

平成 29 年度第 3 回資産運用委員会議事録

日時：平成 29 年 9 月 8 日（金）

場所：勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

○清水資産運用部長 出席予定者皆様おそろいになりましたので、定刻前ではございますけれども始めさせていただきます。

本日、資産運用委員 5 名、皆様の出席を確認できましたので、本委員会は有効に成立いたしました。

ただいまから平成 29 年度第 3 回資産運用委員会を開催させていただきます。委員の皆様におかれましては、大変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。

初めに、理事長の水野からご挨拶申し上げます。

○水野理事長 本日はお忙しい中、平成 29 年度第 3 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。

この資産運用委員会が厚労大臣によって設置されてから、間もなく 2 年。

本日が委員の皆様方の第 1 期目の任期の最後、締め委員会ということになろうかと思えます。

この 2 年間、開催の頻度・密度共に、大変なご負担をおかけしましたが、本当に真摯にご対応いただきましたこと、心から感謝しております。

このところ、注目材料がトランプ大統領から北朝鮮に移った観がありますが、いずれにしてもマーケットは振り回されている状況です。

そうした状況の中で、落ち着いていられるのは、『基本ポートフォリオ』の改訂ができたお蔭です。改めて御礼申し上げます。

本日の議題は、資産運用実績に関する定例報告のほか、マネジャー・ストラクチャーの検討項目、林退共の基本ポートフォリオが抱えるリスクに関する説明用資料の検討、労政審における付加退職金に関する議論のための資料の検討、日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応の検討と、非常に盛り沢山な内容となっております。

本日も忌憚のないご審議を賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。

本日は最後に残念なご報告をしなくてはなりません。冒頭、1期目最後と申し上げましたが、本日の委員会を最後に退任される委員がお三方いらっしゃいます。白杵委員長代理、江川委員、末永委員です。

2年間という短い期間でしたが、実に16回の委員会、ブレストや事前説明を含めれば20回、40時間を優に超える濃いお付き合いをさせていただき、積立て型の資産運用を託されている当機構の『基本原則』に、言わば、魂を入れる大プロジェクトに多大な貢献をしていただいた事に、この場をお借りして心よりお礼申し上げたいと思います。

江川委員におかれては、ご多用な中、いつも無理なスケジュール調整をお願いし、申し訳なく思っております。

そうした中で、コーポレート・ガバナンスや経営といった大所高所からのご指摘を頂戴しました。特に、「人がいないので、理想的な運用ができないなら、要員、人的資源を投入すべき」、とのご指摘は、現在計画している運用体制強化プランの出発点であります。経営の視点から、今後の方向性について貴重なご示唆いただいた、と思っております。

末永委員におかれては、いつも本質を突いたコメントをいただき、ゼロベースでの議論の実現に貢献していただきました。

特に、委員会発足当初にいただきました、予定運用利回りなど制度面を所与としてしまうと、実のある議論ができないのではないか、との問題提起については、その後、勤生課長のご尽力により労政審への情報提供・提言の道を拓くことができました。

白杵委員長代理におかれては、名古屋からの遠征という追加的なご負担もある中、ご出席いただけない場合は必ず詳細なご意見と資料をお送りいただきました。また、いつも鋭いご指摘をいただき、議論の質の向上に、多大の貢献をしていただきました。特に、林退共の累積欠損金を巡る議論の中で、「かつての中退共のように累積損失を解消するために思い切ってリスクを取ったという、そういうことはやらないということでコンセンサスができていたとしたら、累損解消のためにアセットサイドでできることはもうない」とのご発言は、金融論の観点からこれまでの議論を総括していただいた観があり、正に我が意を得た思いでございました。

私が何とかこのポストを勤められて来たのも、偏に当委員会の委員の皆さんのお蔭だと思っております。議事録を読み返して見る度に、各委員のご発言の含蓄の深さを再発見し、本当に良い委員に恵まれたと、厚労省さんに感謝しております。

それだけに、お三方のご退任は痛い、というのが正直な気持ちです。

しかしながら、この2年間で、慣例や前例に左右されない、あるべき姿を真摯に議論するスタイルを確立していただきましたので、この伝統を今後も守って行くことをお約束して、感謝の言葉に替えさせていただきたいと思います。

本当に有難うございました。

皆様の益々のご健勝とご活躍を祈念いたしまして、本日の開会のご挨拶とさせていただきます。

○清水資産運用部長 資料の確認をお願いします。

お手元、1枚目が座席表、そして2枚目委員会次第に続いて、左綴じになっている議題の資料をご覧ください。右上に四角に囲んだ資料番号を付けております。

資料1-1「平成29年度第1回資産運用委員会議事録」

資料1-2「平成29年度第2回資産運用委員会議事要旨（案）」

資料1-3「平成29年度第2回資産運用委員会議事録（案）」

資料2「平成29年4月から6月の運用実績報告（6経理）」

資料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」

今度は横長になります。資料4「林退共基本ポートフォリオの抱えるリスクについて」

縦長になりまして資料5「平成28年度資産運用結果に対する報告について（案）」

横長、赤い紙になります。資料6「積立比率シミュレーション」

資料7、クリップで2つのホチキス留めのものがついております。1つ目、「スチュワードシップ・コード関連案件への対応」、それとホームページのコピーになっております。

この後、参考資料になりまして参考1「平成29年4月から6月の運用実績報告」

参考2-1「独立行政法人勤労者退職金共済機構 一般の中小企業退職金共済事業における平成26年事業年度に係る資産運用結果に対する評価報告書」です。中段のところ一般中退共となっております。

参考2-2は、2行目のところが建設業退職金共済金共済事業という資料であります。

最後に追加に一枚物です。カラー刷りになっております。速報の数字になる一枚物のペーパーがあるかと思えます。

以上が本日の資料となります。不備はございませんでしょうか。もしございましたら、途中で結構でございますので、お申し出ください。

この後の議事進行につきましては、村上委員長にお願いをしたいと思います。どうぞよろしくお願いをいたします。

○村上委員長 先ほど理事長からのご挨拶にもありましたように、2年の最後の節目の委員会でございますが、資料も多く、議事の対象もたくさんあります。ぜひ本日の議事進行につきまして円滑に進行しますように皆様方のご協力をよろしく申し上げます。

