートフォリオ』の改定といった、一定の成果も出す事ができました。

この委員会は、自由闊達な議論を尽くし、委員の皆さんがそれぞれ納得できる、一つの結論に自ずと収斂していくという文化ができています。

更に、資産運用の根幹の部分、即ち予定運用利回りと利益剰余金を決定する、労働政策審議会と、問題意識を共有できる様に、厚労省の勤生課長さんにブリッジ役という大役を担っていただくことになりました。

今、将に 5 年に一度の財政検証が行われていますので、どうぞ宜しくお願いいたします。

第 2 期の 2 年間ですが、ちょうど、私共の次期中期経営計画の開始時期にも当たります。

1 期目は、公共機関ではありますが、積み立て型に代表されます当機構の『アセットオーナー』としての特異性を踏まえて、資産運用に関わる考え方を整理して、基本的方向性を定めることができたと考えておりますので、次は前に進む時期と考えております。

運用体制の強化のほか、本日から審議が本格化しますマネジャー・ストラクチャーの中でもご議論いただきますが、ESG 投資など投資対象や投資手法の見直しを通じて、厚労省

の政策体系の中での位置付けを明確にした上で、厚生労働省傘下の退職金共済事業としての認知度を高めていく、当機構の認知度向上は永年に亘る課題ではありますが、そうしたことも考えております。

2期目も盛りだくさんな内容ですが、委員の皆様におかれましては、どうぞ忌憚のないご意見を賜りますよう、重ねてお願い致しまして、私のご挨拶とさせていただきます。

○清水資産運用部長 続きまして、厚生労働省の平嶋課長よりご挨拶をいただきます。

#### (5) 厚生労働省勤労者生活課長の挨拶

○厚労省・平嶋課長 先ほどご紹介をいただきました平嶋です。どうぞよろしくお願ひします。

この中退共制度の中で、資産運用というのは非常に重要な役割を果たしておりますが、先ほど理事長からもご紹介がありましたが、この資産運用が適切に行われるように、助言、監視を行うために2年前にこの資産運用委員会が設置されました。今回、設置後2年を迎えたということで、委員の改選が行われました。

村上委員と徳島委員には引き続き委員をお引き受けいただいて、ありがとうございます。それから新たに3名の皆様にご就任いただきました。稲垣委員は現在、中央ろうきんサービスの代表取締役社長で、今年の6月までは中央労働金庫の専務理事をされていたということで、連合から推薦を受けたということでございます。小枝委員は早稲田大学政治経済学術院の准教授でいらっしゃるって、マクロ経済、国際金融の専門家でいらっしゃいます。それから中島委員は、名古屋大学経済学研究科准教授でいらっしゃるって、ファイナンス理論がご専門ということでございます。

新体制での新たなスタートとなりますが、金融の実務のご経験、またご専門の立場から忌憚のないご意見を賜ればと思っております。どうぞよろしくお願ひします。

○清水資産運用部長 どうもありがとうございました。それでは次に10月1日付で新しくご着任いただきました委員の方にご挨拶をいただきたいと思ひます。資料1-1にございます委員名簿の順で、稲垣委員から小枝委員、中島委員の順で続けてお願ひします。

○稲垣委員 恐れ入りますが、着座にてご挨拶させていただきます。

私は今、平嶋課長よりご紹介いただきましたように、現在は「中央ろうきんサービス」という、中央労働金庫の100%関連子会社に移っております。やっている仕事は本体の労働金庫の、ある意味ではサポートを全面的に請け負っていると。わかりやすく言えば、印

刷業務から、郵便業務、用度品業務などの業務を一挙に任されているというところまでございまして、全く今までと違った仕事をしているということです。

私自身は資金運用の専門セクションで実務を経験したことはございません。そういう意味では、専門的なところは学識研究者の皆様にお譲りしまして、私は40年間、労働金庫という職場で培ってきました勤労者の視点、勤労者の生活なり立場、状況というものを踏まえながら、それにふさわしい財産運用と言いますか、資産運用という視点でお役に立てればと考えております。どうぞよろしく申し上げます。

○小枝委員 早稲田大学の小枝と申します。よろしく申し上げます。マクロ経済学・国際金融を専門としております。私は資産運用の実務経験はございません。微力ながら自分の専門的な立場から発言できればと考えておりますので、どうぞ宜しくお願い致します。

○中島委員 中島です。私は20年ほど前に受託者の立場で、機構さんの資産運用に携わらせていただいて、それで今に至るわけですが、この間ずっといろいろな公的資金さんの資産運用というのを陰に陽に見てきていて、先日、新任の説明で非常に丁寧な説明をいただいて、さらには昨年度の委員会の議事録も拝見させていただいて、非常に活発な議論がなされていて非常に感銘を受けた次第です。微力ながら尽力させていただきたいと思いますので、よろしく申し上げます。

## 2. 議題

### (1) 委員長の選任及び委員長代理の指名

○清水資産運用部長 ありがとうございます。それでは議題に入らせていただきます。議題(1) 委員長の選任及び委員長代理の指名。資料1-2にあります資産運用委員会規程をご覧ください。こちらの第3条に、「委員会に委員長を置き、委員の互選により選任する」と定められているのですが、どうでしょうか、委員の皆様からどなたかご推薦いただけますでしょうか。

○中島委員 よろしいでしょうか。新任で僭越ですが、議事録等を拝見させていただきまして、昨年度に委員長を務められた村上委員が引き続き委員長を務めていただくというのが、継続性の観点からもいいのではないのでしょうか。いかがでしょうか。

○清水資産運用部長 ただいま中島委員より、村上委員を委員長に推薦いただきました。いかがでしょうか。

○全員 異議なし。

○清水資産運用部長 村上委員、お引き受けいただけますでしょうか。

○村上委員 お引き受けさせていただきます。よろしくお願いします。

○清水資産運用部長 ありがとうございます。それでは資産運用委員会の委員長は村上委員にお願いすることとします。以後の議事進行につきましては、村上委員長にお願いします。どうぞよろしくお願いします。

○村上委員長 承知しました。ただいま委員長に選任されました村上でございます。皆様方におかれましては円滑な議事運営となりますように、何とぞご協力のほどよろしくお願いいたします。

まず最初に、お手元の資料1-2の資産運用委員会規程ですが、この中の第3条の第3項にございますように、「委員長はあらかじめ委員のうちから委員長に事故がある場合に、その職務を代理する者を定めておかなければならない」というように規定されておりますので、委員長代理につきましては徳島委員にお願いしたいと思います。

徳島委員には、前の期でも委員をお務めいただいたということで、委員長代理としてサポートをお願いしたいと思います。徳島委員、お引き受けいただけますでしょうか。

○徳島委員 はい、微力ではございますが、よろしくお願いします。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、資産運用委員の委員長代理は徳島委員にお願いします。事務局におかれましては、ホームページ上の委員名簿のほうへの反映をよろしくお願いします。

○清水資産運用部長 承りました。

## (2) 資産運用委員会議事録の確認

○村上委員長 それでは続きまして議事に移りたいと思います。議題2は、第2回資産運用委員会の議事録の確認です。事務局からご説明をお願いします。

○都築運用リスク管理役 資料2「平成29年度第2回資産運用委員会議事録」について、全委員の確認が得られましたので、最終版としてご報告いたします。

本議事録につきましては、資料1-3「資産運用委員会議事録作成及び公表要領」第5条に基づきまして、7年を経過した後に公表します。なお、先週展開させていただきました平成29年度の第3回資産運用委員会議事要旨につきましては、早々にご意見をいただきましてありがとうございました。現在は修正内容について調整しておりますので、本日の委員会での案のご提示は行いません。対応が遅れまして申し訳ございません。調整が済み

次第、最終案としてメールにてお届けしますので、お手数ですがその際には1週間程度を目処に追加修正の可否を事務局までご連絡いただくようお願いいたします。早期に全ての方から了解いただきましたら、次回の委員会を待たずに、その時点で当機構のホームページにて公表させていただきます。

一方、平成29年度第3回資産運用委員会議事録につきましても、現在は最終調整中ですが、こちらについては次回の委員会で最終案を提示させていただく予定です。

○村上委員長 ただいまのご報告について、ご質問、ご意見等はございますでしょうか。

今、事務局からご説明がありましたように、この第2回委員会の議事録については既に全委員の方に確認済みということでございます。また、第3回の議事要旨等についても、ただ今、作成中ということでございます。

議事録の確認については、メールでやり取りをさせていただいていると思いますが、先ほどの資料1-3の公表要領の第4条にございますように、「議事録は資産運用委員会の確認を得て作成するもの」というようになっておりますので、この場で確認をさせていただきたいと思っております。よろしいでしょうか。

それでは、まず平成29年度第2回資産運用委員会の議事録についてお伺いします。この事務局案を最終版とすることにご異議がある委員の方は挙手をお願いします。よろしいでしょうか。ご異議がないようですので、本案を最終案といたします。

また、平成29年度第3回資産運用委員会の議事要旨につきましては、事務局より説明がありましたとおり、最終案が提示されましたら第1週を目処に修正案を事務局までご連絡いただきますようお願いいたします。これも前委員にも合わせて確認ということでございますね。ご確認のほうをよろしくをお願いします。

### (3) マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について

○村上委員長 それでは次の議事に移ります。議題3でございますが、「マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について」です。事務局からご説明をお願いします。

○西川理事 それでは私からご説明させていただきます。まず、資料3-1をご覧ください。ここに5つのカテゴリー別に、今後の検討事項等についてまとめてございます。

それで本日この中で資料をご用意させていただいているのが、【1】これが3-1の参考1と、この次についている資料でございます。それから2番目の「アクティブ運用の有効性検証とパッシブ比率」、これは資料3-2という形で用意させていただいております。そ

れから【2】の2「スタイル分散と最適マネージャー数」、こちらが資料3-3としてご用意させていただいております。それから【3】の1、こちらについては資料3-1の参考2、参考3としてご用意させていただいております。それから【4】の1の「債券格付け基準の設定方法」、こちらについては資料3-4としてご用意させていただいております。

それで、このうち資料3-1については、私のほうからまずご説明させていただきます。それから資料3-2と3-3については、赤い野村証券の資料でございますが、こちらについては野村証券に後ほど入室していただきまして、この2つの資料についてご説明いただく予定でございます。それが終わりましたら、私のほうからもう一度戻りまして、資料3-1の参考2、参考3、それから資料3-4「マネージャー評価基準の見直しと債券格付け基準の設定方法」については私のほうからご説明をさせていただきたいと思っております。

今回につきましては、まずはざっと皆様のほうからそれぞれの項目につきまして、ここが重要なのではないかとか、こういう資料を作っておいたほうがいいのではないかとか、そういうことがございましたらご意見をいただければと思っております。本日はそれぞれについて答えを出そうということではなくて、むしろ今後募集しますコンサルタントの仕様書にどこまで書き込むかということもございまして、こういう資料が必要じゃないかということがございましたら、ご意見を賜ればというように思っている次第でございます。そういう意味では、本日、資料をご用意していない項目につきましてもご意見を賜れば非常にありがたいというように思っておりますので、よろしく願います。

それでは、まず1つ目の現状分析というところでございますが、これは分析というよりは、これは事実のご説明ということになりますが。資料3-1の(参考1)というのがございます。こちらをご覧ください。「委託ファンド数推移」ということでございます。

現在のマネージャーというのは平成21年度に選定されたマネージャーがそのままずっと持ち越されてきております。この間、運用成績等によって解約した先はあるのですが、新たに加えるということは今まではしておりません。

その結果として、当初38ファンドあったものが、現在は一番右下の29年度のところをご覧くださいと、26ファンドまで減っているということでございます。基本的には運用成績の評価によって解約しておりますので、減ったのはアクティブ・ファンドが多いということでございます。

特にご覧いただきますと、現時点では全て特化型なのですが、外国債券についてはアクティブ・ファンドが当初は5ファンドあったものが、現在では2ファンドまで減ってしま

っているという形になっておりますし、それから国内株式のアクティブ・ファンドにつきましても、当初は7ファンドあったものが3ファンドまで落ちて来ているということがございます。後ほど野村のほうからの説明がございますが、リスク分散といった点から考えるとちょっと少なくなり過ぎかなというところもございますので、こういうところももとのマネジャー・ストラクチャーをやらなければいけないという問題意識の発端ではございます。

