

## 平成 28 年度第 6 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 28 年 11 月 11 日（金）14：00～16：00

【開催場所】勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

【出席者】村上委員長、臼杵委員長代理、末永委員、徳島委員、江川委員

※資産運用委員会規程に基づき、4. の議題のみ、委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの陪席を要請。

### 【議事要旨】

1. 労働政策審議会勤労者生活分科会中小企業退職金共済部会（以下、労政審中退部会）との関係について

オブザーバーである厚生労働省労働基準局勤労者生活課長（以下、勤生課長）より、労政審中退部会の議論の紹介があった。

- ・資産運用委員会の議論は注目されており、可能な範囲で関係資料も紹介してほしいとの要望があった。
- ・労側委員より確実な支払を確保するために最低限のリスクで運用するという考え方は共有しているとの発言があった。

2. 退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況報告について

平成 28 年 4 月～9 月における 6 経理（注）の運用実績について概略以下の通り報告し、了承された。

（注）中退共給付経理、建退共給付経理・特別給付経理、清退共給付経理・特別給付経理、林退共給付経理

- ・各経理とも委託運用部分の利回りはマイナスとなった。
- ・委託運用利回り悪化の主要因は外国為替相場の円高化であった。
- ・各資産の構成状況は、全ての経理において基本ポートフォリオの乖離許容幅内に収まっている。
- ・中退共の自家運用部分については、マイナス金利のために 10 年国債が購入できないことに加え、NCD 等での短期運用も難しくなっているため、普通預金残高が積み上がっている。

3. 外国株式議決権の行使状況について

事務局から、平成 28 年度第 4 回資産運用委員会において報告した「スチュワードシップ活動状況の概要について」の補足として、外国株式議決権の行使状況について、議決権行使が有料となっている場合にはコストパフォーマンスを勘案して議決権行使を行わないこととしており、その結果、外国株における議決権行使比率は 5～6 割になっていること

を報告した。委員から下記の問題提起があり、今後、事務局において検討を進めることとして、報告は了承された。

<主な質問、意見等>

(委員) コストが掛かる場合に議決権を行使しないというスタンスは多くの運用機関に共通した一つの考え方。ただ、スチュワードシップコードとの関係については検討が必要であり、他機関の動向も注視し、世間の動きに取り残されないようにすることが求められる。

(委員) 基本的には受益者の利益優先で良いが、その中で投資家責任をどう果たしていくかについて検討が必要。

(委員) カストディアンに因って議決権行使の可能な範囲が異なるのであれば、スチュワードシップコード受入を宣言している組織として、委託先運用機関によるカストディアン選定について何らかの働き掛けが行なえないか、検討が必要。

(委員) 経理毎に必ずしも基準が同一ではないが、統一することが望ましい。

#### 4. 中退共基本ポートフォリオの見直しについて (6)

事務局から、①資産の金額調整方法、対外説明等、基本ポートフォリオを変更する場合のしと、②自家運用部分の新しい投資手法、③下方リスク・シミュレーションの結果について説明が行なわれた。審議の結果、基本的方向性については了承され、事務局において計画の精緻化を進めることとなった。概要は以下の通り。

##### 【新基本ポートフォリオへの移行しと】

(事務局) 基本ポートフォリオ変更に伴う資産の売買については、出来る限り市場に影響を与えないように実施する。例えば、資産クラス毎に市場に大きな影響の出ない1日当りの取引金額を調査し、その範囲内での取引を繰り返すとか、可能であれば場外取引を利用したり現物移管を行なうなど工夫を凝らす。必要があれば日数をかけて実施する。

対外公表に際しては、対外的説明力確保の観点から、選択・判断の事由や考え方を明確にするような資料を用意する予定。

(委員) 基本ポートフォリオの選択の事由という点では、付加退職金制度が保守的な運用を選択せざるを得ない理由の1つになっている。単年度の振れが大きくなると非対称性の影響が大きく出て中長期的に財政が悪化するため、出来るだけ振れを抑えることが必要になっている。

(委員) 見方を変えると、大きな変動があっても慌てずに回復を待つことが出来るという長期投資家の強みを十分に発揮できていないということでもある。逆に言うと、付加退職金制度のあり方を見直すことで、リスクのとり方を変えた運用の可能性、収益機会を広げることが出来るはず。

(事務局) 何らかのリスクを取りつつ中長期的に安定した資産運用を目指すには、リーマ

ンショックのような金融ショックに備えたバッファーだけでなく、循環的な運用利回りの低下に備えたバッファーを蓄えることも必要。予定運用利回りを上回った部分は、そうしたバッファーの構築に当てることが望ましい。