それでは次第に沿って議事を進めて参ります。

議題1は、第1回資産運用委員会議事録、第2回資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認です。事務局からご説明をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 資料1-1「平成29年度第1回資産運用委員会議事録」につきましては、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。なお、こちらの議事録につきましては、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をいたします。

続きまして資料1-2「平成29年度第2回資産運用委員会議事要旨(案)」、資料1-3「平成29年度第2回資産運用委員会議事録(案)」をご覧ください。いずれも委員の皆様からご指摘いただきました部分を修正したものになります。恐縮でございますが、議事要旨につきましては、この場で再度お目通しいただき、修正の要否についてご確認をお願いいたします。議事録につきましては、今月末を目処に修正の要否について事務局までご連絡いただきますようお願いいたします。全委員に問題のないことをご確認いただけましたら、資産運用委員会議事録作成及び公表要領第4条における確認が得られたものとして、次回運用委員会にて最終版としてご報告した上で、第5条に基づきまして7年を経過した後に公表することといたします。よろしく申し上げます。

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

ご質問、ご意見等がなければ、少し時間をとりますので、資料1-2「平成29年度第2回資産運用委員会議事要旨(案)」についてはご確認の上、もう一度この場でコメントをしていただきたいと思います。よろしく申し上げます。それでは2~3分、時間を取らせていただきます。

(約3分後)

いかがでございますでしょうか。何かございますでしょうか。よろしいでしょうか。

それではまず、「平成29年度第1回資産運用委員会議事録」についてお伺いします。資料1-1になりますが、こちらはすでに委員の方にご確認済みということですが、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いたします。ご異議がないようですので、本案を最終版といたします。

次に、続いて資料1-2「平成29年度第2回資産運用委員会議事要旨(案)」についてお伺いします。今ご確認いただいた議事要旨のほうについてです。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いたします。

○臼杵委員長代理 すみません、異議というよりもちょっと質問なのですけれども、2ページの〈主な質問、意見等〉で、(委員)というところで、「安定収入源である国債の利回りが」云々というところがあって、これはたしか委員長がおっしゃった、次の資料の議事録でいくと7ページの一番下のところを要約したということかなというふうに理解しています。それで、これで委員長がいいとおっしゃるのであればこれで結構ですけれども、その後の「もう一つ」という、予定運用利回りに対してどうかということも、「そこはなかなか全体的に表現するのは難しい点があると思ったところですよ」ということなので、なかなか入れるのは難しいのかもしれませんが、予定運用利回りに対する評価も今後の課題であるぐらいのところは入れてもいいかなと。そのあたりは本来委員長にお任せすべきとは存じますが。

○村上委員長 そうですね。これは、短く表現したときに意図がきちんと伝わるかという懸念から、少々議事要旨に載せにくい発言かと思いますが。

○西川理事 おっしゃるとおりで、ご指摘いただいたことについては認識してはいたのですが、当時の議論を詳細に思い出してみると、確かに中退では予定運用利回りとの、あるいは採算利回りとの乖離というのがそのままストレートに全体の業績に結び付く感があるのですが、例えば建退共とか清退共のように余剰金が潤沢にあって、そもそも逆ぎやを意識的にやっているケースについては、非常に表現が難しいなというのがあったので、ここはそれを表に出すと、さらにその説明をしなくてはならなくなるので避けるかなというふうなことになったというふうに記憶していましたので、恐縮ですが、落とさせていただいたというのが実態でございます。

○村上委員長 議事録のほうにはそのような議論も残っているかと思いますが、私もこのところをスルーしたのは、西川理事がおっしゃったような意図もあって宿題と思ったからです。公開を懸念したのは、なかなか詰めるのに厳しいところがあるかもしれないということからでした。今の予定利回りというものの自体がどのような性格のものなのかというふうなところが、詰まっていないところがありますので、それを整理してからでない認識に齟齬を生じる可能性があります。そのようなことで、私の発言だったのですが、議事要旨の段階では載せずに済ませていただいたというところでした。これについては、い

かがでしょうか。

○平嶋勤生課長 多分その点は、中期的に達成できればいいという整理をすれば、建退共などが運用利回りを下回って運用しているということは、正当化できるのではないかなと思って、そういう記述ができるのではないかなと思いますけれども、いずれにしてもそういう観点で見ていくことが必要だなと思います。

○村上委員長 さらっとした表現で入れておいてもいいかもしれないですね。今後の課題ではあるが、予定利回りとの比較……何と表現したら良いでしょうかね。

ほかの方は、今の点につきまして、ご意見ありますでしょうか。

○西川理事 今、勤生課長のほうからお話があったのは、私どもの資産運用の基本方針の中で、目標として中期的な制度の安定を図ると、ということが目標として規定されていることを踏まえてのご指摘であると思います。制度の安定性を測る指標として、この予定運用利回りと、それから実績の利回りの関係というのは1つの切り口ではあります。ただ利回りだけではなくて、結局、累積剰余金の状況や欠損金の状況も踏まえて制度の安定性を判断するということだと考えておりますので、いろいろな場面でご報告をさせていただいております。したがって、中長期的な制度の安定性を示す指標として、予定運用利回りと実績利回りの単純な引き算だけを出すという選択肢はないと思いますので、別途、報告書での見せ方を工夫はさせていただきたいとは思っております。そういう意味では、もし前回の議事要旨に一言入れるとすれば、運用成績を測る指標として、利回り以外の指標を工夫する余地があるのではないかと、というような形で入れさせていただければいいかなとは思っています。

○村上委員長 私も前回、2回目の委員会の議論として記憶にありますのは、中退共は資金性格や現状まで全部含めて基本ポートフォリオについて議論して、現状の予定運用利回りの良し悪しの議論まで突っ込んでやってきたのですが、ほか制度についてはそこから全部やっているわけではないので、予定利回りの捉え方というのも今、西川理事からもご説明があったように単に運用の目標とするところだけではない意味があったりしまして、そうなってくると予定利回りと運用との乖離というのをどのように考えるべきかという、結局そういうような観点からの整理の下に評価を行う必要があると思うのです。そうすると、私の発言ながら、予定利回りに対しての比較で運用を見るというだけではなくて、まさに西川理事がおっしゃったような、制度全体の今の状況からして予定利回りイコール配当利回りと考えたときにそれが妥当なのかどうかということなどを含め、複合的にいろいろな