ただ、昨年の基本ポートフォリオの見直しと同様に、この際ですから私どもの特性といったものを踏まえた時に、私ども特有のマネジャー・ストラクチャーというのはどういうものなのだろうというところから、まず議論を始めさせていただきたいと思っているところでございます。今日の議論も、まずはここから始めさせていただきたいと考えております。ご意見があれば賜りたく、よろしく申し上げます。

○村上委員長 では、ただいまの西川理事からのご報告について、ご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○中島委員 確認ですが、機構さんは中退共さんとか、林退共さんとか、幾つか複数の勘定と言うか、分かれていると思いますが、ここに出ているファンド・マネジャーが全てのものに関与するのですか。

○西川理事 今回の見直しは中退共だけでございます。合同運用しているという意味では林退共も入りますが、基本的に中退共の資産運用に関するマネジャー・ストラクチャーだということにお考えいただければ良いかと思っております。したがって、このファンド数は全て中退共、林退共の合同運用している資産の委託先です。

○中島委員 わかりました。すみません、では、ほかのところのマネジャー・ストラクチャーというのは。

○西川理事 実施する必要があると思っておりますが、とりあえずはまず今一番喫緊の課題となっているのがこの中退共でございます。というのは、特化型の運用をしているのが中退共だけなものですから、そういう意味ではまずは中退共から始めたいと思っております。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 ほかに何かございますか。

○徳島委員長代理 よろしいですか。一番最初に中退共の運用にかかわらせていただいた時に、外部の委託先の数を見て多いな、と正直に思った記憶がございます。その後、昨年度の基本ポートフォリオの見直しとかを検討してきた中で、西川理事からご指摘があった

とおり、アクティブ運用が減っているという印象を持っています。

一方で、例えば国内債券のアクティブが11ファンドあるというのは、今でも多過ぎるのではないかという気がしております。パッシブ運用につきましては、基本的に各資産クラスで3、2、1といった数になっていらっしゃるのですが、パッシブ運用の精度に大きな差がないのであれば、パッシブ運用の委託先に関しては1つ、ないしは2つぐらいが妥当な数字かと思っています。

問題は、アクティブ運用の数でございます。当初は多いと感じたのですが、実際にアクティブ運用でいろいろな手法・特性の異なるものであれば、ある程度の数があってもおかしくはないだろうと考えます。しかし、有効なアクティブ運用でそんなに数が違う手法があるのかどうかを、今回のマネストで検証していただいているのではないかと思います。

よくファイナンスの議論でやる、様々なアクティブを多く取り組み過ぎると結果はパッシブと一緒にしてしまうのではないかと、というようなことにならないよう、今回はマネストを検討させていただけたらと思っております。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかに何かございますか。

○中島委員 追加でよろしいでしょうか。パッシブのファンドは、受託者が複数あるというのは、これはどういう方針で複数の受託者に分けていらっしゃるのでしょうか。何か一番安いところ1つにまとめるという手もあると思いますが、あえて複数にしている根拠と言うか、理由を教えてくださいいただけます。

○西川理事 基本的に1先だけだと例えば不祥事等で解約せざるを得なくなってしまった場合に、いきなり全部を移すわけにもいかないというような考慮があったのではないかと推測しております。もっとも、3つ必要かと言われると、疑問がなくはありませんので、そこもあわせて考えさせていただければなと思っております。

○中島委員 承知しました。

○村上委員長 ほかに何かございますか。

○小枝委員 すみません、基本的なことで、バランス型というのがなくなった理由というのは。

○西川理事 もともと実は機構は全てバランス型で昔はやっていたのを、この特化型に切りかえていく過程で、一部残ってしまった時期があるというように、そういうようにお考えいただければと思います。資産規模からいくと特化型にしたほうが効率がいいだろうということだったのですが、これは摩擦的に残っていたものだというようにお考えいただけ

ればと思います。

○水野理事長 中退共はね。

○西川理事 特退共は今でも全部バランス型でございます。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。では少々私から質問させていただきます。

この資料のご説明でマネジャーについては解約で退出したところがありますが、現在採用のところは21年度から変わっていないとのことでした。そうなってくると、8年間のデータというのがあると思いますが、8年通算してみても機構としてアクティブ運用というのは超過収益が取れているのかどうかということにつきまして、本日でなくても、いずれデータをお示しいただきたいと思います。そのあたりはいかがですか。

○西川理事 それでは、取り急ぎ作成した数字がございますので、ご参考までにご覧下さい。ただし、あくまでも急拵えの数字ですので、大まかな方向感をお示しするものとしてご理解下さい。また、運用費用率については、28年度分しか計算できておりませんので、それ以外の年度の運用費用控除後の採算性については、幅を持って解釈していただきますようお願いいたします。(資料配布) 年度によって差はあるのですが、おおむね超過収益をあげられていると言えるのではないかと思います。28年度の運用費用率を用いて採算性を計算すると、コストをカバーするところまで稼げたかどうか微妙なところという、そういうことになるかと思えます。

一応、今、私どものアクティブ運用の基本的な考え方というのは、パッシブも含めた委託費用分が何とか賄えることを目指すという考え方ですので、この運用費用のところは全部カバーできれば目的に沿っているということが言えるのかなと思っております。過去の実績については、検証させていただきます。

○村上委員長 短期間で作業をしていただいてありがとうございます。この数字を拝見すると、アクティブ運用というのはなかなか超過収益の獲得が難しい中で、まずまずの成績ではないかなというように見られますね。強いて言えば、外国株式というのが果たしてコストを差し引いて超過収益が取れているのかどうかですね。この外国株式が一番マネジャー・セレクションが難しい分野と言われておりますので、そのところについて本当にアクティブに取り組む必要があるのかどうかということも、今後の1つの論点になるのではなからうかと思えます。

それから、先ほど西川理事からご説明があったように、コンサルタント向けの仕様をどう書き込むかという中で、ぜひリクエストをしていただきたいと思います。私が思っているのが、ア

クティブ運用におけるマネジャーの採否の判断というのは、マネジャーが主張している超過収益というものについて、本当にその戦略で将来期待できるのかどうかという、そのところの戦略についての分析、それを理論的、実証的にきちんと分析して論じてくれるのかどうかというところだと思います。ここのところがすごくコンサルタントというのも曖昧なことが多く、その周りの組織とか人員とか、何か周辺のところでごまかしてしまっているようなレポートも結構あると思いますので、その核心の部分がきちんとレポートニングができるのかどうかというところについては、ぜひコンサルタントの採否の時の選別基準として真っ先に掲げてほしいと思っていました。組織・人員とかそのような部分というのは、言ってみれば必要条件みたいなもので、運用戦略の評価・判断というのが肝要だと思います。

それからもう1つは、過去のパフォーマンスに偏重になり過ぎると評価がゆがむということもありますので、そのあたりは非常に留意すべき点ではないかと思います。

○西川理事 割り当てられたからそういう戦略を取っていますという、そういう受け身の形ではなくて、実際に自分がそれをどうやっていくかということについて明確な戦略と勝算があるということでしょうか。

○村上委員長 そういうことですね。結局、委託する側というのは、そのことについて得心して期待を共有しておかなければならないということだと思いますので。そのあたりは本当に自信を持って選び抜いたファンドであるというようになれるのかどうか。これは自分でアクティブ運用するよりむしろ難しい分野かもしれないということが言われているところではあります。これについて選択の段階ではシビアにやる必要があると思います。私のほうからはそれを申し添えたいと思います。

ほかに何かございますか。

○中島委員 よろしいでしょうか。ちょっと先走ることになるかなと思いますが、事前に野村さんの資料を拝見させていただいて、それで私も村上委員長がおっしゃったように、これで一般論とは別に、機構さんの実際の過去のパフォーマンスというのをやはり確認する必要があるなと思っておりまして。それで、今回いただいた資料というのは非常に参考になります。

それで、拝見させていただくと、コスト分は一応カバーできている感じなので、それだけでもかなり私から見ると、よくやっているなど。かなりの場合に、コスト分すらカバーできないというケースが散見されますので、比較的上手くいつているほうなのかなと。そ

れでも、結局はコスト分程度なので、アクティブ運用でプラス $\alpha$ を稼ぐというのは事実上かなり難しいお話だと経験的に感じています。

一方、野村さんの資料は、どちらかと言うとアクティブ運用押しみたいな形になっていますので、本当にこれで大丈夫か、というのが見た時にあったものですから、この資料を拝見させていただいてちょっとギャップがあるなというのを事前に確認させていただいたのは非常に助かりました。

○村上委員長 ほかにはよろしいでしょうか。それでは次の資料に移ります。次は野村さんの資料ということになりますが、野村さんとのコンサルの内容がどうなっているかということについては、新しい委員の方々に一言ご説明いただければと思います。

○西川理事 実は本日はマネジャー・ストラクチャーに関する資料を野村さんに作っていただいているのですが、基本的には野村さんとの関係は資産運用全般に関するコンサルティング契約ということで、昨年度の基本ポートフォリオ等の資料について作成をいただいているということでございます。それで、その時に今日作っていただいた資料については、基本ポートフォリオ作成中に宿題として、私どもと野村さんが委員会からいただいていたものという経緯で今回はこの2つの資料を作っておりますが、基本的にマネジャー・ストラクチャーに関する資料は今後、募集するマネジャー・ストラクチャー専門のコンサルタントのほうに今後は作ってもらうというような格好になることを、ご承知置き下さい。

その関係で、本日はこの2つの資料の説明だけに野村さんに入らせていただいて、それ以外のところからは出ていただくという、そういう扱いにさせていただいておりますので、合わせてご承知おきいただければと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは事務局におかれてはコンサルタントの野村証券さんにご入室いただいでください。よろしく申し上げます。

(コンサルタントとして野村証券が入室し陪席)

では、資料3-2、アクティブ・パッシブ比率の設定方法と、資料3-3、スタイル分散と最適マネジャー数の決定方法について、野村さん、ご説明をよろしく申し上げます。

○野村証券・西内 それではまず「アクティブ運用の有効性検証とアクティブ・パッシブ比率」という資料について簡単にご説明させていただきます。

2ページ目をご覧ください。こちらにサマリーとして要約を記載させていただいております。そもそもパッシブではなくアクティブ運用を入れるべきかどうか、という点について1つ目には書いてありますが、パッシブ運用を行えば基本的にマーケットと同程度のリ

ターンは獲得可能であろうと。ただ、委託運用である以上、運用会社に支払う報酬分というのは、ベンチマークに対して劣後してしまうということがございます。

また、実際にアクティブ・ファンドを分析すると、超過リターンを獲得しているファンドというのが事実として存在するということが確認できる。さらに、中退共様、機構様の資産規模であれば、他の投資家に比べるとコスト面で優位になるということ。これらを総合的に判断すれば、少なくとも 100%パッシブでなくて、ある程度はアクティブ運用を組み入れる方が良いのではないかと考えております。

では、どの程度アクティブ・ファンドを組み入れるかという点を次に記載しておりますが、基本的には基本ポートフォリオを定めて運営している以上、そのリスクリターンの特性を維持するということが前提になってくると思います。そのためにリバランスを行うということになりますが、そのリバランスの原資としてパッシブ運用を確保するというような考え方をすれば、最低限、確保するパッシブ運用の比率というのを定める。逆に言えば、それがアクティブ比率の上限になるのではないかと考えております。

さらに、最低限どの程度組み入れるべきかという下限については、例えばでございますが、運用会社に支払う報酬分、これをアクティブ運用の超過リターンでカバーするというように考えれば、アクティブ比率の下限、最低限組み入れる水準というものが出てきます。さらに、運用会社に支払う運用報酬の抑制とのスケールメリット、これを享受するには1ファンドあたりのサイズをある程度は維持しなければならないということにもなると思います。

以上の観点から総合的に判断すると、表にあるように国内債券であれば 20~60%、国内株式であれば 30~70%、外国債券であれば 30~70%、外国株式が 40~70%といったようなアクティブ比率が目安の範囲になるのではないかと考えております。