(委員) 国内債券では利回りが出ないという異常な運用環境では、バッファーを積み増すことは難しいと思われる。そうであれば、環境が改善するまでは極力リスクを抑えて行くしかない。

(事務局) 中退共制度は積立制度であるので、契約者、被共済者は積立金以上のものが返ってくることを期待しており、その期待に反することは基本的に出来ない。したがって制度的にリスクは取り難い。

(委員) 逆に言うと退職金の額が積んだ金額以下になっては絶対にいけない制度。それをやったら制度が崩壊しかねない。

#### 【自家運用部分の新しい投資手法】

(事務局) 負債の期間構造見直しの結果を受けた新しい自家運用方式については、退職金等の支払に支障が生じないキャッシュフローを確保しつつ、残存期間 10 年から 20 年までの国債を、残存年数毎にほぼ均等に購入し、20 年のラダーを構築していく形を想定。

(委員) 今回の見直しにより自家運用の利回りが幾分改善することになるが、その分、期待収益率の設定は高くなり得るのか。

(事務局) 今回の見直しでは、必要な利回りを最低限のリスクで、を基本方針としているので、期待収益率については、自家運用利回りに関らず予定運用利回り+業務経費率が適当と考えている。したがって、自家運用利回り改善の効果は、必要利回り達成に必要なリスク資産の割合、したがってリスクが低下する形で顕れることになる。

#### 【下方リスク・シミュレーション】

(事務局) 前回の資産運用委員会での宿題であった現行制度を前提とした累積剰余金と積立比率のシミュレーション結果を報告する。基本ポートフォリオのリスクについて、利回りの振れ幅ではなく、累積剰余金ないし積立比率が、向こう 5 年間にどのような数値を取り得るか、という形で示したもの。

(コンサル) 現行の付加退職金制度を織り込んで試算を実施した。期待収益率を高く設定してリスク(利回りの振れ幅)が大きくなると、累積剰余金のダウンサイドリスクも大きくなる。期待収益率を現在の予定運用利回りにおける必要利回りに設定した場合、5 年間で累積剰余金が枯渇する可能性が 1 割弱あるという試算結果である。期待収益率を下げると、付加退職金支払額が小さくなるので、ダウンサイドリスクも抑制されることが、シミュレーションからも明らかになった

ということ。

(勤生課長) 期待収益率が低く、ある程度のバッファーがあれば、大きなダウンサイドリスクは回避できるということか。

(コンサル) 必要利回りを自家運用債券の利回りで賄える状態であれば、運用利回りの変動が付加退職金制度を通じて累積剰余金を消耗させるジリ貧リスクは表面化しない。しかし、必要利回りが自家運用債券利回りを上回っている場合は、リスク性資産の相場変動によってどうしてもジリ貧リスクが発生する。

(委員) 制度の特性が良く出ている結果だと思う。「長期投資家はリスクを取るべき」という風潮と異なる方針を採る以上、説明が必要になるが、「退職金を確保する」ということが制度の根幹であるということについて、ステークホルダーの方々が認めているというのが一番重要であり、このシミュレーション結果は、リスクを取ることがその根幹部分に抵触する可能性を示唆している。見方を変えると、ある程度リスクを取るためには、金融ショック対応用の短期的なバッファーだけでなく、長期的な逆ザヤ状態に対応するためのバッファーも必要ということではないか。

(勤生課長) 逆ザヤ状態が本当に長期的に続くのであれば、予定運用利回りの引き下げを検討することになる。

(委員) 引き下げへのシステム対応に時間が掛かるとの話であるが、どの程度掛かるのか。

(事務局) 肌理細かい対応をしている制度なので、過去の例では1年は掛かっている。しかも、改訂するたびに退職金等の算定が複雑になるので、短縮するのが中々難しい。

(委員) 古いシステムを使っているのだと思うが、現行システムを理解している職員はいるのか。システムの更改等に不安はないのか。

(事務局) ぎりぎり、システム構築に携わった職員が残っている。何れにしても、リスクを取ったり、機動的に対応するための体制が整っているとは言い難い。今後、システム面でも資産運用面でも体制の整備・強化を進めて行く。

(委員) 体制の整備・強化は是非、進めて欲しい。また、今回の見直しでは、当機構の運用資金の特性を如何に理解して貰うかが極めて重要。シミュレーション結果の使い方を含めて、説明方法の検討を進めて頂きたい。

(了)