ことを考えていかななくてはいけないということで、それがこの委員会の中で議論している分にはいいのですが、公表されたときにきちんとその意図が伝わるかどうかというのは非常に難しいところがあるなという点が、少々懸念をしたところでした。公開の仕方としては、一つには中期的な課題としてそのような課題も存在するというを出す方法と、もう一つはもう少しその辺は詰めた上でどこかの時点で課題として公開するというような、考え方としては別にそれを全てスキップしてしまうわけではなくて二通りの考え方があると思うのですが、それはどちらが良いかというところです。

○西川理事 継続課題にはさせていただきたいと思います。

○村上委員長 非常に重要な課題であると私も認識しておりますので。例えば、意図としてはそのところの発言だけではなくて、前回の委員会でいろいろこれに関しては議論していたわけですので、予定利回りを含めた評価をどのように行っていくかというようなことが課題だというような書き方も、このところではあるかなと思います。予定利回りとの単純な比較ということではなくて。一つの発言だけではなくて総合的に前回の議論を捉えて、予定利回りや剰余金等を含めた評価をどうやっていくかということについては、今後に向けての課題だろう、というような表現ではいかがでしょうか。

○西川理事 それを〈主な質問、意見等〉のほうで入れていくという形……

○村上委員長 白杵委員長代理からご指摘があったのは2ページの最初の委員の発言の、「……余り強調しすぎるべきではない」というところでしたが、その後に「予定運用利回りや剰余金を含めた評価をどうやっていくかは今後の……」と続く形になりますでしょうか。

○稗田理事長代理 例えば経理ごとに予定運用利回りの視点も重要だが、全体的に表現するのは難しいとか何か、もとのを生かしてさらっと入れるぐらいの感じですかね。というようなことをちょっと後で。

○西川理事 今言っていたような、少し宿題をいただいたような格好の書き方で、加えさせていただいた案をお示しいたしますので、また改めて見ていただいて、ご了承いただいた上で議事要旨を公表させていただく、ということにさせていただければ。

○村上委員長 それでは1週間以内ぐらいに作業をとということで良いですか。

○西川理事 そこまでかからないでやりたいと思います。

○村上委員長 では、そういうことでよろしく申し上げます。それでは、事務局におかれましては、修正の叩き台を作成して皆様にお送りいただき、最終確認をした上で公開とい

う形にさせていただきたいと思えます。よろしくお願ひいたします。確認ができましたら速やかに公開のほうは、お願ひいたします。

それから、今、最初にご説明がありました第2回委員会の議事録については、各委員においてご確認の上、事務局のほうへご連絡いただけたらと思えます。できれば今月中のほうが望ましいと思えますが、よろしくお願ひいたします。

それでは次の議題に移ります。議題(2)は、「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」です。ご報告をお願ひいたします。

○西川理事 それでは資料2の「平成29年4月から6月の運用実績報告(6経理)」という資料をご覧いただき、1枚おめくりください。一番上の四角の表でございますが、運用利回りでございます。この4~6月は、内外で株は上がり、円は下がり、金利も下がりということで、あらゆるファクターがプラスに働きましたので、非常に委託運用利回りの部分、いい成績が上がっております。中退共で7%超、建退共でも7%ないし7%近く、清退共の給付に至っては10%を超えるような格好になっております。林退共は中退共との合同運用ですので同じような利回りが出ているという格好でございます。

絶対的なレベルはそういうことなのですが、委託先のパフォーマンスということでいきますと次のページ、2ページをご覧いただいて、下段の金銭信託の内訳をご覧ください。超過収益率がございますけれども、これを見ますと清退共の給付経理が若干ベンチマーク対比で割り負けているわけですが、それ以外のところについては、合計値についてはいずれもベンチマークを上回るようなパフォーマンスを上げているというようなところでございますので、世間相場的に見ても委託先の運用パフォーマンスから見ても、4~6月というのは比較的上手くいったということかなというふうに思っております。

その次のページ、運用資産の構成状況をご覧いただきますと、やはり国内株式と、それから外国株式のところの値上がりが続いておりますので、乖離状況はその2つの資産、一番右の欄になります。乖離状況をご覧いただくと、その2つの資産が比較的乖離許容幅の端のほうに、真ん中ぐらいまでなのでございますけれども寄っているような感じになっています。特に中退共、それから清退共では株式の乖離幅というのがちょっと大きめに出てきているというところがございます。ただ、まだまだ乖離許容幅の範囲内ということではございます。

その後ということでいきますと、今日最後にお配りいたしましたカラー刷りの中退共の構成資産の損益・構成状況というものをご覧いただきますと、8月末の数字でございます

が、右の下のほうに赤い四角で囲ってありますところをご覧くださいますと、8月末の段階で自家運用・金銭信託合わせた剰余金というのは580億円、今年度に入ってから剰余金という格好で乗っかっているわけでありまして。予定運用利回りの支払い分と、それから業務経費分を引いても100億円超、これだと上回るというイメージだと思います。ただ、本日現在ということでいいますと、その下の緑の四角がございまして、これは8月中のボトムの日数字なわけですけれども、大体これに近いような数字になっておりまして、日経平均ですと1万9,300円台ですし、NYダウは大体この2万1,700ドルぐらい、円ドルも108円前後ということで、大体これに近いような格好です。そうすると金銭信託のところの剰余金が大体300億円の後半ということでございまして、自家運用と合わせて400億円の半ばぐらいが現状かなと思っております。そうするとちょうど必要利回りちょうどぐらいのところは今、稼ぎ出せているというようなところかなというふうに思っております。ただ、先ほど申し上げたとおりこれまでのところはややでき過ぎ感があるので、あまり安閑としているわけにもいかないとは思っておりますが、最初の第1四半期から今年前半にかけては比較的好調な運用状況になっているということでございます。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してでしょうか。