それぞれについて細かく記載しているのが4ページ以降になります。まず、4ページ目については、こちらはアクティブ運用とはという部分と、アクティブとパッシブ運用それぞれのメリット、デメリットをまとめたものなので、こちらについてはここでは説明は省略させていただきます。

5ページ目をご覧ください。5ページ目以降はファンドのデータを分析した結果の説明になりますが、5ページ目はアクティブ・ファンドを過去の実績を見て確認したところ、どの程度のファンドがベンチマークを上回ったかというものの確認になります。評価期間は5年で、ローリングで評価していくと、文章にありますように報酬控除前では平均で

68%、報酬控除後では大体 52%がデータの上ではベンチマークを上回るということが確認できたということになります。

ただ、こちらは使っているデータベースは運用機関が自ら登録するというもので、さまざまなバイアスが発生するというように考えられますので、それを多少割り引いて評価する。ここでは生存確率というような考え方で割り引いておりますが、そういう割り引いた結果でも大体 4 割ぐらいがこのデータの上ではベンチマークを上回ったというように確認できます。

6 ページ目は、ここで用いたファンドの超過リターン水準について、時系列で確認したのになります。それぞれ超過リターン水準によって分位を区切って、グループごとに平均の超過リターンを出しておりますが、共通して言えることは 2008 年の金融危機時には一時的に超過リターン水準というのは低下しているのですが、その後、特に上位のファンド、成績のいいものだけを見れば緩やかに回復基調にあるのかなといったようなことが確認できます。

7 ページ目はリターンではなくて、リターンをトラッキングエラーで割った情報比で評価したものですので、ここでは説明は控えさせていただきます。

以上がファンドのデータの、アクティブ・ファンドの情勢の確認でございます、このような認識のもとでどの程度のアクティブ比率にするのかという考え方を検討したのが 9 ページ以降です。

9 ページ目ではアクティブ比率の考え方の①として、アクティブ比率の上限、最低限確保すべきパッシブ比率というものを試算しております。先ほど申し上げますとおり、基本ポートフォリオのリスクリターンといった特性を維持するためにリバランスを行うと。そのリバランスの原資をパッシブ運用とするという場合には、各資産の変動部分については最低限パッシブを保有しておくべきであろうといったことが考えられます。

計算方法は小さいほうで 2 つ記載しております、1 つ目は各資産の標準偏差に基づいて決める考え方。2 つ目は、各資産の許容乖離幅水準に基づいて決める考え方をそれぞれ記載しております。結論としては、機構様の場合にはこの許容乖離幅を決める際に、そもそも各資産の標準偏差とか相関係数を考慮したシミュレーションを行っておりますので、基本的にはこの許容乖離幅水準、この幅をパッシブ運用で確保しておけば最低限いいのではないかなというようなことは言えるかと思えます。

9 ページ目の表の赤の点線で囲っている部分、こちらが必要なパッシブ比率から逆算さ

れるアクティブ比率の上限値というような結果になります。これは最大どのぐらい入れられるかというような観点で見たもので、10 ページ目は逆に、アクティブ比率は最低どのぐらいのアクティブを入れたほうがいいのかというものの検討になります。

基本的にアクティブ運用を組み入れる目的というものは、基本ポートフォリオに対して付加価値を生むというように考えれば、少なくともアクティブ運用、ないしはパッシブ運用の委託で発生するコスト分、これを賄う必要があると、そういう考え方をとることもできるということになります。

では、そのコスト分を賄うためにはどのぐらい稼げばいいのか、超過リターンを入れることができればいいのかという観点で考えると、期待超過リターンの水準とか、リスク、もしくは報酬率の水準の仮定は当然必要になります。右上がその仮定の値になりますが、この前提にすると大体国内債券、国内株式は最低 10%以上、外国債券は 20%以上、外国株式は 40%のアクティブ比率が必要ではないかというような結果でございます。ただ、これは当然、アクティブ比率を高めればリスクも高まってきますので、どの程度のリスクを許容するのかというのはやはり議論した上で決めなければいけないということになります。それぞれこちらが上限と下限のご説明です。

12 ページ以降は、機構さんの資産規模であればスケールメリットがあると、コストの面でスケールメリットがあるということをご説明をしましたが、そのためには1 ファンド当たりの資産規模をある程度のサイズに保たなければいけないということで、1 ファンド当たりの資産規模をアクティブ比率とファンド数への関係で表で表現したものが 12 ページ、13 ページ目の表になります。

12 ページ目の左側は国内債券になりまして、アクティブ比率が縦軸、横軸はアクティブ・ファンドの数です。当然、ファンドを増やせば1 ファンド当たりのサイズは小さくなりますし、アクティブ比率を増やせば1 ファンド当たりの規模も大きくなるというような関係になってございます。

これに対して前に説明したアクティブ比率の上限・下限の範囲、これは赤の点線で示しております。あとは青の点線は、後ほどご説明するマネジャーの分散効果、その観点から見たファンド数ということになります。さらに、1 ファンド当たりの金額を、大体アクティブであれば 250 億円以上といったような水準で区切ると、大体赤でハイライトした範囲、国内債券であればアクティブ比率で 20~60%、ファンド数は 5~6 というようなところが目安の範囲になるのではないかと。国内株式であれば、赤の部分ですから 30~70%、それ

でめくっていただいて外国債券、外国株式については30～70%、40～70%というのがそれぞれの目安の範囲になるだろうということになります。

私からのご説明は以上になります。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご報告について、ご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○中島委員 すみません、ページ数で言うと5ページと6ページのところなのですが、使われたデータにはいろいろなバイアスがあるということで、生存バイアスを補正するために、この5ページの右下の比率を掛けたものが左側のこの表の、例えば外株で言うと34%から24%まで落ちましたということだと思いますが、6ページのこのグラフのほうはそういう補正は掛けられているのでしょうか。

○野村証券・西内 掛けていないのです。

○中島委員 あとはこのマーサーのデータということなのですが、このカバーされているファンドというのは、いわゆる機関投資家向けの大きなファンドに限られているのか、それともいわゆる個人の投資家向けの投資信託みたいなものも入ったようなデータベースなのか、どちらですか。

○野村証券・西内 こちらのデータベースは基本的には機関投資家向けで、特に年金運用向けのプロダクトを運用会社がマーサーに報告しているものになります。

○中島委員 ファンド数はどのぐらいの数なのでしょうか。

○野村証券・西内 5ページ目の注釈の、1つ目の注釈の2行目にあるのですが、延べ数で申し上げますと、国内債券が66、国内株が267、外国債券が66、外国株式が100という数字です。

○中島委員 あまり多いというイメージではなく、どちらかと言うと厳選されているようなイメージがあるのですが。

○野村証券・西内 恐らくと言うか、当然、運用会社としてもある程度自分たちの主力商品とか、売時の商品というのを登録していますので、そこは全てが網羅されているというわけではございません。

○中島委員 わかりました。ありがとうございます。

○村上委員長 ほかに何かございませんか。

○西川理事 この数字をどのように受け止めればいいのかという話ですが、5ページの右上の「ベンチマークを上回る場合という」という係数があるわけですが、国内債券につい

ではコスト控除前だと 77%の超過収益が出るけれど、うちのコストを差引くと 36%に下がるということは、3分の2の確率で損をするというように読んでいいのですかということですが。

○野村証券・西内 そうですね、ランダムにこのファンドのデータベースの中から選択すると、当然、報酬控除後で勝っている割合が 36%ということなので、そうなってしまうのかなということになります。

○西川理事 それは債券が今はあまり儲からない対象になってしまっているからという、そういうことなのだと思うのですが、こういう状況が続いていく中では国内債券についてアクティブを減らすとか、少なくするという選択肢が考え得る、そのように考えてもいいような資料の数字だと思っていいんですかね。

○野村証券・西内 そうですね、この評価期間においては、基本的に金利が低下トレンドにあった中で、特に国内債券のマネジャーさんもデュレーションに関して言えば、平均的に長く持たれていたということですので、割合としては勝っている割合が多かった。ただ、その金利水準が低いということで、勝ち幅自体は非常に小さくなっています。ですから、そういう環境の前提に立てば、こういう数字はそのまま受け止めるしかないと思いますが。

ただ、注意したいのは、金利上昇局面における分析などはこの期間には含まれていません。それはデータの上でもなかなか確認できないので、その判断はこの分析では難しいかなと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。今の西川理事のお話は、外国株式などにおいては特にそうですね。これは報酬控除前でもベンチマークより低いということですね。

これは感想程度ですが、報酬控除前で国内債券にしても、国内株式や外国債券にしても平均がベンチマークを上回っているというのは、ユニバースの平均像と比べるとかなり良いファンド群が集まっているという印象がありますね。

○野村証券・西内 それはおっしゃるとおりだと思います。これはどうしてもファンドの分析をする上での制約にはなってしまうところでもあります。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。

4 ページなのですが、メリット・デメリットという一番基本的な部分を整理していただいておりますが、これは市場全体から見た時に、客観的に考えた時のアクティブ運用のメリットということと、プランスポンサーから考えた時に、すなわちアセットオーナーから考えた時のメリットということとは、また違う視点があると思うのですが、そのあたりが

少々混在している印象があります。

特にアセットオーナー側からすると、アクティブ運用のデメリットというようになるかどうか分かりませんが、「優れたマネジャーを選択するスキル」というのが本当にあるのかどうかというのが、アクティブ度等を決める決定的な要因になるのではないかと思います。

○野村証券・西内 おっしゃるとおりです。5ページ目のところでも、今後アクティブ・ファンドをどの程度組み入れるべきかというところで、赤く囲っている部分があるのですが、やはりファンドの評価、どういうファンドを選べるのかというそのスキルの部分、そこはかなり大きな要素になってくると思います。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。

○中島委員 もう1つ、最初の2ページ目のところで、最適なアクティブ比率の上下限ということで、国内債券は2～6割、国内株であれば3～7割と。この結論は、前提として10ページ以降の試算に基づくのでしょうか。

○野村証券・西内 はい、そうです。

○中島委員 そうすると10ページの試算であれば、例えば国内株式であれば報酬控除前で1.4%、それで報酬が0.2%ですから、ネットで年率1.2%ぐらい稼ぐと。一方、先ほどの5ページの実際の、割とピカピカのファンドを網羅したデータベースでも、ベンチマークを上回ったのは、国内株式はサバイバルシップ・バイアスの考慮前で7割、それで考慮後で6割5分と。さらにサバイバルシップ・バイアスを考慮すると、五分五分ぐらいになっていると考えると、要は試算の前提というのはこのピカピカのファンドよりもさらにアクティブ・ファンドに対して好意的な条件で試算されていると。

○野村証券・西内 10ページ目のこの試算の前提における期待超過リターン、この水準というのは大体先ほどの5～6ページ目の分析で言うところの50～75%タイル、上位半分よりはちょっと上のグループの水準を使っています。ですから、前提としてはその範囲は選べるであろうという前提に立ったらこれぐらいの範囲ということで。

○中島委員 ただ、サバイバルシップ・バイアスみたいなものは考慮しないと。

○野村証券・西内 はい、そうです。

○中島委員 わかりました。

○小枝委員 質問ですが、12ページを見ていると、アクティブ・ファンド数のお勧めの数が、5～6が国内債券で、4～6が国内株式と読み取れます。この数はどれだけ分散効果

が期待できるかという点に依存していると思います。そこで分散効果が期待できるファンド数というのを、もう少し具体的に説明をお願いしますか。

○野村証券・西内 それは2つ目の資料にあります。

○村上委員長 内容が関連してきますので、ではそちらの方をまずご説明いただいて、また全体の質疑をやりたいと思います。それでは資料3-3の「スタイル分散の考え方とマネージャーの分散効果」のご説明をお願いします。

○野村証券・西内 はい、それでは「スタイル分散の考え方とマネージャーの分散効果」についてご説明させていただきます。

こちらも2ページ目にサマリーが記載されておまして、ちょっと書いてないのでわかりづらいと思いますが、大きく3つポチがサマリーの中にございます。それで上の2つに関しては、一般的な株式及び債券の投資戦略の区分についての要約として、最後の3ポツ目、こちらがマネージャー数に関する要点でございます。

