

平成 29 年度第 5 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 29 年 11 月 27 日（月）13：30～16：30

【開催場所】勤労者退職金共済機構 19 階会議室

【出席者】村上委員長、徳島委員長代理、稲垣委員、小枝委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、3. 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. 議事録の確認

事務局より、平成 29 年度第 3 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. 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 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

- ・4～9 月は内外株価の好調を背景として、株式による運用をしていない清退共特別給付経理を除く全ての経理において高めの運用利回りを確保した。
- ・全経理ならびに全資産区分において、委託運用の超過収益率がプラスとなった。
- ・運用資産の構成状況については、株高の影響を受けて内外の株式資産の比率がやや大きくなっているものの、乖離許容幅の範囲内に収まっている。
- ・中退共において、政府保証債の購入手続きについて見直しを行い、一定金額の削減が図られた。

<主な質問、意見等>

（委員） 超過収益がかなり大きくなっているファンドについては、どの程度までリスクを取るのかについての認識に齟齬が生じ、想定外のリスクが取られていることがないように、確認する必要がある。

（事務局） 超過収益の源泉については注視し、予想外のリスクは取っていないことを確認していきたい。

（委員） 既発債の購入は最良執行という考え方に基づき価格競争を行っていると考えて良いか。

（事務局） 然り。複数社による引き合いで購入している。

（委員） 全体としての委託運用が好調だったことは分かったが、運用委託先の管理

状況を確り点検するには、個別ファンドの実績に関する資料や、ベンチマークからの乖離を要因分解（資産配分効果と銘柄選定効果）した資料があると良い。

（事務局） どのような形式で提供できるか検討してご相談させていただく。

3. 各経理の定例検証について

各経理の基本ポートフォリオについて、毎年実施される定例検証の結果が報告された。審議の結果、何れの経理についても、現在の基本ポートフォリオを継続するとの方針が了承された。ただし、検証方法及び検証結果の説明資料の形式について、再検討することとなった。報告の概要は以下の通り。

【中退共】

- ・効率性に顕著な悪化は認められず、現在の利益剰余金は、大きな金融ショック発生時の想定損失額や運用利回りの短期的変動可能性を勘案してもすぐには枯渇しない水準にある。中期シミュレーション結果では、5年後に利益剰余金が枯渇する可能性もあることが示されたものの、当面は情勢を注視しつつ、現行基本ポートフォリオを維持することとしたい。

【建退共】

- ・給付経理については、現在の利益剰余金は、大きな金融ショック発生時の想定損失額や運用利回りの短期的変動可能性を勘案してもすぐには枯渇しない水準にある。基本ポートフォリオの効率性に若干の低下がみられるほか、中期シミュレーションでは4～5年後に剰余金が枯渇する可能性もあることが示されたものの、当面は情勢を注視しつつ、現行基本ポートフォリオを維持することとしたい。
- ・特別給付経理については、効率性、金融ショック耐性、運用利回りの累積剰余金の中期シミュレーション結果いずれについても問題ないと考えられることから、現在の基本ポートフォリオを維持する。

【清退共】

- ・給付経理については、累積剰余金が非常に高い水準にあり、大きな金融ショック発生時の想定損失額や運用利回りの短期的変動可能性を勘案しても、剰余金が枯渇する可能性は極めて低いことが確認された。基本ポートフォリオの効率性にも目立った低下は見られないため、現在の基本ポートフォリオを維持する。
- ・特別給付経理については、全て国内債券での自家運用を実施していることから基本的に市場リスクがない中で、責任準備金の1.5倍の利益剰余金があるため、財政上の懸念は無いものと考えられる。

【林退共】

- ・林退共については、委託運用部分について中退共と合同で運用していることか

ら、単独の検証結果で基本ポートフォリオを変更することは無い。

<主な質問、意見等>

(委員) 中退共の中期シミュレーション結果について、5年後に累積損失が生じる可能性が僅かであることを懸念材料として明記するのは、前提条件が非常に正確なものでもない中、他の潤沢なリスクバッファを持っている経理と比較したことで心配になるのは理解できるが、慎重すぎる印象がある。

(事務局) 他の経理の累積剰余金水準を勘案したものではなく、累積欠損金を絶対に発生させてはならないという問題設定の下で記載した。

(委員) 建退共の投資効率について、効率的フロンティアとの乖離は、視覚的には小さいように見えるが、委託手数料との比較などで数値的に把握すると、無視し得ない大きさなのではないか。今後は、効率性について数値的な検証結果も示すことが望ましい。

(事務局) 今後は、効率性に関する問題の有無の判断基準を、計数的に示すようにしていきたい。

(委員) 将来の損失金額の推計値を厳しい基準で設定する場合、推計の前提条件等の誤差をどう考えるかについては、前提条件等の限界を認識・意識した上で、推計値を目安として使用するという事ではないか。

(委員) 相関係数等の計測期間をずらして計算し直して行う効率的フロンティアの検証については、それが最適な方法なのか、検討の余地があるのではないか。相関係数等がある程度振れることは不可避であり、推定値の誤差のような範囲で動いている場合に数値を入れ替えて比較しても、どれだけ意味があるか、疑問なしとしない。

