

## 平成 29 年度第 7 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 30 年 3 月 2 日（金）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. 議事録及び議事要旨の確認

##### (1) 議事録

- ・事務局より、平成 29 年度第 4 回ならびに第 5 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) 議事要旨

- ・平成 29 年度第 4 回資産運用委員会議事要旨（案）について、委員による最終確認が行われ、了承された。

☞ 平成 29 年度第 4 回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。

#### 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

事務局から、平成 29 年 4 月から 12 月における 6 経理（注）の運用実績と、2 月に実施したリバランスについて報告があり、了承された。報告の概要は以下の通り。

（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

- ・内外株価が好調に推移したことで、各経理とも 3%以上の運用利回りとなった。
- ・委託先のパフォーマンスの面でも、超過収益率は、全ての経理、全ての資産クラスにおいてプラスとなった。なお、特に大きな超過収益率を実現した委託先について、リスクを取り過ぎていないかを確認したが、特段の問題は見られなかった。
- ・中退共資産において、1 月末の段階で外国株式の構成比が乖離許容幅を超えたため、ルールに従ってリバランスを実施した。

#### <主な質問、意見等>

（委員） 清退共給付経理の乖離許容幅について、上限と下限の幅が非対称性となっている理由如何。

（事務局） 清退共では、掛金等の収入を退職金支払等の支出が常態的に上回っている。この結果、現預金を含む国内債の構成比が、債券相場変動以外の要因により大きく低下する場合がある。そうした事情を踏まえて、国内債

券の構成比の下限を大きく設定したものである。

- (委員) リバランスについて、1月末時点の状況を把握してから執行までの期間が長過ぎるのではないか。
- (事務局) 日数については、計数の確認に要する日数を含めるとこれが最短である。リバランスを逡巡して執行が遅れた訳ではない。
- (委員) 残高が確認できるまでの間に相場が大きく動き、構成比が乖離許容幅限度内に戻っている可能性がある場合、リバランスを取り止めるという対応は出来ないのか。
- (事務局) リバランスを取り止めた時点の構成比を確認するまでの間にまた相場が反転した場合、徒に執行を遅らせることになるので、ルールに従って粛々と実施するのが最善と考える。
- (委員) リバランスについては機械的になるべく速やかに実施すべきであるが、相場に影響を与え得るような大きな金額を動かす場合には、マーケットインパクトを考慮し分散して実施するという調整はあり得る。
- (事務局) ご指摘のとおり。実施の是非については機械的に判断することが必要と考えるが、その方法等については、金額等を勘案する必要があることは認識している。今回も大きな金額ではなかったもので、ルールに従った迅速な実施を決断した。今後も、より良いルールを模索して行きたい。
- (委員) リバランスルールについては、本日の審議内容も踏まえて継続検討とすることとして、今回のルールどおりの運営については、委員会として了解することで良い。

### 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

まず事務局から、マネジャー・ストラクチャー見直しに関する今後の大まかなスケジュールと、当該日程を踏まえた、委員会における当面の検討項目及びそれらの優先順位等について説明があり、次にコンサルタントから、今回の審議対象事項について説明が行われた。事務局、コンサルタントの説明の概要は下記のとおり。

<事務局>

- ・今回の実施計画では、資産クラス毎に時期をずらして募集・選考を実施し、1年間で4資産クラスのアクティブ運用委託先を決定する予定。パッシブ運用委託先については、アクティブ運用委託先の選定の進捗状況を踏まえて、選定実施時期を検討する。
- ・資産クラスの公募の順番は、論点の比較的少ない国内債券から始めることとする。
- ・本日は、国内債券アクティブ運用委託先公募を始める前に決めておきたい論点、具体的には、公募スケジュール、選定プロセス、評価方法・基準の大枠についてご審議頂いて決めていきたい。