まず、1つ目のポツについてですが、一般的に債券、株式の投資戦略というのは、大体管理する上では収益源泉ですとか、投資スタイルによってマネージャーを区分して考えることが多いです。債券については収益源泉としては、金利やスプレッドというものが主として取り上げられまして、ただ最近では外国債券ではこのスプレッドという部分が、日本ではクレジットがメインになるのですが、そこが多様化しているといったようなことや、そもそもベンチマーク運用から離れて絶対収益を目指すアンコンストレインドなども普及してきていると。

株については、多くの場合投資スタイルに基づく分類ということが用いられることが多いと。この資料では、このスタイル管理、投資スタイルについて、その有効性を改めて検証したところ、機構様で現在使われているようなバリュエーション・グロースといったようなスタイルの管理というのが依然として有効であろうと。ただし、一部こういうスタイルでは説明し切れないものというのも最近は出て来ているので、こういうものを導入する際には従来のスタイルとは別に管理する方法がいいのではないかとというような考えでおります。

それで3ポツ目のマネージャー数についてですが、各資産クラスにおいてファンド数を増やせば、その分、分散効果を享受できるということになりまして、その効果を改めて検証しました。その上で、分散効果を得ながら、さらにファンド数が課題になってくると管理面での負担というのが増えてきますので、そこのバランスをとったファンド数というのはどれぐらいかと試算すると、国内債券では5～6、国内株式では4～6、外国債券が5～

6、外国株式が3～7といったようなものが目安として出てくるというようになっております。

めくっていただいて4ページ目と5ページ目、こちらは債券と株式の投資戦略の区分について、一般的な整理を載せさせていただいております。まず債券について、4ページ目ですが、国内債券であれば基本的にはリターンの源泉というのは、金利とスプレッドというものに対応できるであろうと。それで外国債券ではこれに加えて通貨配分というものも入ってきますし、スプレッドの部分に関しては国内債券は基本的には社債のクレジットが中心になってくるのですが、外国債券においては社債に加えて、新興国債券であったり、ハイイールド債といったもの、それ以外にもさまざまございますが、そういうところの多様化が進んできております。さらには先ほども申し上げましたとおり、絶対収益はアンコンストレインドなどもございます。

5ページ目、こちらは株式の投資戦略の区分になります。株に関してはさまざまな分類が考えられるというように考えられますが、一般的には表中の分類法2の投資スタイルに基づく分類というのが以前から使われることが多いのかなと、機構様のほうでも使われているというように思います。

ここはスタイルの一般的なご質問がありまして、そもそもこういうスタイル管理が有効なのかどうかというのを定量的に見たものが7ページ以降の文章になります。7ページ目はスタイル管理、これが用いられる背景の簡単なご説明になります。基本的には投資スタイルの異なるとパフォーマンスが大きく異なってくる。

これを表でお示しをしたのが下の表になりますが、こちらはラージバリュー、スモールバリュー、ラージグロス、スモールグロスということで、スタイルインデックスのリターンの水準を年度ごとにお示しをしたものですが、1つの年度において一斉に同じ方向を向くということはないということからわかるように、簡単な分析ではありますが、各スタイルで基本的にはリスクリターンの特徴が異なってくる。ですから、これに基づいてファンドを分けて管理するということがアイデアとして考えられると。

では、実際にこのスタイルに対して、ファンドのリターンがどうだったのかということ进行分析したのが8ページ目以降になります。8ページ目から4ページにわたって期間を区切ってお示しをしておりますが、8ページ目の左側のプロット、こちらは各点がファンドに対応しております。それで、点の色が、例えばピンク色の点であれば、データベースにおいて「バリュー」と登録されている人たち。それで、この点の位置というのが推定され

たスタイル、リターンデータから推計されたスタイルということになります。

これで見ると、バリュースと標ぼうしている人たちは、実際にデータの上で推定されたスタイルもバリューだと、左上のほうに来ているといったことがわかります。青がグロスですが、これも「グロス」と登録されているファンドは大体右上のほうに来ているということから、データから実際に推計されるスタイルというのが大体一致している。これは8ページ目は2005年から2007年という古い分析期間ですが、徐々に新しくして、9ページ、10ページ、11ページ目と3年おきにアップデートしていても大体、傾向としては変わらない。

9ページ目の2008年～2010年のようなリーマンショックのようなところをまたぐと、そもそもスタイルではなくて、もっと違う要因で全体が動かされているというようなこともありますので、一時的に有効性が落ちるということはあるかもしれませんが、直近で見てもそれなりに機能しているのではないかと思います。

それで11ページ目が直近の結果になります。14年～16年の結果ですが、繰返しになりますが、大体言っているスタイルと実際のスタイルというのは一致してくるのかなど。ただ、説明文書の2ポツ目に記載しておりますが、最近はその他、バリュー、グロス、コア、スモールといったものではない、その他に登録されるファンドが増加しております。これは実際に中を見てみると、最小分散とか、ここではちょっと記載はしてありませんが、中小型の厳選投資といったようなもの、これが含まれております。これに関しては、やはり一定のスタイルに含まれるといったことはなかなかないので、従来のスタイル管理とは区分したほうがいいのではないかと思います。

12ページ目の分析は、この前の4ページ目の分析を違う観点で見たもので、回帰の決定係数、その資料を見たもので、ここでは説明は省略させていただきます。

13ページ目も参考ですから、省略させていただいて、14ページ目をご覧ください。こちらが株式の新たな管理区分の例ということで、14ページ目の左側の表が従来、機構様のほうでやられているスタイル管理ということで、バリュー、グロス、コアといったような区分でやられていると。

それで今回の分析の結果、これ自体は有効性を失っているというわけではないということが確認できたわけですが、この枠では説明できないもの、例えば低リスク戦略とか集中投資といったものも出てきますので、こういうものの採用を検討するというのであれば、従来のスタイルとは別に管理すべきであろうということがございます。

最後に 17 ページ目以降をご覧ください。こちらが先ほどの、1 つ目の資料とも関係してくる部分ですが、「組入れファンド数と分散効果」について資産クラスごとに記載したものです。17 ページ目、こちらは国内債券の結果になります。この 17 ページの右側の表をご覧ください。こちらは横軸に組入れファンド数、縦軸はトラッキングエラーの水準になります。組入れファンド数 1 ということは、要は各ファンドのそれぞれのトラッキングエラーの水準が 0.1~0.6 以上の水準まで大きくばらついているということになります。それで、これらを組み合わせることで、組み合わせたポートフォリオ自体のトラッキングエラーというのが徐々に下がって来るというのをお示しをしております。

それで、どの水準を基準とするのかというのは、絶対的な判断基準というのではないというように考えておりますが、少なくとも 1 ファンドのところに比べると、ファンド数を増やして国内債券であれば大体 5 ファンド、これが 4~5 ファンドを組み合わせると、このトラッキングエラーの振れ幅というのが大体半分以下になってくる。それで 6 ファンド以上になってくると、その効果も限定的であろうということで、大体 5~6 ファンドというのが目安になるのではないかと。左側の図は、これは超過リターンで見たものです。

18 ページ目は国内株式です。同じような考え方で考えると、大体 4 ファンド以上の組入れでトラッキングエラーの水準というのが抑制されてくるということになります。

19 ページ、20 ページ目は外国債券、外国株式の結果です。外国債券については、3 ファンド以上の組入れでトラッキングエラーの変動幅が半分ぐらいになるということになります。ただ、こちらは超過リターンのほうを見ていただきますと、結構勝つファンド、負けるファンドがありますので、安定的にプラスという水準に持って行くには大体 5 ファンド以上は必要なのかなということで、5~6 ファンドということですが。

外国株式については、勝っている割合が非常に小さいのでなかなか難しいのですが、4 ファンド以上であればトラッキングエラーの水準から見たら半分ぐらいになったということが確認できると思います。

以上がマネジャーの分散効果に関するご説明になります。

○村上委員長 ありがとうございます。小枝委員、先ほどのご質問の点はいかがでしょう。

○小枝委員 はい、こういうお話を伺いたかったので、ありがとうございます。

○村上委員長 では、ほかの方でのご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○中島委員 1 つよろしいでしょうか。今 2 つの資料の説明をいただいて、それでマーサ

一のデータベースが使われたということで、先ほどの資料には国内株は 267 ファンドと書いてあって、それで 2 つ目の資料には、年によって違うのですが、156 とか、170 というファンド数なのですが、これは何かどこら辺が違うのでしょうか。

○野村証券・西内 先ほどの 200 幾つという数字は延べのファンド数で、期間を通じてその存在したファンドを全部集計するということで、ここの数字はこの期間で存在した数です。この 3 年間に存在したのは 156 と。

○中島委員 そうすると、この「267」というのは、最初はあったけど途中からなくなったとか、最初はなかったけど途中から出てきたとか、それも全部入っているわけですか。

○野村証券・西内 はい、そうです。

○中島委員 そういう形になっているわけですね。わかりました。

○村上委員長 ほかに何かございませんでしょうか。

私の方から 1 つ、14 ページで、今のご説明からしますと、株式などは 5 ファンドで対応するとしたら、それぞれのスタイルから選りすぐりの 1 本を選ばなければいけないというようになり、なかなか同じスタイルを複数採用できる規模にはないということも言えますね。

○野村証券・西内 はい、そうですね。ただ、必ずしもこの区分全てを採用するというわけでもないと思いますので、従来のこの 3 つの区分の中でやるのであれば 1 区分にファンドが入るかもしれない。

○小枝委員 「管理区分」ということでお話がありましたが、15 ページの A～T はどう管理区分と考えれば良いでしょうか。

○野村証券・西内 14 ページ目のほうは株式の管理区分の話になりまして、いろいろ分析も株の話ばかりしておりまして、15 ページ目はこれは参考として債券を、国内債券のアクティブ・ファンドのリターン分析ということで掲載させていただいております。

最近の分析ですと、実際に年金向けのアクティブ・ファンドを分析する際に、従来、金利の部分のデュレーションとかクレジットといったものがリターンに大きく影響しているといったような分析が多かったのですが、キャリーロールダウンといったファクター、これを用いると実は従来のアクティブ・マネジャーというのはこのキャリーロールダウンのファクターを取れていなかった。一方で、このキャリーロールダウンのファクターというのは安定して超過リターンを稼ぐ傾向にあったということがあるので、考え方として金利とクレジット以外にこういうファクターの観点で管理するというものもアイデアとしては

あるのではないかというような話になります。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○小枝委員 はい、ありがとうございます。

○西川理事 では、1つ質問してもいいですか。17 ページ以降の分散効果のグラフなのですが、これは先ほどの委員長からの質問ともちょっと絡むのですが、ここではファンドを「1個～10個のファンドをランダムに抽出」と書いてあるので、そういう意味ではここは特にスタイルを分散してということではなくてということで、どんなやつを選んでも5つぐらい入れるとこのぐらいの縮小効果があるから、ひょっとしてスタイルを全部変えらるともっと分散効果ももっと出るかもしれないという、そういうことですね。

○野村証券・西内 そうですね、組み合わせによってそこは変わると思います。

○村上委員長 よろしいでしょうか。それではほかにご質問がなければ、このテーマについては以上になります。野村さん、どうもありがとうございました。これでご退室いただいて結構でございます。

では、事務局のほうから資料3-4「債券格付け基準設定方法の検討」についてご説明をお願いします。

○西川理事 それではご説明申し上げます。この「債券格付け基準設定方法の検討」というのは、昨年度の基本ポートフォリオ見直しの時に宿題としていただいたものの検討状況についてご報告申し上げるということでございます。

若干、お浸いをさせていただきますと、私どもの債券の購入基準については、中退共の場合ですと、信頼できる格付け機関どこか1つからA格以上の評価を受けているところが購入適格というように定めているわけでございます。

それで当初はこの「A格以上」という基準を、B B B格以上と少し下げられないかというそういう問題意識のもとで議論を始めたのですが、一先からA格以上ということであれば、それ以外のところからはB B B以下でもいいということなので、実情を調べたところ、資料の4ページの上段にございますとおり、JCRからはA-以上の格付けになっていても、実は他機関からの格付けにはB B クラスも入っているということが判明したわけでございます。だとすると、ちょっとこれは幅が広過ぎるのではないかと、逆に、B B Bぐらいを下限とするという基準を設けてはどうかという、そういう話になった次第です。