(勤生課長) 現在の方法だと、計測期間にリーマン・ショックのような大きな変動が入ったり抜けたりすることで、結果が大きく振れることになる。

(事務局) 相関係数等の動きを継続的にモニタリングし、何らかの構造変化が認められた際に、新たな構造の下での効率的フロンティアを引き直す、そういった検証を検討する必要があるということか。その場合、検証結果は全ての経理に共通の問題となる。

(委員) 然り。すぐに回答の出る問題ではないが、今後の検討課題とすべき。

(委員) 前の効率性フロンティアからの乖離の主因は、相関係数や標準偏差の変動よりも、期待収益率を算定する際のシナリオの違いなのではないか。

(コンサル) 然り。金利シナリオの変化が最大の要因と考えられる。

(委員) 効率性フロンティアからの乖離は、財政的な含意も持っているのではないか。建退共基本ポートフォリオにおける効率性フロンティアからの乖離状況は、これ以上拡大するようなら、基本ポートフォリオ見直しが必要になるのではないか。

- (事務局) 建退共は、高水準となった累積剰余金を還元している過程にある。期待収益率が低下しても、基本ポートフォリオをすぐに見直す必要に迫られる状況にはない。
- (委員) 効率性フロンティアから乖離したからと言って、必ず基本ポートフォリオを見直さなくてはならないというものではない。厳格にフロンティアに乗る状態を維持しようとする、ダイナミック・アロケーションを行うことになる。財政的な余裕があれば乖離を許容する、という選択肢は合理的な判断である。そうした、対応に幅を持たせた使い方が有効ではないか。
- (事務局) 基本ポートフォリオの見直しは随時実施可能であるが、予定運用利回り等を審議する財政検証は、最低 5 年に一度行うことが義務付けられている。建退共については、次回の財政検証は 2 年後であり、それを待たずに基本ポートフォリオの見直しをするべきかどうか、という観点も踏まえて検討するという事ではないか。
- (委員) 現在の予定運用利回りは、累積剰余金の還元という財政的な要素の調整のために高めに設定してあるとのことだが、予定運用利回りは、金利等の金融的な要素によってのみ決定されることとし、財政的な調整は、別途の手段で調整した方が、議論がすっきりするのではないか。
- (事務局) 建退共制度には中退共制度の付加退職金のような、予定運用利回り以外の調整手段がないため、予定運用利回りで調整せざるを得なくなっている。

4. 平成 28 年度資産運用結果に対する報告について

第 4 回資産運用委員会にて内容の方向感を提示した平成 28 年度資産運用結果に対する報告について、今回は素案が示され、評価のための指標追加の要否、表現の適否等が審議された。本件については、12 月中旬を目途に各委員から意見等を募り、次回委員会にて最終案を提示することとなった。

<主な質問、意見等>

- (委員) この資料は何に使うものなのか。
- (事務局) 対外公表資料として機構ホームページに掲載する。
- (委員) 報告書の内容は資産運用委員会として責任を持つ必要があるのか。
- (事務局) 報告書の内容自体は都度の資産運用委員会にて報告した内容なので、個別に見れば委員の了承を得ているものである。資産運用委員会の関与については、内容について委員会の認識と齟齬がないかを確認していただく、という位置づけを考えている。文責は機構にある。
- (委員) 公表をするのであれば、例えば、経理間で「運用の基本方針」の内容が微妙に異なるところなど、分かり難いところについて背景等の解説を加える

べき。

- (委員) 債務のデュレーションについて、中退共が見直しを行い、10年から20年に変更した件は理解したが、高齢化が進んでいると思われる特退共におけるデュレーションの状況はどうなっているのか。
- (事務局) その点は、今後、分析すべき課題と認識している。
- (事務局) 建退共については、大体平均10年とお考え頂ければ良い。
- (委員) 「中長期的に制度の安定的な運営を維持しうる収益の確保」については、給付等に支障が出るのが最大のリスクと考えれば、単に運用収益を確保することではなくて、財政状況やリスクも勘案して、制度の持続可能性を評価することが重要。
- (勤生課長) 「資産運用の基本方針」において資産運用の目標として定められている「中期的な制度の健全性や安定的な運用を維持しうる収益の確保」が出来ているということ、経理毎の財政状況の違い等も勘案した上で、確認できるような内容として頂きたい。

5. マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について

マネジャーの選定方法ならびに選定時や採用後の評価方法について、事務局から現時点での検討状況を説明し、意見交換を行った。事務局からの説明の概要は下記のとおり。

- ・今回のマネジャー・ストラクチャーでは、マネジャーの入替えを想定しており、円滑な入替えを実現し得る選定方法として、マネジャー・エントリー制度もしくはリザーブファンド制度の何れかを導入する方向で検討している。それぞれに長短所はあるが、入替え候補者の登録希望を随時受け付けるマネジャー・エントリー制度は管理負担が過大となり得るため、まずはリザーブファンド制度から始めることが妥当ではないかと考えている。
- ・マネジャーの評価基準については、従来直近数年間の運用成績で評価する方式では、統計的にパフォーマンス悪化が予想される委託先に資金を配分することになる可能性が高い、との研究結果があることや、最近の趨勢として定性評価が重みを増しているとのこと指摘等を踏まえ、抜本的な見直しを図りたい。
- ・直近3～5年間の運用実績を重視する従来からの評価方式から、運用能力を見定めるための定性評価を重視すると共に、その定量的検証を行う方式に変更していくことを想定しているが、ご意見を賜りたい。

<主な質問、意見等>

- (委員) マネジャー・エントリー制度の導入について時期尚早という事務局の見解は理解できる。リザーブファンドについては、余り排他的な印象を与えて

情報入手経路が細らないようにする工夫が必要。

- (委員) リザーブファンド制度の場合、リザーブとなった先が既得権の上に胡坐を掻いて努力を怠る懸念はないか。
- (事務局) 複数のリザーブを指名して競わせる等、そうした問題を回避するための工夫は出来ると思う。
- (委員) 取り敢えず、リザーブファンドの方向感が支持されているが、マネジャーストラクチャーを巡る今後の議論の影響を受ける可能性もあるので、本問題については何れ再議論することとしたい。
- (委員) ファンドの運用能力を評価する際、定性評価だけで判断するのは難しい。言ったことをちゃんと実行しているかを、定量的に検証することで意味が出てくる。定性評価が重要と言われているが、定量評価も使い次第で有用であり、重要である。
- (委員) 定性評価においては、超過収益の見通しについて、戦略の理論的な根拠や実証的な根拠、戦略の特性を踏まえた局面によるパフォーマンス変動の予想、等について納得の行く説明を求めることが重要。その際、過去の実績から定量的な根拠の提示も求めることで、信頼感を補強する必要がある。例えば、当該ファンドの戦略に照らして、稼ぐべき局面でちゃんと稼いでいるかどうか、等を検証することは出来る。そうした検証・評価方法は、委託後の実績評価にも使える筈。
- (委員) 定量評価は、過去のパターンが再現されることを前提とすることになるが、定性評価であれば、過去に囚われない新しい企画や戦略の評価も可能になるので、両方とも大切な基準であると認識している。
- (委員) マネジャーのインタビューでは、投資手法・戦略の内容の説明に終始し勝ちだが、そうした手法・戦略を選んだ理由、自信の根拠についての説明と質疑に時間を割くべきである。
- (事務局) マネジャー・ストラクチャーの肝は、実は評価方法であると考えている。結果オーライではなく、良い結果の再現可能性を高めるため、良い結果が出た理由を明確に説明できるマネジャーを選ぶ必要があると認識している。技術的にも作業負担的にも簡単なことではないということも認識しているし、限られた陣容ではあるが、そうしたマネジャー・ストラクチャーを目指したい。

6. その他議題

(1) 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応

- ・ 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応に関して、前回（平成29年度第4回）資産運用委員会での審議内容と、その後、委員から受領した意見を踏まえて作成し

た最終案を事務局から説明した。

審議の結果、委員会で指摘された文言を修正することを条件に、対応案が了承された。事務局からの説明の概要は以下のとおり。

①『「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』の公表

☞ 『「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[ここ](#)をご覧ください。

②『「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ』の改訂

・『「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ』の原則7に、「機構は、アセットオーナーとしてスチュワードシップ責任を実効的に適切に果たすために、適切な組織構築と人材育成等の取り組みを推進致します」との一文を加えた。

☞ 『「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ』は[ここ](#)をご覧ください。

③「資産運用の基本方針」の改訂

・スチュワードシップ・コード改訂に伴う「資産運用の基本方針」の改正について、運用受託機関に求める項目として株主議決権行使に関する表現を「中長期的に運用収益を確保するため」「適切に行使する」に変更した。

☞ 「資産運用の基本方針」は[ここ](#)をご覧ください。

(2) 平成 29 年度におけるスチュワードシップ活動状況の概要

・事務局より、平成 29 年度におけるスチュワードシップ活動状況の概要に関する対外公表用資料について説明が行われた。

☞ 「スチュワードシップ活動状況の概要 (H28.7～H29.6)」は[ここ](#)をご覧ください。

<主な質問、意見等>

(委員) 国内株式の買収防衛策の反対比率は 50%を超えているが、外国株式においては賛成が 90%となっている。この理由は何か。

(事務局) 国内では期限の到来した買収防衛策の継続を諮る議案が多かった。一時ほど企業買収に対する危機感がなくなったことや投資家として買収防衛策を疑問視する考えもあることから、買収防衛策への反対比率が高くなったものと推測される。

(委員) 過去、日本においては、投資家の利益を害しかねない、経営陣の現状維持を目的としたような買収防衛策が多く導入されてしまったため、最近はこのような買収防衛策の継続に反対する動きが強まっているものと思われる。

(了)