#### <コンサルタント>

- ・選定プロセスについては、一次選考では定量評価によるスクリーニングを行い、二次選考ではヒアリングを踏まえた定性評価を中心とした個別選定を実施、さらに最終的にはスタイル分散等全体としてのバランスも考慮した上で委託先を決定する、というプロセスを想定。
- ・応募プロダクト数については、応募数が膨大な数になり一次選考の事務負担が過大になることを避けるため、1資産クラスないし1カテゴリで応募し得る数を制限することも一案である。
- ・一次選考の定量評価では、超過収益率を軸にインフォメーション・レシオ、スタイル調整後超過収益率、ファクター感応度、局面別パフォーマンス、といった観点から評価。
- ・二次選考の定性評価では、プレゼンが中心であり、そこでは巧拙より内容を重視、それ以外でも質問への応答内容、回答のスピード感等を含め多面的に評価、また再委託先がある場合はその能力把握力・説明力も重要と考えている。
- ・最終選考では、単独での評価に加え、他のファンドとの相関等も考慮して判断する。
- ・定量評価と定性評価の比重については汎用的な正解はない。定性評価をより重視する動きがある一方、定性評価の技術的な難しさを勘案して定量評価をより重視する動きもある。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) マネジャーが申告する投資戦略の妥当性、実現性は、どのように検証するのか。
- (コンサル) 運用実績から推定される投資戦略の属性をヒアリングで確認し、運用体制やマネジャーの経験、過去の局面別振る舞い等定性要因と合せて将来の収益力を予測、評価する。
- (委員) コンサルタントには、委託先候補のマネジャーが主張する収益源泉を、どのようにして具現し維持していくのか、そのプロセス・方法論や体制を説明させた上で、その妥当性を客観的に評価することを期待している。継続的に超過収益を稼いでくれるマネジャーを選定するには、こうした機能が極めて重要であると思料する。
- (コンサル) 確かにマネジャー収益源泉の特性を確実に把握することは重要である。例えば、株で言えば、個別銘柄のばらつき具合、所謂“ディバージョン”は周期的に変動すると言われているが、個別銘柄が同じように動く局面では、個別銘柄に投資するアクティブマネジャーは超過収益を挙げ難い。一方、こうした共通要因（ファクター）で相場が動く局面では、スマートベータが有効になる。したがって、リスクを抑えるためには、運用委

- 託先の特性を踏まえて分散することが重要と考える。
- (事務局) 二次選考のヒアリングでは、コンサルタントには、質疑の内容が高度に専門的になった場合に、候補先の応答の妥当性を点検しつつ、更に突っ込んだ質問をする、そうした役割も期待している。そうした質疑の中で、実績の説明であれ、計画の説明であれ、合理的に、説得力のある説明が出来ない候補先は採用しない、ということだと理解。
- (委員) マネジャー候補の申告内容の定量的チェックは実施されるのか。
- (コンサル) 二次以降の選考で実施する。二次以降では、運用プロセスで使われる中間産物、例えば格付レーティング等を評価対象として、運用プロセスの定量的評価も行う。一方で、過去の投資行動のバックグラウンド、例えば判断材料となるリサーチの内容やメンバー構成等を確認し、投資プロセスの堅牢性や再現性を検証する、という定性的チェックも行う。
- (委員) 信頼し得るマネジャーとは、言ったことを確実に実施するマネジャーであり、その点は、過去の実績から数字で実証的に示される必要がある。
- (コンサル) そうした点検は、二次選考以降では必要に応じて実施する予定。
- (委員) 個々のマネジャーの特性が的確に把握出来て、その特性に一貫性・持続性があれば、市場環境に応じた将来のパフォーマンスについてある程度予見できるようになり、そのマネジャーに対する信頼に繋がる。コンサルタントには、そうした特性の把握や持続性の検証をサポートすることが期待される。
- (コンサル) そうした観点からは、一次選考時に行うマネジャーの類型化、カテゴリー化が重要になる。
- (委員) 同じカテゴリーの中でも結構幅があるので、最終的には個々のファンドの特性の把握が重要ということではないか。
- (事務局) 「長期的に信頼できる運用機関かどうかを見極める」ためには、提示された投資戦略の信頼性を見極めることが重要。この点は、評価項目の一つではなくて、軸であるという認識が必要と考える。過去の運用実績や行動との整合性、将来における再現可能性をヒアリング等で確り確認することが二次選考の主目的である。コンサルタントには、この目的が果たせるようなサポート、例えばしっかりとした哲学に基づいた投資戦略なのか、実績から後付で作った戦略なのかを見極めるような、専門家としての見識の発揮をお願いしたい。
- (委員) 投資戦略が信頼に足るとするのは必要条件であり、それが成立しなければ、他の要素のポイントが良くても意味がない。
- (事務局) 原案の単純積上げ方式の採点表では、そうした認識が反映されない。
- (コンサル) 趣旨は承った。投資戦略の過去の投資行動との整合性や再現可能性につ