○平嶋勤生課長 この運用利回りというのは、これは年率換算を書いているのですか。

○西川理事 そうです。先ほどのパフォーマンスのところの、2ページ目の下段でお示したところは、ここだけ4カ月になっていきますので、そういう意味では同じように比べると違うじゃないかというのもあるかもしれませんが、これは4カ月の収益率です。年率には換算しておりません。3カ月です、失礼いたしました、3カ月です。

○村上委員長 ほかに何かございましてでしょうか。

こちらは、参考資料1のほうと連動しているわけですね。

○西川理事 そうです。

○村上委員長 これはもうホームページで公開されていますか。

○西川理事 はい。運用実績については、7月末に公表させていただいております。

○村上委員長 よろしいでしょうか。それでは、ご質問、ご意見等がなければ、「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」は、運用委員会として報告を了承することといたします。

それでは、次の議事に移ります。議題(3)になりますが、「マネジャー・ストラクチャ

一における検討事項について」、事務局よりご説明お願いいたします。

○西川理事 それでは、資料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」という資料をご覧くださいと思います。

1 ページおめくりください。マネジャー・ストラクチャーについては今年度中の実施を予定しているわけございまして、当初予定では、本日、このお話についてもご議論いただこうと思っていたのですが、ほかの案件があまりにも多いものですから、恐縮ですがこのマネジャー・ストラクチャーに関するご議論は10月にもう一度委員会を開かせていただいて、そこでご議論をいただきたいというふうに考えております。本日は、それに先立ちまして、今後、どのようなことをご議論いただくべきかについて、ご意見を伺いたいと考えております。資料3には、私どものほうで考えました候補となる項目を羅列しております。それらの中で何かしらの資料をご用意できるものに二重丸を付けてあります。この表をご覧ください、優先的に議論すべき項目、あるいは特に興味がある項目などがございましたら、ご指摘いただければ幸甚です。もちろんこの項目以外に、議論をしておいたほうがいいとお感じになる事項がございましたらご指摘をいただきたいというのが本日の趣旨でございます。ご意見をもとにいたしまして10月までに資料等の準備をさせていただきたいと思っております。

なお2枚目に付けてありますのは、現在私どもの考えている大ざっぱなスケジュール感でございます。今年、この秋から作業を始めまして、来年いっぱいかけてストラクチャーを実施していくというそういうような格好になっております。ただ、この日程も含めてご議論いただきたいというふうに思っております。以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまの西川理事のご説明についてご質問、ご意見等ございますでしょうか。

では、私のほうからまず確認をさせていただきたいと思えます。スケジュールのほうを拝見させていただきますと、コンサルタントの公募を出すのが11月下旬ですね。それで、決定して契約手続きが2月いっぱいかけてぐらいという、そのようなスケジュールですね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。

○村上委員長 その中で今、1枚目でお示しいただいたような項目については、このようなことについてコンサルタントには全てほとんど関わっていただくということですね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。10月にご議論いただいた内容も踏まえて仕様書を作成する予定です。

○村上委員長 このようなことをコンサルがきちんとできるかどうかというところをよく精査して決定をするということですね。ですから、当委員会としてもこれらの項目については、またこのような観点から考えるべきというキーとなる課題については、それまでには詰めておかないといけないというようなスケジュールになりますね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。

○村上委員長 それについて、今年度予定されている委員会というのが下期は11月と2月がありますが、そのあたりというのは結構重たい議論があると思うのですが大丈夫なのでしょうか。

○西川理事 それで10月にもう一度、まずはやらせていただきたいというのがそういう趣旨でございまして、それを受けて、必要があれば、また11月中にも委員会を開催させていただくことを考えております。なお、実はこのマネジャー・ストラクチャーというのは本来、昨年度やろうとしていたものでございまして、一度コンサルタントからいろいろ資料ももらっております。次回10月の委員会ではそうした資料も活用させていただく予定です。したがって、出発点が全くのゼロからではないというところで何とか時間を稼げないかなというふうに思っているところであります。

今後の議論では、どういう形で募集をするかとか、どういう形で入れ替えをするかとか、そういうことも含めてまさにゼロベースで考えていただければありがたいと思っております。これまでのやり方というのは、委託先を退出させたことはあるのですが、新たに加えたことがありませんので、そういう意味で入れ替えというのは初めての体験でございまして。常時受け入れ方式にするのか、あるいはリザーブ制と言いますか、資格のありそうな先を二軍みたいな形で引っ張っておいて、入れ替えのあるときにはそこから選ぶとか、いろいろなやり方があると思うのですが、そういったところについてもご意見を賜ればありがたいというふうに思っている次第であります。

もちろん選択の基準あるいは評価の基準につきましても、前回の委員会でも直近の成績がいい人というのは逆にその後落ちるのではないかなというようなご意見も、まさに本当にそのとおりだなと思ったのですが、ご指摘受けたところでございまして、そういった評価基準なんかについてのご意見もいただければありがたいというふうに思っております。

○村上委員長 委員の方々は何かございますでしょうか。

○江川委員 重要な項目にプライオリティを付けるのは重要だと思いますし、この二重丸がついているのはとても大切だと思うのですが、コーポレート・ガバナンスのこと

をずっと研究しているものですから、ESG 投資に関してコメントさせていただきます。ESG に関して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なというふうに感じております。私も実は ESG はある意味流行りだから皆やっているみたいな、そういう感じも受けていました。ところが、海外の投資家で本当に真剣に考えている人たちというのは、まだ数字に表れてこないけれども長期の重要なリスクをきちんと抑えるために、そういう定性的なことも見ていかなければいけないということで真剣に考えていて、それで特にアセット・オーナーがヨーロッパでは相当厳しいことを言っているということなのだと思うのです。ですからこれは、こちらにとっても中期的な課題というふうに位置付けていただければよろしいかと思いますが、アセット・オーナーとしてそういったこともお考えになってリーダーシップを発揮していかれると、もちろんリスク管理という意味でも意義があると思いますし、日本の運用のグレードアップという意味でも意義があると思います。今日で最後なので、大きな宿題を投げていなくなってしまうみたいで申し訳ないのですが、よろしく願いいたします。