その検討過程で浮上したのが、そもそもそういう運用というのが可能なかどうかという問題です。委託運用先に提示する投資適格条件として、1先からAを付けられていれば

いいという形から、どこか1つでもBBを付けられていればだめという、そういう基準を設けることはできないかということで、一度調査をさせていただいたことがございます。

それで、当時は限られた時間の中で調査をしたわけですが、その時にはシステム対応が非常に難しいのであると、そういう回答が返ってきたわけですが、委員長のほうから、本当にそうか、という問題提起をいただきました。その後、お時間をいただいて、私どもが委託している先全てのところに確認をさせていただきましたので、その結果についてのご報告でございます。

それで「調査結果」というところをご覧くださいますと、今回は、「最低格付け基準導入への対応自体は可能である」という回答が返って参りました。では、そういうやり方をしている先があるか、顧客にそういうところがあるかという回答については、「ありません」ということでもございました。ただ、かつて2先ほど、そういうことをやったところがあるという話はありませんでしたが、既に現在ではそういうところはないという回答でもございました。

それで今申し上げたことを踏まえまして、もう一度、下限を設定することの問題点と対応可能性という形で、聴取した内容をまとめさせていただいたのが下の表でございます。一番私どもがこの中で注目しておりますのが、最初の1ページ目のボックスの下のところでございます。前回にも申し上げたのですが、一応システムとしては対応が可能であるということなのですが、やはり当機構が特殊対応ファンドというような位置付けになるということです。普通のところとは違う扱いをしなければいけないので、例えば相場が大きく揺れ動いて、急いで対応しなければいけないといった時に、どうしても一般的なところよりは対応が遅れる可能性がありますというそういうことでもございます。最近のような相場展開の早さを勘案すると、この問題というのは結構な損失に繋がるのかもしれないなというところは懸念しているところでございます。

そのほか、2ページ目の2つ目でございますが、格下げ時に速やかに売却すべきケースなどで、ガイドライン違反を回避するためのハードルが上がって運用機関の負担が増すということも言われております。どこか1先がAを付けていればいいという基準であれば、そこをずっと見ていけば良いわけですが、どこか1つがBBを付けた場合に備えるという話になると、全部の格付機関の動きを見ていなければいけない訳ですので、監視の負担が増えるということでもあります。対応できないとは言いませんが、大変ですというそういうことでもございます。

もちろん、多少の工夫によって先方の負担を減らすことはできるかもしれないなどというように思っております。例えば、対応例として国内債券については日系の格付け機関を参照先として、外国債券、あるいは円建外債は海外系の格付け機関を参照先にするようにガイドラインを変更することが考えられます。

これは何を言っているかと言いますと、海外の格付け機関というのは日本の債券についての情報が少ないので、結構厳し目の対応をしていくことが多いとの指摘があります。それも勝手格付けであれば、急にBB評価が飛び込んでくるとか、あるいはそれが逆に今度は急に消えてしまうというようなことがあり得るので、そういう意味ではこの外国の格付け機関を国内債に適用していると、下限を設けることによる監視負担が増す、ということです。そうした問題を軽減するため、国内債券については国内の格付け機関というような形で限定するというのも1つのやり方かもしれません。ただ、逆に海外しか持っていないような情報というのが排除されるというような問題はあるかと思っております。

それから格付けを賦与していない格付け機関があるというところについても、問題指摘があった次第です。発行体が格下げになった場合に、格付け依頼を取り下げってしまうということで、実は下がっているのですが、取り下げたことによって消えてしまうということがあり得るので、そういう場合はどう考えるかというような問題も発生すると思っております。

あとは、運用パフォーマンスへの影響ということで、当然のことながら投資対象債券が減りますので、その分ベンチマークに対しては運用が厳しくなるというのがあるかと思っております。ただ、ここはリスクとの兼ね合いということで、もともと甘受することが前提という話ではあると思っておりますので、ここは大きな問題とは思いませんが、前半のほうの特殊対応ファンドとなってしまうので、いざという時の対応が遅れる可能性があるという、このあたりをどう考えるのかというように思っている次第でございます。

もう一点、コストの面ですが、今お付き合いしているファンドは、要望があれば一応対応しますし、特に手数料をお上げすることはありません、ということも言っているのですが、本当にそれで大丈夫か、オペレーショナル・リスク的な観点から逆に心配になるところはあります。それから今後マネストをやって新しく入って来るところもそういう回答をしてくれるかどうかは未知数というところもあるかと思っております。したがって、私の個人的意見としては、ここまでやるのは難しいかなという方向に傾いているのですが、ご意見を賜ればと思います。以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご報告についてご質問、ご意見等がございますでしょうか。

皆さんからご質問いただく前に1つだけ確認ですが、運用委託機関へヒアリングをしているのは債券のアクティブ運用機関ということでよろしいですね。

○樋田調査役 アクティブとパッシブともにです。

○村上委員長 わかりました。失礼しました。それでは、いかがでしょうか。

○徳島委員長代理 では私から。国内債券の基本ポートフォリオに基づくベンチマークは野村BPI総合だということを考えると、シングルA格を1社から取っていればそのユニバースに入ってくるので投資対象とするという考え方は、整合的かなと考えます。

一方で、ご説明にあったとおり、本当に例えばMoody'sやS&PがBBを付けているものを、その時に外す理由にするのかということに関しては、以前にもお話を申し上げましたとおり、Moody'sやS&Pの国内企業に対する格付け付与数が100台で、金融機関を除くとかなり減ってしまいます。したがって、両社の格付けを考慮する価値があるのかと疑問に思っています。

一方、例えば4ページの事例にあるようなところ、JCRとR&Iの格付けがかなり開いているという発行体については、これはチェックしないといけないと思います。実際に現在で、JCRとR&Iは2社とも大体国内の事業債で600銘柄ぐらいの社債発行体に格付けを付けておりますので、JCRとR&Iのどちらからも格付けを取得していないという社債発行体は、実は数社しかないはずで、残っていてもYKKと資生堂ぐらいしかないので、JCRとR&Iの格付けしか見ないとすると、2銘柄ぐらい落ちてしまう社債の出る可能性があるかと思えます。Moody'sとS&Pを外した場合には、そのあたりの取り扱いをどうするか考えないとなくなってしまうということです。

JCRとR&Iの格付けは、平均で0.6ないし0.7ノッチぐらいの差が存在しており、例えば東京電力のように3ノッチも水準の異なる銘柄が存在します。こうした大きな違いが継続的に生じている銘柄については何か考えないといけないと考えます。本来的には、例外的なものであってほしいのですが、東京電力はこの状態がここ2年ほどは続いております。

そういう意味では、国内債券についてはMoody'sとS&Pの格付けを見ないという選択肢もあるかなと思います。企業は格付けが下がった場合には、まず優先してこれらの格付けを撤回するはずで、格付けを維持しているがゆえに投資対象から外れるといった弊害の生じる可能性があります。実態の今の日本の事業会社の発行する社債のマーケットでは、こ

の2社の格付けを見てプライシングしているということは全くありませんし、取引実勢にも影響していません。逆にこの2社がシングルAを付けて投資対象になっているものも、JCRとR&Iから格付けを取得していない2銘柄ぐらいしかないので外すことに大きな実害はないと思います。

投資対象の基準として、BBBと最低基準については、現時点では入れなくてもいいかと思いますが、実際の投資においてMoody'sとS&Pの格付けを積極的に見る必要はないと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかの委員の方はいかがでしょうか。

○稲垣委員 よろしいですか。今はこういう取り扱いをしている委託機関はないということなのですが、以前は1～2社はやっていたと。その1～2社というのはどういう理由で外されたのですか。

○西川理事 1社はそもそも委託していた先がファンドを取りやめてしまったということなのですが、もう1社についてはこれは効率が悪くなったという話かな。

○樋田調査役 もう1社については企業年金の先だったらしいのですが、担当者があまり運用の知識がない方で、コンサルタントを雇ってもいない基金だったそうで、そのような基準を入れられたのですが、その後いろいろ勉強を進められまして、あまり意味がないのかなというように思われたらしくて、1年強あたり経ったところに、1社からある程度の格付けを取っていればというガイドラインに変えた、そのような回答をいただきました。

○稲垣委員 私もそれでよろしいのかなという感じがしますが。

○徳島委員長代理 実際は例えば自社の資金を運用している大手の機関投資家では昔から最低格付けだけ見ることを基本としています。最高格付けを見ると、やっぱり申し上げましたとおり、どうしてもJCRほうが格付けが高いという傾向が出てくるので、保守的にやるのであれば低いほうを見るべきだと考えています。ただし、それは自家運用のファンドですから、外からの資金を受託するファンドでは、申し上げましたとおり野村BPIの基準に合わせるために、一社からでもシングルAになれば投資対象にする。そこは使い分けをしている可能性は十分にあると思います。

○村上委員長 ほかの方はよろしいでしょうか。

○小枝委員 クレジットが悪ければリターンも高くなるというのが普通は考えるところですが、先ほどの野村さんの資料を見ると全部のファンドがそうでもないと読み取れます。やはり日銀の金融緩和でスプレッドも下がっていますし、何かBBBに行っても必ずしも

リターンが上がるファンドだけではないというような注意が必要かなと。

○村上委員長 参照されているのは野村さんの資料3-3の15ページですか。

○小枝委員 例えば資料3-3の15ページの表をみると、格付けの係数が大体プラスになっております。ただ、全部のファンドがそうではなく、マイナスになっているところもあります。スプレッドが下がっている環境が市場全体にありますので、どういうのが入っているのか等といった視点もあるかなと思いました。

○西川理事 おっしゃるとおりで、そもそも債券はそんなに稼げないのに、そこでリスクを取るかという視点と、稼げないからリスクを取りに行きたいという視点と、その両方があります。この議論も、もともとは稼げないのでリスクを取りに行きたいというところから始まりまして、よくよく見てみると、稼げないところでこんなリスクを取るのかという、そういう話になってこういう話が出てきたという。

○徳島委員長代理 その中でクレジットは相対的に取れるリスクのはずですが、2008年の世界金融危機の前みたいな状況では取ってはいけません。

今、ご指摘があったとおり、スプレッドがタイトになっているところに無理して突っ込むことはやってはいけません。一方で、投資先が破たんしない限りは、安定的に  $JGB + \alpha$  の  $\alpha$  が稼げるので、そのリスクは取ってもいいはずですが、だから、その見極めができないマネジャーにお金を委託してはダメなのです。

実際に2008年の時にパフォーマンスが悪かったファンドは、クレジット・スプレッドを取ると言っていたファンドで、実際に日本の社債がデフォルトしたのは、今年のはじめに「タカタ」がありましたが、その前には5年もありませんでした。2008年に不動産会社が4社ほど社債を出しているところが潰れて、その後は、JALとかエルピーダメモリといった特定銘柄しかないのです、危ない銘柄を外すことは可能です。あえて言えば、クレジットだけでリターンを狙います、というファンドは危険なものが少なくないというのがこの時の経験だと思います。

○村上委員長 そのような時には株式との下落の相関も高いようですからね。

○西川理事 そういうところはまさにマネストの中で、そういうファンドをどうやったら除けるかというところだと思いますが。

○村上委員長 例えば、先ほどの徳島委員長代理からのご発言なども参考にさせていただくと、この格付け基準に、グレードとしてこの最低基準を入れるということはしないまでも、評価会社ごとに格付け基準にばらつきがあるような先で、しかもどこかからA格未満

の格付けがついているような先というのは、組入れは妨げないまでも銘柄として慎重に対応するみたいなことを、何か方針で謳うというのも1つの方法かもしれませんね。格付け基準について、そのような銘柄についてはよく見なさいということで。それは本当に分析をするマネジャーなら当たり前に見なければいけないところだと思いますので、それを明文化しておくというのも1つの方法かもしれないと思います。

○西川理事 あるいは、四半期にやっているヒアリングの時に、先ほど徳島委員長代理がおっしゃっていたような3ノッチ違っているところに投資している場合には、本当に大丈夫かという、存念を聞くとかそういう話に。