いては、しっかりと確認する。

- (委員) 応募プロダクト数の制限に関するコンサルタントの提案内容に違和感を覚える。国内債券については、野村 BPI 総合をベンチマークとするアクティブファンド1ファンドのみ、となっているが、マネジャー・ベンチマーク採用の是非について議論してから決めるべきではないか。外国債券についても、どのベンチマークを採用するかについて議論の余地は無い。さらに、株式については、1 カテゴリー1 ファンドという制限の場合、様々なカテゴリーが存在する中で、応募数が膨大な数に上るリスクがある。コンサルタント及び事務局の処理能力を勘案すると、設定の仕方に更なる工夫が必要と思料する。
- (コンサル) 飽くまでも素案ということでお示したが、ご指摘のとおり、ベンチマークについては、機構としての考え方の整理が必要。債券については、機構として政策ベンチマークを基本としたいとの意向を伺っている。株式についてはリスク分散の観点から様々なカテゴリーでの応募を求めため、カテゴリー毎の応募としたが、応募ファンド数の問題についてはご指摘のとおりである。膨大な応募数にならないようにカテゴリーの限定方法等を検討する必要がある。
- (委員) カテゴリーの設定について、市場型、バリュー型、中小型の一般的類型に、長期高収益（集中投資）と低ベータを加えることを提案されているが、こうした組み合わせを選択した理由如何。
- (コンサル) これもあくまでも一例であり、カテゴリーの選択については、ご議論頂きたい。なお、長期高収益（集中投資）のようなカテゴリーの場合、短期的に運用成績が悪化しても、マネジャーの方針・信念にブレが無ければ、長い目で見て業績評価を行う必要がある。
- (委員) これらの点については、国内株式の委託先選考について議論する際に改めて取り上げることとしたい。
- (委員) 過去のデータによる定量評価がバックワードルッキングになりがちである一方、定性評価はフォワードルッキングな要素を加味できるという良さがあると考えるが、定性評価において重視するポイント如何。
- (コンサル) まず重要なのは、運用者の自信と熱意。次に経験値に裏づけされた能力。これらを直接会って肌感覚で確認することが、二次ヒアリングの一つの大きな目的である。そうした要素を補強する要素として、重要な順に並べると、運用スキル、運用プロセス、リスク管理体制、パフォーマンス、組織の安定性、などの項目が挙げられる。
- (事務局) 先程ご指摘頂いた政策ベンチマークとマネジャーベンチマークの問題であるが、国内債については、この場で方針を決めさせて頂きたい。基本

ポートフォリオ見直しの際に、当機構の体制上、やや難しい旨申し上げたが、その後、体制に大きな変化がない中、現時点では政策ベンチマーク一本とすることが現実的な対応と思料する。

- (委員) リスク分散の観点からは、ベンチマークを一本に絞らず、ノンベンチマークのようなカテゴリーのファンドを入れることも一案ではある。ただ、国内債券については、政策ベンチマークとは関係の無い形で自家運用を行っているので、それ以上は必要ない、という考えもあり得る。
- (委員) 政策ベンチマークに含まれる債券が、かなり割高になっているのではないか、という懸念もある。
- (委員) 政策ベンチマーク以外のベンチマークを用いる目的をどのように考えるかが重要。あまり局面对応的な発想で実施すると、マネジャー・ストラクチャー見直しの本旨からは外れるのではないか。また、政策ベンチマークから外れることで発生するミスフィット・リスクの取り方や機構としての管理のプロセス、リスク管理体制など、検討すべき事項は多い。そうした検討課題を全て整理することは、今回は時間的に難しいものと思料する。当面は、引き続き検討課題としておくことで良いのではないか。
- (委員) 機構が自身でそのように判断するのであれば、結構である。
- (コンサル) ノンベンチマークの導入は、金利上昇への対応という意味合いになるが、その点は自家運用で対応できていると考えれば、政策ベンチマーク対比での超過収益を目指すことで足りる、その意味では、敢えてマネジャーベンチマークを導入してまで高い超過収益を狙う必要はない、という整理は可能。
- (委員) 国内債券にそれほど大幅な超過収益は期待しない、という点ではコンセンサスがあると思われる。
- (委員) 政策ベンチマーク以外のベンチマークを入れるか否かについては、そういった整理で良いと思われる。
- (事務局) もう一点、この場で確認をお願いしたいのは、目指すべき採用ファンド数。スタイル分散の観点と、効率性の観点両面から考えて、5～6ファンドの選定を目指す、ということが良いか。もちろん、良いファンドがあれば、という条件付で。
- (委員) 妥当な目標値と思われる。ただし、選定に際しては、過去の運用実績だけでなく、先行き5年間強程度の時間軸における運用環境の変化を想定した上で、超過収益の獲得を確信出来るか、が重要な評価軸になると思料する。
- (委員) その意味では二次選考のヒアリングはかなり突き詰めた議論が必要にな