○水野理事長 それについて申し上げますと、二重丸がついているのは次回のときに資料が出せるというだけであって、実は私も ESG については相当やらなくてはいけないなと思っていて。特に海外と国内の意識の差はもちろんそうなのですが、国内でいうとやっぱり注目されているのはEとGなのですよね。ただ、Sっていうのが我々の立ち位置からいうと大事ななと思っておりまして。特に最近それこそ電通さんの問題とか、ヤマト運輸さんの問題とかがあって。ただ、それが今度フィデューシャリー・デューティーとの関係でいうと、それをやるのが本当に株価が上がるというか、被共済者にとっていいかどうかという問題があるのですが、そういうことも展望して実はデュレーションの見直しをしたのですね。そうすると10年というとなかなか株価に現れなくても、20年というとやっぱり ESG やっていない会社はなかなか苦しいだろうなということもあって。その辺の研究を今進めておりまして、全く政府系でもありますから、ここは我々としてはプライリティはかなり高い。

○江川委員 なるほど。

○水野理事長 どうぞご安心ください。これは厚生労働省さんとも話をされていて、平嶋課長は非常にご造詣が深いと信じております。

○平嶋勤生課長 理事長からご提案いただいて、非常にいい取り組みではないかと思っております。ただ、今おっしゃったようにそれきちんと利回りがとれるかというところと

の兼ね合いだと思います。よく研究、ご審議いただきたいと思っております。

○西川理事 この点については、本日ご審議いただく事項の中にスチュワードシップ・コードに関する項目が1つあるのですが、そこでも触れさせていただきたいと思っております。

○村上委員長 今、江川委員からいただきましたご意見についても、今後の委員会できちんと捉えて参りたいと思っております。

ほかに何かございますでしょうか。ほかにご質問、ご意見がなければ、ただいまご説明がありました「マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について」は、資産運用委員会として今後の段取り、検討課題については認識を共有したということといたします。事務局におかれましては次回、資産運用委員会における議論に向けて資料の準備をよろしくお願いいたします。

それでは次の議題に移ります。議題(4)になりますが、その他の議題といたしまして、まずは林退共基本ポートフォリオの抱えるリスクにつきまして、事務局よりご説明お願いいたします。

○西川理事 それでは資料4「林退共基本ポートフォリオの抱えるリスクについて」をご覧ください。この資料は前回の委員会で頂戴したご意見を踏まえまして、林退共の基本ポートフォリオの抱えるリスクの現状について林業界関係者の方に的確にご理解いただくための資料として作成したものであります。今後、運営委員会等の場で適宜使わせていただくことを想定しております。その場合、一応当機構の資料として提出することを想定しておりますが、この点につきましても資産運用委員会として提出するほうが良いといったご意見があれば、内容とあわせてご指摘、ご提案いただければ幸甚でございます。

それでは1枚おめくりいただいて内容についてご説明をさせていただきます。1ページ目、こちらは基本ポートフォリオが抱えるリスクの大きさについて、合同運用の前後で比較したものです。まず合同運用以前、一番左でございます。それから、真ん中が合同運用開始直後、そして一番が、今年2月の基本ポートフォリオ見直し後でございます。帯グラフが資産構成比、青の太い折れ線がリーマンショック、サブプライム級の相場変動が起こったときの想定損失額をお示したものでございます。それぞれの構成比と想定損失額の具体的水準につきましては、下段の表の中にお示ししてあります。これらの図表をご覧くださいと、いかに合同運用によってリスクが大きく飛び跳ねたかというのをご覧くださいるかと思っております。合同運用前は2億円程度の想定損失額だったわけですが、それが合同運用によって12億円程度まで増えたということでございます。現在が昨年度末の累損が7億

8,000 万円でございますので、それと比較していただいても新たな基本ポートフォリオのリスクの大きさというのがご理解いただけるかと思えます。

今回、基本ポートフォリオ見直しによってリスクが下がったわけですが、それでも7億7,000 万円超の想定損失額ということでございますので、もし現時点でサブプライム・リーマン・ショック級の金融ショックが起これば、現在の累損との合計額が15億円を超えることとなります。そうしますと全体の資産運用額が145億円でございますから、比率が10%を超えることとなります。この比率10%超えというのは、前回の委員会において、村上委員長から『制度が立ち行かなくなる危険水準』なのではないかというご指摘をいただいたところでございますが、そういった危険な状況にあるということをご理解いただくためのグラフがこの1枚目でございます。

それから2枚目でございますが、昨年、それから現在もですけれども、比較的運用成績がいいものですから、このまま行くと上手くいってしまうのではないかという声も聞かれるところなので、確率論的に言うと、こうした好調さが続く可能性が、どの程度のものなのかということをお示ししたものです。28年度の運用実績は2.1%、林退共全体で2.1%でございましたので、それはこの右側の緑の線のところでございますが、これ以上の利回り、緑の線より右側の部分の面積の割合にあたりますが、これが22.9%と、5年に一遍ぐらいしか起こらないような確率だということが分かります。それからその左側、こちらは予定運用利回りを支払い、それから経費を払い、さらに当初の累損解消計画で謳われている年間9,200万円の削減を実施できるような確率ということでございます。それが達成できる利回りは1.55%ということでございますので、それ以上の運用利回りとなる確率は34.3%ということでございますので、3分の1ぐらいということでございます。累損解消計画はこれが20年間続くことを想定しておりますので、三分の一の確率のくじを20回続けて引き当てるようなものであり、相当難しいことであることがご理解いただけるのではないかと考えている次第です。

もう一つ、現在の基本ポートフォリオの期待リターンが真ん中の0.89%でございまして、採算利回りがこの青い数字の0.93%でございます。従ってこの0.93%以下の利回りになってしまうと赤字という格好になってしまうわけですが、この確率が5割を超えているというところでございます。こんなところをご説明するのが、現状をご理解いただくにはいいかなというふうに思っております。

あわせて、似たような話ではあるのですが3ページをご覧ください。昨年の好成績を上

げた背景になっております市場動向ということでございます。一番右のところをご覧いただくと、トランプラリーなどもありまして内外株価が同じようなピッチで上昇しているのがご覧いただけるかと思えます。同じような格好で上がっているところというのを過去にぱっと見ていただくと、大体この赤丸で囲ってあるところですが、アジア危機の直後ですとか、ITバブルの崩壊後ですとか、リーマンショック後ですとか、あるいは最近ですと第二次の黒田バズーカの後だとか、かなり急落した後といったような特殊な状況下で実現するようなもので、そうそう続くものではないというのがご理解いただけるかなということでございます。

