

## 平成 29 年度第 3 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 29 年 9 月 8 日（金）14:00～17:15

【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、江川委員、徳島委員

※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. 議事要旨ならびに議事録の確認について

##### (1) 平成 29 年度第 1 回資産運用委員会議事録

・事務局より、平成 29 年度第 1 回資産運用委員会議事録について、委員による最終確認が完了したため、7 年後に公表する旨の報告が行われた。

##### (2) 平成 29 年度第 2 回資産運用委員会議事要旨（案）

・平成 29 年度第 2 回資産運用委員会議事要旨（案）について、一部委員から追加修正の提案があり、審議の結果、一週間を目処に事務局より修正案を提示し、全委員から承認が得られれば、その時点でホームページへ掲載することとなった。

##### 平成 29 年度第 2 回資産運用委員会議事録（案）

・事務局より、平成 29 年度第 2 回資産運用委員会議事録（案）が提示され、各資産運用委員からの修正の要否について 9 月末を目処に事務局へ連絡することが了承された。

#### <主な質問、意見等>

（委員） 運用実績の評価について新たな指標を検討する、という議論について、もう少し詳しく記述してはどうか。

（勤生課長） 中長期的な制度安定という観点からの評価という論点も重要。

（事務局） ご指摘の点を加える形での修正案を提示させて頂く。

#### 2. 退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況について

平成 29 年 4 月から 6 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

・4～6 月は、内外の株高、為替円安化、金利低下と、あらゆるファクターがプラスに働き、委託運用が好成績を上げた。超過収益率でも、殆どの経理でベン

チマークを上回る結果となった。

- ・運用資産の構成状況については、基本ポートフォリオからの乖離は許容幅の範囲内にあるが、上昇傾向の続く内外株式の構成比が、乖離許容幅の半ば程度まで上がってきている。

### 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

事務局より、今年度予定しているマネジャー・ストラクチャーに関する審議における主要検討項目案と実施までのスケジュール感が提示され、項目の内容や日程感等について確認と質疑が行われた。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) これからコンサルタントを公募して、全ての議論に関与させるとなると、相当に短期間での資料作成が必要になると思う。また、コンサルタントが決まる前に、委員会としても重要項目についてはかなり議論を詰めておく必要があると思うが、日程感は大丈夫か。
- (事務局) ご指摘のとおり、当初予定していた回数（年度内 2 回）では消化し切れなしいと思われるので、2 回程度、追加で開催させていただくことも想定している。また、当初は、マネジャー・ストラクチャーを昨年度中に実施することを想定していたため、その際に作成した資料等も活用して、所要時間の短縮を図りたい。
- (委員) ESG 投資への取組方針も検討項目の一つとなっているが、ESG 投資については、国内の投資家と海外の投資家と意識の差がとても大きいと感じている。日本ではまだ流行りモノ的な印象を受けるが、海外では、長期的なリスク管理のため、こうした定性的な要素の重要性が真剣に考えられている。機構におかれても、こうした分野でリーダーシップを発揮されることは、リスク管理手法として、また日本の資産運用のレベル向上にも意義のあることではないか。コストなど受益者の利益に十分な注意を払いながらも、中長期的課題として検討されることを期待したい。
- (事務局) 機構としても ESG の重要性は認識しており、重要な検討事項と考えている。現状、日本では E と G が注目されているが、機構の政策体系上の位置付けからすると、当機構においては S が重要と考えている。債務構造の見直しにより投資期間を 10 年から 20 年に伸ばしたことで、より長期的な視点に立った投資が可能になっていることもあり、ESG 投資の是非・可否について、真剣に検討を行っている。厚労省とも問題意識は共有している。
- (勤生課長) 厚労省としても良い取り組みであると考えているが、収益性など検討すべき点も多く、今後よく研究、ご審議いただきたい。