○村上委員長 その時にレポーティングをきちんと求めるということを伝えておくのですね。

○西川理事 あらかじめ、それを言うておくということですね。

○村上委員長 当面は実践的な対応の部分でカバーするということでしょうね。ほかによろしいでしょうか。

○中島委員 直接は関係ないのですが、参考のために教えていただきたいのですが。インハウスの債券運用では、社債は持っていらっしゃらないのですか。

○西川理事 はい、インハウスについては国債、政保債、それから金融債で基本的には運用しております。

○中島委員 金融債も入っているのですね。

○西川理事 はい、商工中金債が入っています。

○中島委員 その格付けはどうなっているのですか。

○西川理事 AAですね。格付け機関によって違いますが。

○中島委員 格付けの運用は、これと同じように、1社でもいいからA格以上を取っていれば大丈夫だと。

○西川理事 はい、そうです。ただ、商工中金の場合にはちょっと特殊な存在でして、私ども中退法の中で資産の運用に当たっては中小企業に資金を融通する先に、優先的に資金をできる限り回すようにと定められています。私どもの資産運用上の問題が発生しないように、健全性の問題が発生しない範囲でとの但し書きはついておりますが。こうした扱いは、中小企業が本来なら自分たちで運用できる資産を、退職金のほうに回しているという事情を考えた場合には、そこで集めた資金は中小企業の資金繰りに有効活用すべきであるというそういう発想がございまして、そういう中で商工中金の金融債については特別扱い

で購入させていただいているというところがございます。

○中島委員 それ以外の金融債は。

○西川理事 今のところ持っていません。後ほどちょっとまたほかで出てくるのですが、今のところは基本的にノーリスクの国債、政保債という格好でやっているのですが、商工中金債以外にほかに拡大できないかということは、この後また1つ議論としてございます。

○村上委員長 よろしいでしょうか。それでは本件については、委員会としては「債券格付け基準については現行どおりとする」ということで、了承させていただきたいと思えます。いずれの機関からA格未満の格付けが得られているような投資対象については、また実践の中でいろいろ工夫してご留意いただければと思います。そのようなことで事務局におかれましては、よろしくお取り計らいをお願いしたいと思えます。

○西川理事 はい、ここは委託先への指導の仕方とか、ヒアリングの内容等については、まさにマネストの中でまた改めてお伺いさせていただきたいと思えます。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは事務局のほうから、資料3-5の「マネジャー評価基準の検討」についてご説明をお願いします。

○西川理事 こちらについては、とりあえず現状についての資料をお示しをさせていただきたいということでお示しをしてあります。

こちらの私どもの現在のマネジャー評価基準について、どういようにやっているかというものをマトリックスにさせていただいておりまして、表の右側の列でございますが、こちらに今後どういうところを私どもとして検討すべきだと思っているかというのをお示しをしたものでございます。

最初の資料3-1の「マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について」という資料3-1をもう一度ご覧いただきたいのですが。マネジャー・ストラクチャーの目的というのは、一言、二言で言ってしまうと、いかに良いマネジャーを選定して、そのパフォーマンスを維持していくかという、それに尽きるのだと思えますが、そのためにはこの評価基準というのが非常に重要な役割を果たしてくるというように思っています。

それで私どもは現在、こういう形の評価基準を作っているわけなのですが、よりいいと言うか、何かしらここを変えればよりいいインセンティブになるとか、あるいは変なことをさせないようにできるとか、そういうことでご提案いただければということで、私どもの現状についてと、それから私どもの現状問題意識について取りまとめさせていただいたということでございます。

時間制限もございますので、ここで細かく申し上げることはしませんが、恐縮ですが、後ほどご覧いただき、ご意見等がございましたらメールでも何でも結構でございますので、ご連絡いただければ今後の評価基準を作成していく中で検討して参りたいと思います。もちろん、今思いつかれていることがあれば言っていただければ幸甚でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。それではただいまのご報告についてご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○中島委員 1点、定量評価の中で基本、超過リターンを見るということなのですが、これはいわゆるトラッキングエラー、リスクのほうは評価されていらっしゃるのでしょうか。

○西川理事 それも評価しております。

○中島委員 それはどこに。例えばアクティブ運用のどこですか。超過収益率というところがあって、これは要はプラスだったらうれしいなというのはわかるのですが。

○松永資産運用部次長 トラッキングエラーにつきましては、定量評価の中ではパッシブ運用のほうでは当然ながら見ておりますが、アクティブ運用のほうでは今は見ておりません。アクティブ運用のトラッキングエラーの水準等については、今は定性評価の中でのチェック項目としております。

○中島委員 なんでこんなことを申し上げたかと言うと、アクティブ・ファンドマネジャーというのはフィーが高い、なんでかと言うと、アクティブ・リスクを取って、それでそのアクティブ・リスクに見合ったプラス $\alpha$ を取るということなので、そもそもアクティブ・リスクを取らないとプラス $\alpha$ は取れない。ところが実際を見ると、これだけリスクを取りますよと言ったリスクを取っているアクティブ・マネジャーはかなり少なく、半分とか、もっと少ないところもたくさんある。そうすると、何かフィー泥棒じゃないかというように見えてしまうものですから、言ったとおりのアクティブ・リスクを取っていないと、そもそも高いフィーを払う根拠に欠けるのではないかと思いますので、トラッキングエラー、アクティブ・リスクについては定性もさることながら、定量のほうでもやられたほうが、フィーとの見合いでいいのではないかなと思います。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。

○稲垣委員 ちょっとすみません、私も定量評価のところでの疑問というわけではないのですが、勤労者の立場から見て、安定的で安全な運用というスタンスから考えると、超過収益率を評価するにあたっては、IR（インフォメーション・レシオ）といった評価スタンスがあってもいいのではないかなということを感じました。

○村上委員長 ほかには何かございますか。

○徳島委員長代理 考慮すべき事項で、定量と定性の比重というのをあげていらっしゃると思います。具体的にはこれから議論していくことになると思いますが、GPIFは定量よりも定性にウェイトを置こうとしています。彼らの考えにおいては、定量でどこまで運用の巧拙が把握できるのかを危惧しています。確かに3年とか5年とかのデータで、結果を評価することは可能です。もちろん、定量を完全に否定するところまでには至らないと思いますが、彼らは運用方針にどこまで忠実に運用し結果が出ているかに着目しようとしています。先ほどもご指摘があったように、予め自分で言っているのに実現できているかどうかをちゃんと見ようとしています。

そういう意味において、特にアクティブ運用での定性評価のウェイトを上げようとしていますので、企業年金の方々とはちょっと異なる流れの軸にいるような気がします。そのあたりも含め、今後の動向を踏まえてご検討いただけたらと思います。

○西川理事 それは選定基準としてもそういう感じになるわけですか。

○徳島委員長代理 選定の段階から定性のウェイトを上げていくだけでなく、極論すれば、定量は見なくてもいいとまで考え始めています。

○西川理事 そうすると、選ぶのも知識が必要になるのですね。

○村上委員長 結局、GPIFは過去はそんなに超過収益は取れていないのですね。特に定量評価のウェイトを高くしてやってきて、取れてこなかったという歴史がありますので、その反省があるのではないのでしょうかね。

今の点に関して申し上げますと、結局、先ほどの野村さんのデータは少しサバイバル・バイアスがかかり過ぎるといううえに、またすごくいいファンドが集まっているような感じがするのですが、例えば今、データがあるのはR&Iでしょうか、もっと広いマネジャーのユニバースで結構長い期間のデータで分析してみて、例えばある5年間のデータと次の5年間のデータで超過収益にどれぐらい説明力があるのかというのを定量的に求めてみると、そんなには説明力はないのですよ。実際に数字を算出してみると。

ですから、例えばそれで超過収益の数字上の説明力が1割か2割ぐらいしかないとして、それなのに5割も定量評価にウェイトをかけてしまうと、判断を間違えることになると思います。定量評価にどのぐらいのウェイトをかけて見るかということについては、そのような見方をする必要があるのではないかと思います。

それからもう1つは、この超過収益というのは株ならTOPIXに対しての超過収益ですね。

というのは、先ほどのマネジャー・ストラクチャーの話がありました、野村さんの3-3の資料で7ページになりますが、年々でどのスタイルがいいかということは、これは頻繁に変わっていきますよということなのですが、3年間ぐらいの期間ではそのスタイルにとってはとても不利な条件の時があって、それも一律に評価してしまうと、またマネジャー・ストラクチャーの構造の判断を間違えるということになってしまいます。このことについては、結構3年とか5年ぐらいの期間でパフォーマンスが良いスタイルというのが入れかわっていくということがありますので、そのような評価期間の問題についてもどのように見ていくかということも今後の検討課題になっていくと思います。これについては長くなってしまいますので、検討課題は非常にたくさんあると思いますが、また追々ご連絡申し上げたいと思います。

ほかに何かこの場でお話することはございますでしょうか。先ほど西川理事からのご説明もございましたとおり、この資料につきましてはまたお気付きの点などを事務局のほうにお寄せいただければと思います。時間も押していますので、この議題についてはここまでとさせていただきたいと思います。

では、次の議題に移らせていただきたいと思います。それでは議題4の「自家運用対象債券の検討状況について」を事務局のほうからご説明をお願いします。

#### (4) 自家運用対象債券の検討状況について

○西川理事 それではご説明申し上げます。先ほども出た話ではあるのですが、資料4の一枚おめくりいただいて、若干、これまでの経緯をお示しをしております。

これも昨年の基本ポートフォリオの検証見直しの際にいただいている宿題でございますが、当時はマイナス金利政策によりまして10年ものの国債が購入できなくなった際に、一体どこで運用するんだということでございました。ほかの年金基金等は期間のリスクを取りに行ったり、20年債に行ったり、クレジット・リスクを取りに地方債に行ってみたり、あるいは為替リスクを取りに行ったり外国債に行ったりということをやっていたわけですが、折しもリスクを落そうという形で、基本ポートフォリオの見直しをやっている中でそれがいかなものかということで、私どもとしては当面、預金に積むような格好で運用させていただいて、その中でほかに対象債券はないかということで検討していたわけでございます。その時に、金融債とか、ほかの財投機関債というものについての検討をしてみてもどうかという宿題をいただいていたということでございます。

その後、長期国債のマイナス金利状態は脱しまして、現在はまた国債を購入し始めておりますので、喫緊の課題では一旦はなくなったのですが、最近は商工中金問題が発生している中で、もし万が一、商工債購入が難しくなるような事態に、これは私どもの内部規程で、もし取引先が業務停止以上の行政処分を受けた場合は、基本的には新規及び追加の取引は行わないというような取り決めをしておるものですから、もしそういうことになった場合に商工債の購入が新規では難しくなるという中において、また検討する必要が出てきたということでございます。

ただ、ここで考えなければいけないのは、国債の時と違って、商工債については中退法の中の、「できるだけ中小企業者の事業資金、またはその従業員の福祉の増進するための資金に融通されるように配慮されなければならない」という規程を最もよく満たす投資対象として従来から別格扱いをされておりますので、その代替とするからにはその性格もある程度は持っていなければいけないという条件が加わってくるということでございます。

そうした中で、2ページをご覧くださいまして、検討対象としましたのは3つの財投機関債と2つの金融機関の債券でございます。具体的には、政策投資銀行、政策金融公庫、沖縄振興開発金融公庫と、それから農林中央金庫と、農林中央金庫と信金中金ということでございます。いずれも中小企業への資金供給が主要業務の1つである先を選定した形になっております。

それで、そこから先については4ページをご覧くださいながらということですが、まず4ページの一番上の表を見ていただきますと、格付けにつきましては、これは政府の出資の状況を反映しておりまして、財投機関債は政府出資 100%、金融機関についてはゼロ、商工中金は大体その半分ぐらいに位置していますので、格付けについても財投機関債が一番高く、商工中金が真ん中にいて、金融債がその下ということではありますが、いずれも私どもの投資適格にはなっているという状況でございます。

それから次にアベイラビリティ、どのぐらい買えるかという話なのですが、これは2つ目の中段の表をご覧くださいと思います。発行金額は圧倒的に商工中金が多くなっているわけございまして、1兆1,311億円と2016年度に発行しているわけございまして、ほかの機関で言いますと、5年債については農林中金、それから信金中金あたりが結構な金額を出しているということでございます。10年債になると、日本政策投資銀行ぐらいしか買えないかなど。かつ、セカンダリー・マーケットでのアベイラビリティということですが、財投機関債については5億から10億円ぐらいのロットでしか買えないであろうとい