それから、ちょっと視点を変えまして、全体の期待収益率を上げる方法として、委託運用の基本ポートフォリオを変えるという方法と、それからそもそも委託運用の比率を上げるというそういう2つの考え方ができるわけなのですが、じゃあその委託運用の金額を増やしていくことがどのぐらいフィージブルなものかということについての資料が、この4ページ以下でございます。まず収入と支出の変動を年度の数字でお示ししたのが4ページでございます、赤い折れ線グラフが退職金等の支払い、緑の点線が掛金等の収入ということです。掛金等の収入は比較的安定しているのですが、退職金の支払いというのは相当程度振れるものというものがご覧いただけるかと思えます。ここ10年ぐらいで見ると、最大のギャップというのは8億円、8億5,000万円ぐらいまで行っているのですが、もっと前まで遡ると13億円ぐらいまでギャップが出たこともございます。現在、私どもが取り組んでいる、結局もしこのギャップが出たときに、それに対応するためには、安定的にそれぐらいのキャッシュフローが毎年できるような格好にしておかなくてはならないということですので、その分を自家運用のところでもラダー構造で持つのがいいのかなということもございますが、現在8億～8億5,000万円程度のラダーを構築しようとしておりまして、それで10年間やりますと大体80～85億円必要になるということもございます。

それで、さらにいいますと、次のページをご覧いただくと、今度は月次の収支でございます。赤いのが月次の支払額で、青いのが月次の収入額ということになります。かなり動きが違うというのがこのページではご覧いただけるかと思えます。ということは、キャッシュのインとアウトのずれが生じ得るということで、ここでまた流動性ニーズが発生し得るということもございます。年度のキャッシュフローは先ほどのラダー構造の保有でまかなえるとしても、その償還収入もどこで入ってくるかというのは必ずしも一定ではないので、ここに出てくるような短期間でのギャップについては現金で持たざるを得ないという

ところがございます。

どのぐらい持てばいいかということなのですが、6ページをご覧くださいますと、これは上で見ていただいた単月の動きを、各年度ごとの積み上げでお示したものでございます。これを見ると大体支出のほうがやや先行して、赤い線のほうが若干早めに上に上がっていくのがご覧いただけるかと思います。左半分がもともと退職金の支払いが非常に多いところですのでこれは置いておくとして、真ん中から大体平成20年ぐらいからの大体両者が拮抗するような状態のところで見ても、赤のほうが先行しまして、その結果として緑の棒グラフが下に出ています。こういったマイナスが、現金流動性ニーズというのが各年発生しているのがご覧いただけるかと思います。大体3～4億円ぐらい、今までの例で見ると出ているということでございます。

というふうに考えると、ラダーの国債の保有で自家運用8億5,000万円持つとすると85億円、それからやや安全を見て現金で5億円ぐらい持とうとすると、合計で90億円ぐらい自家運用では持っていたいなということでございまして、それが大体今の私どもの持っている自家運用の金額ということになります。そうだとすると、あまり大きな金額、自家運用から委託運用のほうに回すということになりますと、これは新たな流動性リスクを抱え込むこととなりますので、全体の収益率が大きく改善するような金額を持っていくというのはあまり現実的ではないかなという、そういうことをご説明したいということで作ったのがこの資料でございます。

それから、その次のページにつきましては、現状、当機構以外の公的な年金基金連合会等で似たような悩みといいますか欠損金を抱えている制度の状況についてまとめた表を、これは勤生課さんのほうからご提供いただいた参考資料でございます。何かご説明があればお願いいたします。

○平嶋勤生課長 欠損金を抱えている基金が大きく2つございまして、1つは国民年金基金です。これは資産規模3.7兆円で、現在0.9兆円の欠損があるということで、約4分の1ほどの欠損を出しておりますが、これでいきますと国内株式が16%、外国株式が32%ということで、約半分を株式に投資しているということで、期待収益率等は公表されておられません。運用利回りを見ますと26年度が16%、27年度がマイナス4%ぐらい、28年度はプラス6%ぐらいというような、上のこちらの共済と比べていただけると張り方がわかるかと思いますが、こういうことをやっている。

それから小規模企業共済は資産規模9兆円で、過去1兆円の赤字まで行ったと。当時は

マイナス 11.7%、平成 20 年度ですが、行っていたということです。平成 21 年に欠損削減計画を策定しまして、15 年での欠損金解消を図ったということでした。現在は、26 年度に欠損金解消済みということです。こちらのほうはご覧いただくようなポートフォリオでして、期待収益率が現在 1.65%でやっているという状況です。これはまたほかの制度の状況の参考です。

○村上委員長 ありがとうございます。

○水野理事長 ちょっといいですか。こういう表って非常に危険なのだと思うのですが、付加型か積立型か。皆、積立型だったらいいのですけれど。

○平嶋勤生課長 皆、積立型です。

○水野理事長 国民年金基金連合会も積立型なのですね。あとデュレーションというか大体どれぐらいで考えているのですかね、期間は。

○平嶋勤生課長 ちょっと今わかりませんけれど。

○徳島委員 そんなに長くないですね。運用委員を務めています。

○水野理事長 わかりました。

○村上委員長 では、ただいまの西川理事及び平嶋課長からのご説明についてご質問、ご意見等ございますでしょうか。まず資料の内容についていかがでございますでしょうか。林業界関係者の方々に的確に現状をご理解いただくためにということでお作りいただいた資料なのですが。

では、私のほうから一つ。1 ページなのですが、これは表裏の関係にあるのですが、グラフの赤い部分がすごく目立つので、これはどちらを強調する表現でいくかですね。国内債券がこんなにも減ったというのを強調したいか、あるいはリスク資産、株式を大幅に増やしたというところを強調したいのであれば、国内株式のほうを赤にしたほうが良い訳です。それで、そこから上はリスク資産であるという、そのような点を表現する。安全資産をこれだけ下げて、それだけリスク資産のウェイトを増やした、というところを強調したほうがいいのかもしいかなという点はいかがでしょう。