#### 4. その他議題について

##### (1) 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、林退共の資産運用に関する資料について、作成の趣旨と内容説明が行われた。概要は下記の通り。質疑応答および各委員からの助言を踏まえ、事務局において修正したうえで、関係者への説明に使用することが了承された。

- ① 累積欠損金を抱える林退共の基本ポートフォリオについて、リスク等の現状を、関係者の方の的確にご理解いただくための資料として作成したもの
- ② 林退共の基本ポートフォリオについては、委託運用（金銭信託）部分に関する合同運用開始により、期待収益率と共にリスク値も大きく跳ね上がった。本年2月の基本ポートフォリオ見直し後においても、合同運用前との比較では大幅に上昇している。
- ③ 現時点でサブプライム・リーマン・ショックと同様の金融ショックが発生した場合、累積損失額は倍増し、総資産運用額の1割を超えることになる計算。
- ④ 近年の運用実績は好調ながら、こうした状況が続く可能性は、確率論的にも歴史的な相場動向から見ても極めて低いものと考えられる。
- ⑤ 委託運用の比率を上げて期待収益率を引き上げることについては、流動性リスクの観点から躊躇される。委託運用は、予定しない資金の出し入れはしないことが原則であるが、過去における年間収支ギャップの実績や、年度内における収入と支出のタイミングのずれによる流動性ニーズを踏まえると、現在の自家運用の金額を引下げた場合、不測の支払資金不足が発生し、委託運用の一部を解約する必要が生じる可能性があるため。

##### <主な質問、意見等>

(委員) 資産運用規模がかなり小さいために、リスクが取り難いということを認識して頂く必要がある。その上で、業界関係者の方々と、どうやって累積損を解消するのかについて、検討することが必要。

(勤生課長) 運用面では対応できる範囲を明確化したうえで、予定運用利回りも含めて検討する必要があると考えている。

(委員) 資産運用規模の小ささを、ビジュアルに分かり易く示すことが必要。

(事務局) 年度毎の収支バランスが赤字になり、資産規模が縮小傾向になると状況は一段と厳しくなる。林退共制度への加入率は既にかかなり高いので、母数である林業従事者が増えるような施策をお願いしたいところである。

(委員) 近年、掛金等収入と退職金等支払の収支が改善している理由如何。

(事務局) 景気要因、構造要因、双方が考え得るが、現時点では明確ではない。したがって、こうした傾向が続くことを前提とすることは危険と考えている。

- (委員) 退職時期後ずれによる退職者の減少は、いつか反動が出るはずなので、やはり新規加入者が増える必要がある。
- (事務局) 然り。制度の継続性の観点からは、新規加入者数の増加が必要。
- (委員) 掛金等収入と退職金等支払の見通しは、リスク許容度の重要な決定要因だが、その推計が難しいことが問題。
- (事務局) しかも利益剰余金がない中で、リスク許容度はさらに限定される。
- (委員) 業界関係者とも協議して新規加入者数等について何通りか前提を置いて、シミュレーションを実施することも一案。
- (委員) 説明用資料は、機構として出すのか、資産運用委員会として出すのか、厚労省から出すのか。
- (勤生課長) 厚労省から出すこととしたい。
- (委員) 説明に対する関係者の反応、ご意見等については、適宜、報告をお願いしたい。

## (2) 平成 28 年度資産運用結果に対する報告（案）について

・事務局より、平成 28 年度資産運用結果に対する報告について、下記の通り素案を提示した。審議を経て、内容及び公表方法の方向性については了承され、事務局において、審議内容を踏まえて最終案を作成し、改めて当委員会に提出することとなった。

- ①平成 28 年度における資産運用業務の状況については、毎月のように開催される資産運用委員会において、随時報告を行い、議事要旨等の形で随時公表してきたところである。そうした資料等を整理・総括して、ホームページ上で対外公表することとしたい。
- ②資料の内容は、資産運用の基本方針の項目立てに添う構成とし、規程の遵守状況を具体的な数値等で示していく形とする。
- ③資料は経理毎の別冊ではなく、横並び比較が可能なように 1 冊にまとめる。
- ④有識者会議用の資料として作成して頂いた資産運用委員会としての評価報告書と合わせて公表することとしたい。