り、体力を要する作業になる。特に国内債券以外の資産クラスについては時間的にかなり厳しいのではないか。スケジュール感については、国内債券をやってみて、再考が必要かも知れない。

- (事務局) 万が一、十分な数のアクティブ運用委託先が選べないということになると、パッシブに切り替える必要も出てくるため、その面でもスケジュールの見直しが必要になる可能性はある。
- (委員) 事前に提出を受ける過去の運用実績に掛かるデータについては、外部監査を受けているとか、GIPS 基準に準拠している、といった条件を付しているのか。
- (コンサル) 明示はしていないが、一般的にはそうした基準等に基づいたデータを提出して貰う。ただし、自己資金での運用実績や類似ファンドのデータ、あるいはシミュレーションデータで応募してくることも排除はしていない。
- (委員) 運用業界においては再編の動きが活発であるが、組織の安定性や、投資カルチャーの継続性についての評価方法如何。
- (コンサル) 年 1 回、運用機関に対して、業績、資産残高、従業員数等の変化や報酬体系などに関するアンケートとヒアリングを実施している。
- (委員) やはり経営トップの運用業務への取組姿勢が、こういう業界では非常に重要。
- (コンサル) 経営トップと直接面談する機会はないが、経営トップの経歴はチェックポイントの一つになっており、経歴から運用業務への理解度等を推察している。選考ヒアリングにトップが同席するケースも無くはないが、少ない。
- (委員) 経営トップへのヒアリングを応募条件にすれば、来ざるを得ないのではないか。
- (コンサル) その場合、ヒアリングの調整が難しくなり、限られた日程の中で選考を行うことが困難になるため、なかなか実現しない。
- (事務局) 経営トップの取組姿勢や会社のガバナンスの状況は重要なポイントと思料。
- (委員) 運用会社の合併により、同じ運用機関がいくつものファンドを受託するケースがみられるが、対応方針について助言はあるか。
- (コンサル) 個々のファンドは能力が認められて採用された筈なので、一律にシェア調整のために外すようなことはお奨めしない。合併がプラスに働くかマイナスに働くかを見極めることが重要。

#### 4. その他議題

その他議題として、平成30年1月31日に開催された第68回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に提出された資料「一般の中小企業退職金共済制度の財政検証」と、勤労者退職金共済機構の第4期中期目標について、厚生労働省勤労者生活課長から説明を受けた。

(1) 一般の中小企業退職金共済制度の財政検証について

説明の概要は以下のとおり。

- ・新たな付加退職金支給ルールとして、第1案:利益金が生じても支給しない、第2案:各年度の利益金の半額を望ましい水準を下回らない範囲で支給する、第3案:望ましい剰余金の水準までの不足額と目標年度までの残存年数に応じて毎年の先充て額を変えていくという3案を事務局より提示した。
- ・審議では、基本退職金の予定運用利回り1%を維持することが重要であり、積立目標額を貯めることを最優先すべき、として第2案を推す意見もあったが、最終的には、従来の経緯にも配慮し、第3案を取りつつ、大きな金融ショックが発生して剰余金の水準が大きく減少した場合にはルールの見直しを行うこととなった。