○西川理事 そうですね。ちょっと色を逆転させるようなことで考えてみたいと思います。

○村上委員長 あるいはその上で、グラフの上と下も逆にするということもあるかもしれませんね。

これはいつぐらいに提示することを予定していますか。

○西川理事 まだ具体的な予定があるわけではないのですが、今までご議論をいただいて

いる皆様がいらっしゃるうちに一度見ていただきたいと思ひまして、今回作成させていただいた次第です。

○村上委員長 あるいは、このような資料もあったほうがより効果的だとかいうご意見がありましたら。

○臼杵委員長代理 もう3ページのこの図は、どっちにもとれるかなという気がしますが、数年に一度の稀有な状況ということなのですから、要は内外株価がかなり相関が高まっているというのは前から言っているとおりで、数年に一度というのは稀有かどうかというのはなかなか難しいところですが、これだと20年間の間に5回ぐらい吹いているから、じゃあ4年に1回は取り返せるじゃんみたいな、そういうふうにも見られないかなという。だから、これはなかなかどういふふうに見せるかは難しいかなという気はちょっとします。

○西川理事 おっしゃるとおりなのですが、どちらかというとも4年に一遍、きちんととるといよりは、毎年これが続くのではないかみたいな期待をされているような感じもあるので、さすがにそれはないぞというような言い方でお出ししたということでございます。

○臼杵委員長代理 4年に1回吹けば、ほかのところもきちんと戻している、過去の中退も戻せていたわけとかいうことになるかなという気はしないこともないですね。毎年続くと、もちろん毎年続くことは誰もいない、思っている人はいるのかもしれませんが。

○西川理事 そこは、1ページと2ページの資料とのかけ合わせみたいな話になってくると思います。結局ちょうど5年に一度というところですよということなのですが、林退共の場合、戻すだけでは足りなくて累損を解消しなくてはならない。そこまで良い年が続くとは思えないということです。逆方向に行く確率は当然ながらあって、落ちることも考えてくださいねということなのだと思います。ただ、おっしゃるとおり最近ずっといいじゃないと言われてしまうと苦しいところがあるかなと。

○末永委員 ちょっといいですか。林退共の場合、資産規模が極端に少な過ぎることが問題なのです。このことはリスクが取りづらいということに繋がります。累損を解消し、この制度を維持するためには、どうすべきか林業の人たちと根本的な議論を行うことが必要だと思います。運用は環境によって大きく変わりますが、この制度を維持し安定して退職金を支払うためには、どうしたら良いかという訴えができるように持っていったほうが良いような気がします。

○平嶋勤生課長 おっしゃるとおりだと思ひまして。運用だけで解決できる問題でも

ありませんし、前から、前回もご紹介しました利回りの引下げということをあわせて考えていかなければいけないと思っています。業界の方と相談するときは、運用でできるのはここまでです、だから残りは利回りで考えてもらわなくてははいけませんという感じで持っていけないといけなかなというふうに思っています。

○江川委員 金融に慣れている人だと、145 億円って本当に小さいって思うのですけれども、これをご覧になる方はこれだけ見て、兆と億と違うけれどあまりピンと来ないかもしれないから、やっぱりグラフなどにして、丸の規模とか何か一目でわかるようにしたほうがいいのではないですか。

○水野理事長 皆、大きいねって。

○村上委員長 特にこの表でいうと、剰余金とか欠損金の状況も額で書かれているとわかりにくいので、資産規模に対するパーセンテージをきちんと入れておくということが結構大事ですね。健全性等は全て比率の議論だと思いますので。

それから、良い状況が長くは続かないというのは先ほど臼杵先生からご指摘があったところですが、このグラフと一緒に2ページにありますような株式市場の期待分布みたいなものを、期待収益率とリスクからの理論値で描いておいて、過去の年度がどの辺にプロットされるかというのを示しておくとも良いかもしれません。市場収益率としてプラスのほうは昨年度は出ているから、それもかなりプラスに行っているのでこのような利回りが出ているけれど、何年度のケースであればこういうことにはならないというのを、もっと示唆的にわかっていただけかもしれない。

○西川理事 2ページの株式版ですね。

○村上委員長 はい。

○水野理事長 これ、林退共のより本質的な話という面でいえば4ページですよ。やっぱり退職金支払いが逆転してしまうときついですし、何かショックが起こったときにリバランスも苦しくなりますよね。だからやっぱり退職金の収入が支払いを上回っている。さらに言えば、やっぱり林業従事者が本当は増えていなくてはいけないという。ただ残念ながら林業従事者もずっと減ってきて、今5万人ぐらいかな。

○平嶋勤生課長 足元は横ばいですけど。

○水野理事長 横ばい。そのうちの林退共が4万人弱ですから、結構厳しいんですよ。加入率は高いわけで。ぜひ、厚労省さんがお話しするとき4ページのところも、意外と皆さん方はこっちの金融のほうを見られるかもしれないけれど、我々からするとまずここを

見てほしいという感じがします。ちょっと出過ぎた話で申しわけないのですが、よろしくお願ひいたします。

○平嶋勤生課長 ここは、こういう状況もあるので、仮に追加的にリスク資産に回すとしても、上限はこれぐらいまでしかできません。だから利回りのほうをよろしくお願ひしますというふうに持っていければ説得的かなというふうに思うのですが。

○西川理事 今日お示した資料でいうと、もうゼロですというのがほとんど回答なので、85 億円プラス 5 億円の現金を持って 90 億円で、それが今の自家運用のほぼ水準です。そういう意味ではこれ以上はなかなか難しいですというのが、お答えといえばお答えなのですが。

○臼杵委員長代理 これはあれですか、今おっしゃった 4 ページの図で、20 年度以降はとんとんになっているのは、何かこれが頑張った結果……これはどうして赤が減って……

○坂牧清・林事業部長 今は退職者が減っている理由は、多分林業の業務量が大幅増えてきていて、新規加入者というのは結構伸び悩みのところがあるのですが、今まで入っていた方が退職しなくなって、仕事があるので動き出した可能性があるのです。それは直近の統計でもよくわかるような形になっていますので、林野庁が発行している林業白書なんかでも業務量は増えるとかそういう記載がありますので、多分そういうところが反映されているのかなというふうには思います。