### <主な質問、意見等>

- (委員) 公表した場合、主に想定している閲覧者はどのような層か。
- (事務局) 広く一般を想定した情報開示との位置付けであるが、最も意識しているのは、共済契約者と加入を検討中の企業および被共済者である。
- (委員) 業務が適切に実施されていることを示すものという考えで良いか。
- (事務局) 然り。
- (委員) 主な閲覧者層を想定することは重要。情報開示においても効率性を意識し、

伝えたい内容を踏まえた簡明な内容とすべき。

(委員) ホームページでの公表であれば、関連資料についてはリンクを貼って飛ばす形を活用し、資料の重複や、資料間での計数相違を回避することが望ましい。

(勤生課長) 中長期的な制度の安定を図るという基本方針の遵守状況を、どのような形、指標で示すか、工夫をお願いしたい。

### (3) 積立比率シミュレーションについて

・事務局より、中退共の付加退職金制度と累積剰余金の関係に関する追加のシミュレーション結果について説明があり、解釈等について審議が行われた。説明および審議の概要については下記の通り。

- ① 次回の労政審で予定運用利回りの水準及び付加退職金の支給ルールについてご審議を頂く際の資料作成のため、シミュレーションを実施した。
- ② 今回は、付加退職金の支給条件とする累積剰余金の目標水準をモンテカルロ・シミュレーションにおける 1%tile の水準とし、支給方法について超過分全額と半額の 2 つのケースを設定した。金利についてはそれぞれゼロ金利での横ばいと、内閣府ベースラインシナリオケースの二通りで試算している。
- ③ 加えて、予定運用利回りを 0.5% に引下げ、基本ポートフォリオもリスク値を大幅に引下げる形に改訂する場合についても試算した。
- ④ 付加退職金を支給すると、全額半額何れの場合も、中位 (50%tile) 点の利益剰余金は減少する。一方、付加退職金なしのケースではやや増加する。
- ⑤ 金利上昇シナリオでは、委託運用の債券価格下落が効いて、利益剰余金水準は低下する。
- ⑥ 予定運用利回りを下げた場合は、基本ポートフォリオの殆どが満期まで保有する国内債券で占められることになるため、金利上昇シナリオの方が期待収益率は高くなる。

### <主な質問、意見等>

(勤生課長) 今年度は中退共の 5 年に一度の財政検証の年に当たるため、10 月開催予定の労政審では、予定運用利回りと付加退職金のあり方に関する審議が予定されている。本日の当委員会における審議の内容を参考に、労政審に提示する資料を作成したい。

(委員) 説明に際しては、ご検討頂く方々に、予定運用利回りや付加退職金の設定が、制度の安定性、健全性にどのような影響を与えるのかを認識して頂けるような工夫が必要。

(委員) 一定水準を超えたら全額を付加退職金として支払ってしまうパターンでは、

支払金額がゼロになったり大幅に増えたりで、付加退職金のボラティリティが大きくなるのではないか。安定性という意味では、超過分の半額支給の方が良いのではないか。

(事務局) 1%tile 点の想定損失額は、あくまでも 1.1%の期待収益率を持つ現在の基本ポートフォリオにおいて必要な水準。将来、金利低迷が続いて自家運用利回りが更に低下したり、業務経費が増えたりして、1%の予定運用利回りを維持する為にはより高いリスクを取ることが必要という事態になれば、目標水準は上昇する。現時点での目標水準は、十分条件ではない。今回の審議内容は、利益剰余金の目標水準という、現行制度を前提としたマイナーチェンジの中での選択になっているが、本来は、そもそも付加退職金制度をどう位置付けるかといった根源的な議論が必要。