うことをごさいますて、そういう意味ではもし買うとなると恐らく5年債の農林債とか、信金債とかそういうところが中心になっていくのかなというように考えているところをごさいます。

それで、ちなみに利回りはどうなんだということですが、これは一番下の表をご覧いただきたいと思いますが、これはほぼ格付けとパラレルということをごさいます。財投機関債は若干低くて、一番高いのは金融債ということになります。それでご参考までに商工組合中央金庫の商工中金債をお示しをしていますが、これは不祥事が発生してからかなりプレミアムが載ってしまいましたので、今は一番高い格好になっていますが、移動平均等を取って見ると大体现状は0.8ぐらいプレミアムが乗っているかなということなので、普段であればこの財投機関債と金融債の間ぐらいに落ちているのかなということをごさいます。

それで逆に言うと、何もない時であると、あえて財投債を買いに行くというインセンティブは利回りの観点からはあまりないということなのかなというように思っています。

いずれにしましても、一応こういうことでとりあえず何かあった場合には金融債、それから財投機関債である程度の穴埋めはできるかなと思っていますが、流通量等を考えますと全面的な代替というのはなかなか難しいかなと思っていますが、とりあえずこれまでの検討状況ということをごさいます。

ちなみに、もう一言申し上げますと、こういう発行残高なので、国債の代替というのはさすがに相当難しいのかなというように思っております。以上をごさいます。

○村上委員長 では、ただいまのご報告についてご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○徳島委員長代理 昨年にこのあたりを議論した時には、国債がマイナス利回りのため買えない、10年債も買えないという状況だったので、いろいろ眼を広げておきましょうというお話を申し上げたのですが、今は幸いに10年国債が0.07%ぐらいあつたりしますし、20年債も昨年の見直しで買える状態にさせていただいておりますので、慌てる必要はないと思います。

一方で、例えば日本政策金融公庫が5年債とか10年債を出してくれれば、国民生活事業のところとか、中小企業事業のところは、まさに中退法の趣旨に沿った融資を出していらっしゃるんで検討の余地はあると考えます。残念ながら、まだ主に2年とか4年でしか債券を出していないものですから、全然投資対象にはなりません。現時点ではこういうご判断でいいかと思えます。10年国債がまたマイナスになったら、またその時に考えましよう

というぐらいで、喫緊の課題ではないと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。では、ほかにご意見はよろしいでしょうか。

では、本件について、事務局におかれましては状況に変化があれば、また適宜ご報告のほうをよろしくお願いします。

委員会終了予定時間の4時に近づいていますが、残りの議題を少し足早にこなしていきたいと思います。次は議題（5）になりますが、その他の議題として、まずはスチュワードシップ・コード改訂への対応案について、事務局からご説明をお願いします。

#### （5）その他「日本版スチュワードシップ・コードの受入れ」

○西川理事 ご説明させていただきます。これは前回の資産運用委員会の続きという格好になりますので、新任の委員の方々には初耳ということになると思います。若干、前説明をさせていただきますと、私どもは日本版スチュワードシップ・コードを受け入れて、平成26年に責任ある投資家の諸原則ということで、その受け入れを表明しているところがございます。

それで、このスチュワードシップ・コードが今年の5月29日に改訂されました。それで既に受け入れている機関投資家については、この改訂されたコードに対してどういう対応するかということを、今年の11月までに表明するよにということが期待されているということでございます。では、私どもとしてこの改訂に対してどのような対応をするべきかということで、前回の委員会からご相談を申し上げているということでございます。

具体的に私どもの案としてお示しをしておりますのは、1つは既にホームページで公表しております「日本版スチュワードシップ・コードの受入」という文章を、新たな改訂に沿うような形で私どものほうでも改訂していくということでございます。

それで、この改訂の内容については資料5-2に今回の改訂案と、それから現行の比較表を持ってきておりますので、こちらをご覧くださいだけばと思っております。

それからもう1つは、今回のこういう改訂への対応について、新たに対応しましたという決意表明みたいなものを出してはどうかということで、これは資料5-3にございます「日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応について」ということで、こちらのほうに一文書かせていただいているということでございます。

事細かに説明はしませんが、今回の改訂の中では「実効性」という、スチュワードシップ活動に実効性を持たせるというところがキーワードになっておりますので、そういうも

の、それから「具体性」というものもキーワードでございます。それから今回の改訂では議決権の行使に関する変更が大きいのですが、株主義決権の行使については今までは例えばパッシブ運用等については、コストとの兼ね合いで議決権行使というのはやらなくてもいいのではないかという意見もあったわけです。しかし今回の改訂の中ではかなり明確に、「パッシブ運用こそスチュワードシップ・コード活動というのをしっかりとやるべきである」ということが打ち出されておりましたので、そういうことについても私どもとしても議決権の行使についてはかなり前向きな打ち出し方をしているということでございます。

それから、資料5-4に私どもの「運用の基本方針」の改訂の仕方ということで、案をお示しをさせていただいております。現在は「必要に応じて」というような格好になっております。上のボックスに書いてあります。ちなみに、この委託運用のところは、委託先にということでございますので、主語は「委託先」ということでございますが、これをどう改訂するかということでございます。前回、説明させていただいた時には、このままでいいのではないかと私が申し上げましたら、消極的過ぎるとお叱りを受けたところなのですが。

それで再検討させていただいて、改訂案が真ん中のボックスにお示しをしております。4カ所、改訂し得るところがあるかなと思っておりますが、この①～④の中の①と②のどちらかだと思っております。それから③と④もどちらかだろうと思っております。①はスチュワードシップ・コードの目的である中長期的な経営の維持とか改善ということでございますので、ここに「より高い運用収益を確保する」の前に「中長期的な」という言葉を入れてスチュワードシップ・コードを匂わせるという格好でございます。②の案はもっと明確に、「スチュワードシップ責任を果たす観点からも」という言い方でここに入れていくという形です。

それから③と④につきましては株主義決権の行使について、「原則として」という形で、かなりがっちり求めていくということと、それからそれ以外のやり方としては、④のところ「積極的に」とか、「可能な限り」とか、「適切に」というそういうような言葉を少し弱めた格好で入れていくということでございます。

ちなみに、後半の部分ですが、「原則として」と言ってしまうと、私どもは今、コストがかかる場合には議決権行使はしなくてもいい、という契約にしているものですから、そこを変えなければいけないということはあるかなと思っております。そこまで強めないということであれば、④の中のどれかから選べばいいかなと思っておりますので、この改訂の選択

肢につきましてご意見を賜れればと思っています。①と②についてはどちらでもと言うと怒られますが、選択し得るかなと思っているのですが、③、④のどれかと言われると、「適切に」というあたりが妥当ではないかというように思っているところでございます。よろしく申し上げます。

○村上委員長 ありがとうございます。それではただいまのご報告についてご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○中島委員 今、このスチュワードシップ・コードでの取り組みに関して、コストは全く発生していないのですか。1つは、お金に関する事、もう1つはマンパワーに関する事を教えていただきたいのですが。もし、わからなければ今でなくてもいいのですが。

○西川理事 目立ってそれに伴うフィーが発生しているかと言われれば、そうではないと思っています。ただ、当然のことながらこれは年に1度ヒアリングを行って、そこでかなりこのスチュワードシップ・コードの実施状況、議決権の行使状況については数字も取りまとめておりますし、それから取りまとめた数字もホームページ等で公表しているということでございますので、人件費という面では相当かかっているというように思っておりますが、このスチュワードシップ・コードをやるために明確にその分を委託先に対して、この分です、と言ってコストを出しているかと言うと、そういうことではありません。

○中島委員 結局、コスト見合いという形になると思いますので、できたら何か広い意味でのコストをまとめた資料というのを一度示していただけると参考になると思います。

○西川理事 はい。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。それでは、こちらにつきましてもご一読いただいてご意見を……。今でなくてもよろしいでしょうかね。

○西川理事 そうですね。でも、そうは言いましても月内に何とか、そういうことですから、すみません。

○村上委員長 では、特に資料5-4の表現の部分、それから資料5-2の改訂案についてですね。

○西川理事 はい、それから5-3の対外公表分でございますが、こちらについてのご意見を賜れればと。

○村上委員長 はい、では時間も押しておりますので、これらについては後ほど、できるだけ月内にご意見を、ということでございます。少々委員の方にはお手間をおかけいたしますが、よろしくご対応をお願いします。

あとの最終確認については、これは次回の委員会でもこのスチュワードシップはテーマになっているのですか。

○西川理事 最終報告を決定するのは11月27日を予定しておりますので、そこであればと思います。最終案はそこでご提示させていただきます。

○村上委員長 では、よろしくお願ひいたします。時間の関係もございいますので、次の議題に移らせていただきたいと思います。

引き続きまして、平嶋課長に、先日、開催されました第67回労働政策審議会勤労者生活部会分科会、中小企業退職金共済部会の模様についてご説明をお願いしたいと思いますが、いかがでしょうか。

「第67回労働政策審議会勤労者生活部会分科会、中小企業退職金共済部会について」

○厚労省・平嶋課長 それではちょっと時間も押していますが、先週の月曜日に中退部会がありまして、資料6に沿って議論いただいております。

最初のほうはこれまでの経過ですが、4ページだけ説明しますと、利回りはこれまで平成に入ってから6.6%、5.5%、4.5%、3.0%、1.0%と下がってきています。その間、付加退職金については、6.6%から5.5%に下げた際に導入されておりますが、その後、平成14年には当時、累損が2千億円ぐらいありましたが、2分の1ルール、それから180億円先充てルールとなりました。それから24年度に1年だけですが、付加退なしルールと、これは前回の財政検証の時ですが、この時には1,700億円ほどの赤字がありまして、この累損が解消されるまでは付加退を出さないという決定がされたこともありました。ただ、その翌年にアベノミクスでプラスに転じて、その後500億円のプラスになったわけですが、3,500億円を貯めるために毎年600億円ずつ5年間貯めようということで、現在は600億円先充てルールで運用しております。

その後、あとはこれまでの経過についての資料ですが、20ページのところで最終的には3案をお示ししました。まずA案は、利回りを現在の1%を維持して、この資産運用委員会でもご議論いただきましたが、剰余金が4,300億円を超えたら半額の範囲で付加退職金を出すというものです。このシミュレーションを付けつつ、メリットは従来の付加退職金ルールと割と整合的だということです。基本退職金は1%なので、水準は維持されます。ただ、中位点は若干下がります。

それからB案が次のページで、24年度の時に申し合わせのあった付加退職金0ルールで

す。これだと剰余金の中位点の水準が維持される。基本退職金の水準が維持される。ただ、デメリットは現在の剰余金水準で付加退職金を支給しないことが、特に労側が飲み込めるかという課題があります。それから上振れする場合もあります。

それからC案で、利回りを 0.5%に引き下げて付加退職金を半額支給ということで、メリットは当然ながらリスクが大きく低下するという事です。デメリットは、基本退職金の水準が下がってしまうということです。

この剰余金をどう考えるのかということでご議論いただきましたが、これについては使用者側の委員からは、2名の方が意見を言われましたが、1%の利回りを堅持して制度の安定性を損なわないために、それからこれまでの付加退規則の整合性を考えると、A案を支持したいという意見がありました。

一方で労働側からは、これまで 3,500 億円を目標に積み立ててきたのに、それが 4,300 億円ということになるのは、ちょっと逃げ水のような感じがして残念だと。それからまた、このようなやり方であると、5年後もさらに逃げていくのではないかというような不安感がある、そういう意見が出されたということです。

あとは公益の委員からは、なぜ備えるリスクが 100 回に1回なのかとか、あとはその 4,300 億円という水準が今の 600 億円を先充てルールで、しかも前の年の数字を使っているので、このA案ならA案に沿った形で剰余金の水準を計算すべきじゃないかというような指摘がありまして、このような意見を踏まえて再度、案を検討して改めて審議を行うということになったのが先週の経過です。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまの平嶋課長からのご説明について、ご質問、ご意見等はございますでしょうか。