<主な質問、意見等>

(事務局) 今回の労政審では、付加退職金の支給方法を巡る議論の中で、労働者代表、使用者代表双方の委員から、資産運用委員会で様々な議論を尽くした上で提示した剰余金の目標積立額の水準について、尊重して受け入れる旨の発言があったと聞いている。

こうしたご発言は、累損の再発を何としても回避するには、リスクに見合った剰余金を持つ必要があるという考えを、労政審委員の方々にご理解頂けたということの意味するものと理解している。

労政審が決定する予定運用利回りは、当機構が決定する基本ポートフォリオに中期目標を通じて影響を与えるので、厚労省と当機構が情報を共有しながら、整合的にそれぞれの役割を果たすことが、制度の安定的な運営には不可欠である。

こうしたあり方は、当委員会設置当初に委員方からも望ましいあり方としてご意見をいただいたことであり、しっかりと機能していることは喜ばしい。この間の勤生課長のご尽力に深謝する。

なお、特退共の資産運用においては、特定業種毎に設置され、共済契約者の代表等で構成される運営委員会も重要なステークホルダーである。

(委員) 資産運用においては、期待収益率、基本ポートフォリオ、リスク水準、リスク許容度等に関する意思決定は相互に関連し合うものであり、整合性をもって一体的に決められる、というのが一般的な原則である。例えば企業年金の歴史においては、基金自身が運用会社に任せることなく自



ら基本運用方針書を定めることが義務づけられてきた。そうした中、この制度では意思決定の機関、主体が分かれているため、関係者がコミュニケーションをとって情報を共有することが、非常に重要なことと考えられる。

勤生課長のご尽力で、労政審、厚生労働省とのコミュニケーションが深まり、関係者が情報を密に共有しながら方針を策定したことは、より良い意思決定プロセスとして評価したい。

関係者が、運用方針とその背景となる考え方、リスクテイクの方針等を共有していることは、問題発生時の速やかな対応を実現する上でも必要な条件である。こうした基盤を維持することが、実効性あるリスク管理を深めていく上でも重要であると考えている。

## (2) 独立行政法人勤労者退職金共済機構中期目標について

説明の概要は以下のとおり。

- ・厚生労働省から機構に対し、今後5年間における機構の運営目標を指示する文書である。
- ・資産運用の目標については、従来の中期目標でも「予定運用利回りを前提に」と記述されていたが、今回の中期目標では「中期的に事業の運営に必要な利回りを最低限のリスクで確保すること」と、より明確化した。
- ・ESGのSに対する投資について、機構の特性を踏まえてどのように実施できるかを検討し、2018年度末までに結果をとりまとめ、可能な場合は実施することとした。

### <主な質問、意見等>

(委員) 「健全な資産運用」における健全の定義如何。

(勤生課長) 「健全な資産運用」とは、専門家の意見を聞きながら運用を行うことを意味している。

(委員) 実効性あるリスク管理体制の整備という資産運用委員会設置の趣旨に鑑みると、そういう体制、プロセスをしっかりと経て、資産運用業務を行うことが健全性の確保に繋がる、そうした意味と理解している。

(事務局) 要すれば、この項目の第一段落に記載されている『資産運用の基本方針』に基づき、実施することが健全な資産運用である。「基本方針」に沿うということは、その中に『基本原則』として示された「安全かつ効率を基本として実施する」ことを意味する。「安全かつ効率」の解釈、定義については、基本ポートフォリオ見直しの際に、「必要な利回りを最低限のリスクで確保すること」とすることで合意が得られている。

(委員) 運用目標の達成状況を評価する指標に「毎年度、各資産のベンチマーク

収益率を確保する」とあるが、「毎年度」との設定は、資産運用という業務の性格上、厳し過ぎるのではないか。

(委員) 「毎年度」と書いてあると厳しいのは事実。ただ、目標は中期的に必要な利回りを確保することなので、最終的には中期的に達成されていれば良いということではないか。年度計画も立てる独立行政法人として、「毎年度」という設定は仕方がないものと捉えている。

(勤生課長) 然り。毎年度評価していて、最終年度で、5年間で平均して最終評価することになる。年度別にはCやAが混ざっても、5年間で目標を達成していれば評価はBにならされる。

(了)