(委員) 労政審の委員方には、当面、現在の枠組みの中で、目標剰余金の水準と、それを超える部分の支払い方という調整をお願いする必要があるが、一方で、非対称性など付加退職金制度の根本的問題を、ご認識頂くことも重要。

(勤生課長) 現在の付加退職金制度にマイナス面があるにしても、剰余金が溜まり過ぎた場合の調整・還元手段としての存在意義はあるのではないか。

(委員) 根本的な制度の見直しについては、非対称性の問題や、加入期間と公平性の問題など検討すべき事項が多い。まずは現行の枠組み内での調整を実施して頂いて、根本的な見直しについては今後の検討課題として頂く、というのが現実的な対応と思料される。

#### (4) 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応等について

- ・事務局より、本年 5 月 29 日に改訂された日本版スチュワードシップ・コードの内容について説明があり、機構としての対応方針について、審議が行われた。
- ・また、最近、資産運用業界で話題となっているフィデューシャリー・デューティーおよび ESG 投資に対する機構としての対応の方向性について、意見交換が行われた。
- ・審議の結果、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は、方向性について合意が形成され、事務局がその内容を踏まえた対外公表文案を作成し、次回委員会に提出することとなった。
- ・フィデューシャリー・デューティーおよび ESG 投資については、事務局において、審議の内容を踏まえて対応案の作成に着手し、適宜経過を委員会に報告することとなった。

#### 【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】

- ① 日本版のスチュワードシップ・コードが本年 5 月 29 日に改訂され、既に同コード受入れを表明している機関には、11 月までに改訂への対応方針を公表することが

期待されている。このため、基本的な方向性についてご意見を伺いたい。

- ② 機構は委託先の選定や評価については従前よりスチュワードシップ活動を評価項目に加えているほか、エンゲージメントについても具体的内容をヒアリングして概要をホームページ上で公表しており、大きな軌道修正は要しないと考える。
- ③ 機構としての方針を明確化するため、対応方針に関する告知文の公表や、今次改訂におけるキーワードを、ホームページで公表している「日本版スチュワードシップ・コードの受入れ」に盛り込むこと、等を考えている。
- ④ 「運用の基本方針」については、現在の書き振りでも改定の趣旨を踏まえた活動が可能と思われるため、修正は要しないのではないかと考えている。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) 現行の「運用の基本方針」にある議決権行使に関する規定、「必要に応じて」は、必要がなければやらない、という印象を与える。今回のコード改訂の趣旨を踏まえると、そのままするのは消極的に過ぎるのではないか。
- (委員) G P I Fはかなり踏み込んだ対応をしようとしているが、世間的にも方向的にはそうした流れになっていることには配慮する必要がある。
- (事務局) 公的機関として民間企業の経営にどこまで踏み込んで良いかは悩ましいところ。
- (委員) 踏み込みの一步目が、運用委託先のスチュワードシップ活動状況の確認・把握だとすると、二歩目は活動が不十分な運用委託先への督励だと思うが、ここまではやるべき。G P I Fのような専門部署の設置までは、まだやっている先は少ないので、求められていないと思う。
- (事務局) 運用委託先への督励は出来ていると思う。
- (委員) やっていることを明示的に公表していくことが必要。
- (委員) 今回の改訂では、パッシブ運用機関にも明確に投資対象企業に対するエンゲージメントや議決権行使を求めているが、コストが低いというパッシブ運用のメリットが減殺されることになり、議論のあるところではないか。
- (委員) 従来から、パッシブだからこそやるべきという議論と、パッシブだからやらなくていいという議論と両極に分かれていた。今回の改訂はその点を踏み込んだ形。G P I Fは、多少費用が掛かっても良いとの意向を明確にしている。
- (委員) 運用規模が極めて大きく委託コスト率の低いG P I Fだからこそ言える面もある。そこまでコストが安くない場合、受益者の利益の観点から、エンゲージメントなしでコストが安いファンドを選ばないことが良いのかどうか、疑問なしとしない。
- (事務局) 一言で長期的投資家と言ってもスパンには差がある。積立方式で、平均勤