これについては、こういう方向でというようなことにはなっていないということなのでしょうか。それぞれの意見があつて。

○厚労省・平嶋課長 労働側にとってみれば、A案でもちょっと保守的過ぎると言いますか、そういう考え方をされていて、今後相談して着地点を見出していくということだろうと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかによろしいでしょうか。とりあえず現状についてご説明いただいたということで、今、課長からもご説明がありましたように、恐らくこれはまた継続していろいろ検討していかなければならない課題として、この委員会でも取り上げて参りたいと思います。

○稲垣委員 すみません、中身の問題と言うよりは、この検討のスケジュールというのはどういう形になっているのでしょうか。

○厚労省・平嶋課長 これは、利回りはいじらないという方向性になっていますので、残りは付加退のルールという形になっていますが、それは来年度のことですから、最終的には3月までに付加退ルールの中退部会の申し合わせのようなものを作らなければいけないのですが、それに間に合うようにその間、議論していくということになっています。

○村上委員長 よろしいでしょうか。それではお手数ですが、平嶋課長におかれましては、次回の労政審の模様につきましても当委員会にてご報告をよろしくお願いします。

では、続きまして林退共基本ポートフォリオの抱えるリスクについて、事務局よりご説明をお願いします。

「林退共基本ポートフォリオの抱えるリスクについて」

○西川理事 はい、ご説明を申し上げます。林退共の資料につきましては、前回の資産運用委員会においてご説明申し上げたところがございますが、その時にご指摘をいただきました点を少し直させていただいたものを作りましたので、今回ご報告させていただきたいということでございます。

1 ページをおめくりいただきまして、まずはグラフなのですが、前回、委員長のほうからご指摘をいただきましたところを改善させていただきました。まず形式ですが、リスク資産のほうを下にして、かつ配色をリスクの高低がイメージできるようなものにさせていただきました。これでより明確にリスクを、合同運用の段階でかなりリスクが大きくなったということと、それから新基本ポートフォリオに移行後もまだ高いリスクを取っているというのがご覧いただけるかなと思います。

それから2ページ目でございますが、これは資産運用の規模が合同運用をしたことによってどのぐらい増えたのかということと、それに伴う運用効率性の向上について具体的な数字をお示しをしたということでございます。50億円ぐらいのものが2兆円近くになったことによって、ファンド数も1つだったのが27ぐらいまで増えているということ、あるいは委託手数料はその結果として1,400万円だったのが、3分の1ぐらいまで減っているというところをご覧いただけるかなと思います。

それから3～4ページでございますが、4ページにつきまして株式等の分散の大きさも明確にしたほうが良いというご指摘をいただきましたので、3ページが今までお示しをし

てきたものなのですが、この3ページの理論的確率分布と、それから株式の分布を合わせるような格好で、いかに株式市場というのが幅が大きく振れるかといったものをお示しをしてはどうかということ、1つ作らせていただいたということでございます。

それからずっと飛んでいただきまして、9ページでございます。9ページにつきまして、前回、もしこの資産運用のほうでリスクを取るとすると、自家運用を減らしてより委託運用のほうの金額を増やすことで利回りを上げられないかというそういう話があったわけですが、それはなかなか現状は難しいのですということをお示しを口頭だけで説明させていただいたわけですが、具体的に今、自家運用をしている93億円程度というのがどのぐらいの水準なのか、キャッシュフローを賄う上でどのぐらいの水準なのかというものをお示しをしたものであります。

これで行くと平成10年度以降、最大の収支ギャップが13億円ありますということで、それを賄うキャッシュフローを持っていないといけないと。それで、債券の償還という形で、10年間のラダーで行きますと、大体9億円ずつ持っているとしたらそれで90億円ぐらい手元資金が必要だと。それに加えて、単年度、収支が均衡している状況でも、収支のタイミングのずれで4億円ぐらいのギャップが発生しますので、それは預金で持っていましようということだと、90億円分の国債、債券と、それから預金、流動性の資産4億円分というのを足すと大体93億円ぐらい、現状の自家運用の金額というのは過去最大のギャップに対応するにはぎりぎりの水準なので、なかなかまとまった金額を委託運用にさらに持って行くというのは難しいという、そういう数字例でございます。

それから10ページからは、これは林退共の現状についてということでございますが、10ページは林業業界の状況でございます。産出額従事者といったものがずっと下方トレンドを続けてきたものが、この数年間、5年間ぐらいについてはやや底を打った感じが出て来ているということをお示したものです。

11ページでは、緑色の折れ線グラフをご覧くださいますと、これは林退共の加盟者ですが、期末在籍者数がずっと下方トレンドを続けていたのが、横ばいになってきている、底打ち状態に見えるということでございます。ただ、その上の紫の線をご覧くださいますと、資産運用残高が増えているということでございますので、これの意味するところは、もし若い人と年配の方が入れかわっているのであれば、この資産運用残高が減ってしまう話でございますので、これが上に行っているということは、忙しいということもあるのでしょうが、年齢が上のほうの方々が退職しないで溜まっていらっしゃることが示唆されます。

逆に言うと、耐えられなくなってくると一挙に辞めてしまうようなリスクが溜まっているのかなという、そういうことがご覧いただけるかと思います。

それで、次のページについては、それを金額面でご覧いただいている部分ということでございます。

それで最後に 13 ページをご覧くださいますと、これは年齢別構成でございます。左側の 4 つの四角は、これは国勢調査センサスを使った林業界における年齢別構成ということでございますが、5 年に 1 度実施されております。27 年度のはまだ数字が出ておりませんが、22 年度までをご覧くださいますと、かなり高齢の方が多いということではありますが、少しずつ若年化率が高くなって、高齢化層が少なくなっているということがご覧いただけるかと思います。

一方で、一番右の林退共の被共済者の年齢別構成でございますが、こちらを見ていただきますと 60 歳以上のところは大体 2 万人強いるような数字になっております。それで、22 年度の林業全体の数字の 60 歳以上のところをご覧くださいますと、これが 18,000 人ぐらいで、2 万人を切るような数字になっておりますので、今の林退共の加盟者の全体の数字よりも多いような格好になっているということでございます。ということは、恐らく加盟している格好にはなっているのですが、実際にはもう働いていらっしやらない方が結構いるのかなということでございます。

なので、言えることはまず左のグラフからは、かなり高齢者層が多いということでございます。先ほどのグラフでも見ていただいたとおり、今後かなりの退職者がまとまって出てくるリスクがあるということと、それから現在、存在している林退共の加盟者数の中で、いらっしやらない方の数が結構多いのではないかとということかと思えます。これで見ると。表面上は 8 割ぐらいのカバレッジになっていますが、ひよっとするとカバレッジは 6 割ぐらいしかないのかもしれませんが。逆に言うと、勧誘の余地が広いということも言えるかと思えます。

それから最後に 14 ページをご覧ください、運営費交付金が実は平成 22 年度以降、それまでは人件費もカバーしていただいていたのがなくなってしまったというものがございまして、これがいかに資産の少ない清退共、林退共に大きなインパクトとして効いているかということでございます。1%ポイントぐらいの資産に対しての割合でございますので、もうこれだけで中退共の予定運用利回り分ぐらいを外されてしまったということでございます。追加のご説明でございますので、参考までに。

○村上委員長 この資料については、すぐに何かで使われるということはありませんか。

○西川理事 そういうことではございません。前回、ご指摘いただきましたところの改善と、その後判明しました数字等をご報告させていただいたということでございます。

○村上委員長 何かご質問とかご意見等はございますか。では、時間の関係もございまして、また何かご意見等ございましたら事務局のほうにお寄せいただければと思います。

また、資料の加除や変更等がありましたら、事務局におかれましては委員会での報告をお願いします。また、関係者へのご説明が行われました際には、その模様についても情報共有をお願いしたいと思います。

それでは続きまして、今後の資産運用委員会で想定される議題について、事務局からお願いします。その前に、この資料については何か。机上配布資料として「最適化結果」というのが一枚あると思います。西川理事、ご説明をお願いします。

○西川理事 こちらは中島委員からいただいた資料でございまして、委員に就任されるに当たって昨年度の基本ポートフォリオの見直しについてご覧いただきまして、ご意見を賜ったところでございます。具体的には、外国株式が随分少ないのですねと。基本ポートフォリオの決定に際しては、何か意図的な操作をした訳では全くないのですが、結果的に外国株式の構成比が低くなったのはおっしゃるとおりです。今回は外国株式について為替ヘッジをした外国株式を資産クラスに加えることで、より効率性が改善されるのではないかと。ということで、具体的な数字を上げてご指摘をいただいたということでございます。

今回は取り上げることはできなかったのですが、課題として私どもはこれを認識しましたので、今後の検討課題として取り組ませていただければ、と思っております。中島先生、何かございますか。

○中島委員 時間がないので簡単に。いろいろレクチャーを受ける中で、幾つか気になった点があったのですが。そのうちの1つが、今回の見直しの結果、国内株式の保有比率が外国株式との比較でかなり大きくなってしまったことです。

一方で、今回の見直しで外国債券に関して、ヘッジ付き外債というのを新たに入れるという点で、非常にラジカルな議論が活発に行われたというのも拝見しました。その中で、一方で、ではなぜ外株についてないのかなというのがありまして、それで裏にありますこの議論に使った数字をそのまま使って、では外株についてもヘッジ付きというのを入れてみたらどうなるのかというのをやってみると、国内株式のオーバーウェイトが緩和され、同時にシャープ比と言われる運用の効率をあらわす指標がかなり改善するという形になり

まして、これはできたら次回の資産運用委員会でもう少し説明させていただければと考えております。以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。この件に関しては課題として認識して、次回以降のどこかでまた議論させていただきます。

○西川理事 そのことについては定期的に検証して参りますので、その中でまた取り上げさせていただきますと思っております。

○水野理事長 そのことについては、さまざまなプロセス・議論を経て結論付けられてきていることから、それを省略して最適化の議論だけを取り出して行わないでください。

○村上委員長 この件に関しましては、昨年1年間かけてやってきました基本ポートフォリオの策定プロセスに照らして、遡っていろいろ議論しなければならないことも多々あると思います。対象資産の選定事由や、デリバティブ使用の問題など、その前の段階の議論がいろいろあります。したがって、このシミュレーション結果ということだけでなく、そのような全体の検証の中で、先ほど西川理事がおっしゃったように取り上げて参りたいと思います。

それでは今日の議事がもう1つあります。続きまして事務局から資料8「今後の資産運用委員会 で想定される議題」についてご説明をお願いします。

「今後の資産運用委員会 で想定される議題について」

○西川理事 資料8をご覧ください。一番申し上げたいのは、年度内にあと3回ほど予定しておりますということでございまして、内容についてはまた次回も盛りだくさんの内容になっておりますが、よろしく申し上げます。なるべく早く資料を作るようにします。以上でございます。

○村上委員長 よろしく申し上げます。ほかに、今の点についてご質問、ご意見等はございますでしょうか。よろしいようでしたら、本日の議事を通して全般的なところで、ほかにご質問、ご意見等はございますでしょうか。

これは私からの確認ですが、宿題について、委員の先生方にはお忙しいところ恐縮ですが、1つは資料3-5の「マネジャー評価基準の検討」についてはまたご意見等がありましたら事務局までお寄せくださいということになっておりました。これは特に、すぐに期限があって何かをやらなければいけないということはあるでしょうか。

○西川理事 そういうことはございません。次回まで結構でございます。

○村上委員長 どちらかと言うと、急ぐのが資料5-1から5-4までの「日本版スチュワードシップ・コード」についてですね。これは11月末までに公表しなければならないということですので、これについてはできるだけ今月中にご意見をお寄せくださいということですので。お手数ですが、よろしくをお願いします。

それでは、事務局より次の委員会についてご説明をお願いします。

### 3. 閉会「次回開催の予定」

○都築資産運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は11月27日(月)の開催を予定しております。なお、次回ご審議いただく議題につきましては、資料8「今後の審査運用委員会で想定される議題」に記載しておりますが、ほかに議題とすべき案件がございましたら、いつでも事務局まで連絡、ご提案いただきますようお願いします。

○村上委員長 ただいまのご報告についてご質問、ご意見等はございますでしょうか。よろしいでしょうか。

それではこれもちまして資産運用委員会を終了します。ご協力ありがとうございました。

(了)