続年数が10年～20年である当機構の場合、長期的投資にも限界がある。回収に何十年も掛かるような、受益者の利益と合致しない投資戦略は選択できない。その意味で、コストが掛かってもエンゲージメントを絶対にやらせる、とまで強い姿勢は採り難い。

- (委員) 本件はまだ議論の途上であり、単純な費用便益分析では割り切れない部分があるということも申し上げておきたい。
- (事務局) インハウスでの運用志向の強いアセットオーナーほど、スチュワードシップ・コード活動に積極的ということはあるか。
- (委員) スチュワードシップ・コード活動の重要性を強調すると、むしろ、負担が大きくなるのでインハウス運用は難しくなるのではないか。
- (委員) 運用委託先を選定・評価する際、スチュワードシップ活動の状況を考慮するのか。
- (事務局) 然り。現在も考慮要因には加えている。公的機関として、一般企業以上に重く見るべきかどうかについては、議論の余地があると考えている。
- (委員) 最近の風潮としては、考慮しているということを対外的に謳った方が良い。ただし、あくまでも考慮要因の一つではあると思う。

#### 【フィデューシャリー・デューティーおよびESG投資】

- ① フィデューシャリー・デューティーについては、現在は金融商品や運用受託サービスを提供する金融機関に対して、透明性の向上や説明責任が問われているが、次の段階では、我々アセットオーナーが、運用委託先をどう選ぶかが問われるようになると思われる。その場合の基本的な考え方や示し方を検討しておきたい。例えば「専ら受益者の利益の為に」ということが言われるが、当機構にとっての「受益者」をどう考えるべきか。
- ② ESG投資については、ブラックリストを設けて投資対象から排除するような全体に網を掛ける方式と、ESGの何れかの要素に合致する企業や指数に投資する方式等があるが、当機構に相応しいのはどのような取組み方か。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) 「受益者」については、GPIFは法律に明記されているので、その具体的な組織としての落とし込みの中で行動規範が作られている。当機構の場合、法律に書かれている共済契約者と被共済者という概念以外に、受益者という概念を持ち込むことは、定義の仕方等難しいのではないか。
- (委員) 共済契約者と被共済者の間に優先順位を付けることも適切とは思えない。双方に配慮するというような一文を運用の基本方針に入れるといったことが考え得る。社会的貢献や長期投資の側面を強く出し過ぎる必要は恐らくないと思料する。ESGが超過収益の源泉であると運用方針に書き込む



先もあるが、必ずしもまだ適切ではないと思っている。

(事務局) 公的機関としての社会貢献と、受益者、当機構の場合は共済契約者と被共済者、どちらをとるかと言われたらやっぱり後者と考える。最近、機関投資家の社会的な責任がかなり強く取り上げられているが、基本は共済契約者と被共済者が重要ということ、どういう形できちんと書いていけば良いか。例えば、運用の基本方針に書き込むのか、行動規範のようなものを作るのか。

(委員) 運用のみを行っているGPIFと異なり、当機構の場合、全職員に適用される行動規範に受託者責任的なことを書き込むのはすぐわないのではないかな。

(委員) 適用対象範囲を限定して設けるということはあり得るかと思う。

(委員) 国連の責任投資原則も、前文にはきちんと受託者責任に反しない範囲において以下を守ると書いてある。基本はやっぱり受託者責任。ESG投資についても、あまり踏み込み過ぎない方が良い。ESGを一つのファクターとして運用スタイルに取り入れている運用機関があらわれて、その運用機関の説明がきちんと説得的であればそういう運用機関を採用することは妨げられないというぐらいのこと。

(事務局) 長期的な投資手法の一つというような捉え方か。

(委員) 一つになる可能性があるというような位置付けではないか。

(委員) ネガティブリストのような形で全部の保有株式ファンドにこれを適用することについては、運用を委託している以上、恐らく難しいのではないかな。

(了)