○稗田理事長代理 建設業もかなり近いような動きをしまして。やはり退職のピークがここらあたりにきてまして、近年は掛金収入がやはり建設業の好調なのを背景に少し退職金支出を上回っていると、そんな状況です。

○末永委員 ということは 28 年度の動きが今後も続くと考えて良いのでしょうか。

○坂牧清・林事業部長 今年度も退職金の請求はさらに減っているのです。退職者が昨年と同じ時期と比べると 6%か 7%ぐらい減っているのです。

○末永委員 現金ベースでは……

○坂牧清・林事業部長 現金ベースでは増えています。

○末永委員 ということは、単年度ではやれるという話ですか。

○坂牧清・林事業部長 退職金の支払いは掛金だけで払っているわけではないので、過去からの預金の繰越ですとか、あと償還金、こちらなどで組んで、年度で償還してくるものも含めて退職金の支払いに充てていますので、これですぐ資金ショートするとかいう状況では全くありません。そういうことも含めて今年度も比較的退職金の支出が少ない方

向にはなってきました。

○西川理事 結局、減ってきている要因というのが、年齢構成の変化にもよるものであればトレンド的にそれが維持できるということなのだと思うのですが、一方で先ほどのお話にもあったような景気要因だとすると、景気が落ち込むと、今度は逆方向に回ってくるわけなのですね。ですから、その見極めが非常に難しいかなというふうに思っています。簡単に分析ができると非常にありがたいのですが、ちょっとそこがわからないということだとすると、必ずしも現状のまま行くということを期待するのもややリスクかなということかと思っております。

○水野理事長 その制度の新規加入者数なんですよ。新規加入者数が、今加入者数はそんなに多くないのだけれど、退職者が少ないから被共済者の人数はまさに、ここが一番大事、28年度で下げ止まったかどうかというのは一つある。ただし中長期的に永続的かどうかを見るためには、やはり KPI としては加入者が入らないとなかなか難しいから。この見方としては一時的な要因なのか永続的なのかを相当考えないといけない。

○臼杵委員長代理 退職を先延ばしても、体力が永遠に続くわけじゃないから。55歳の方が60歳に、65歳になればどこかではやめるから、どこかで新規の人が入ってこないとどこかでまた戻すという可能性もあるわけですよ。

○村上委員長 そのあたりというのはどのぐらいシミュレーションできるのかどうかというところですね、4ページのところについては、普通、年金制度ですと、この退職金支払いと掛金収入の比率というのも一つのリスク許容度を測る指標になるところですが、それがなかなか推計値が置きづらいということで、かなり前提を持ってやっていかなくてはならないということですね。

○西川理事 勢いどうしても最悪のケースを設定せざるを得ないという格好で。

○末永委員 そうですよ。それによって流動性資金を幾ら確保すべきかが決まってくるわけですよ。

○水野理事長 かつ利益剰余金がない中でリスクをとっていてもリバランスができるかどうかという大きな問題になるのですね、これ。

○村上委員長 場合によって幾つかシナリオを置いてシミュレーションを行う必要があるのかもしれないですね。業界の方々とすり合わせて前提条件をいくつか置いた上で。

ほかには、いかがでしょうか。まだいろいろ議論があって、最終決定になってないのかもしれないのですが、西川理事のほうから先ほど一つご照会事項としてありました件で、

この資料が完成したときに、この機構として出すのか、あるいは資産運用委員会として出したらいいのか、そのあたりについてはいかがでございますでしょうか。

○平嶋勤生課長 これは厚労省の資料として出したいと思います、出す場合は。

○村上委員長 はい。では、そのような形でよろしいでしょうか。

○西川理事 またバージョンアップしたらまたそれをご報告させていただきたいと思いません。

○村上委員長 また何か資料のほうの追加がございましたら、そのときご提示していただければと思います。

それではほかにご質問、ご意見がなければ、事務局におかれましてはただいまの議論を踏まえて「林退共基本ポートフォリオの抱えるリスクについて」をご修正いただいた上で、業界関係者へ適宜ご説明いただきますようお願いいたします。このあたりは厚労省さんとご相談いただいてという形でお願いします。また、そのようなご説明を行ったときに関係者の反応などについては適宜、当委員会のほうにご報告いただきますようよろしくお願いいたします。

では続きまして、平成28年度資産運用結果に対する報告について事務局よりご説明お願いいたします。

○西川理事 それでは、資料5「平成28年度資産運用結果に対する報告について（案）」をご覧ください。本年第1回資産運用委員会で、私どもの平成28年度資産運用業務の評価について当委員会としての見解を報告書としてまとめていただいたところでございます。その際、資産運用委員会において随時、さまざまなご報告をさせていただいているという新体制を勘案して、一昨年まで行っていた6月に有識者会議向けに簡易評価を提出して秋に詳細評価を提出するという形から、6月の報告書で1回で完結するような形に変更させていただいたところでございます。しかしながらその後、勤生課様のほうから、一昨年までのような資産運用の基本方針の条文に沿った、逐条的な実施状況報告がやはりあったほうがいいのではないかというそういうご提案をいただいたところでございます。私どもとしては、評価については6月の報告書で完結したものというふうに考えておりますし、あまり重複感のある資料を出すこともいかがかと思われましたので、追加的な評価報告という形ではなく、情報公開の充実という観点から運用状況に関する資料を、運用の基本方針という切り口で体系的にまとめ直したものとして公表してはどうかというふうに考えているところでございます。本日はその具体的なイメージをお示しさせていただきましてご意

見をお伺いしたいと考えております。ご賛同を得られましたら、それに基づいて早速資料を完成させていきたいというふうに考えているところでございます。

それでは内容についてご説明をさせていただきます。

1 ページおめくりいただきまして、これとあわせて参考2-1と参考2-2を横に置いてご覧いただければというふうに思います。一昨年までは参考2-1、2-2にあるように、経理ごとに別々の冊子を作っていたところでございます。両方一遍に開いて2ページほど先に進んでいただき、それぞれの2ページをご覧ください。中退共と、それから建退共の給付経理でございますが、もうほとんど内容的には平行でございます、同じようなことを書いてございます。基本方針はほとんど同じことが書いてあって、一部微妙に違うところがあるといったような格好になっております。ただ、なかなかこういった格好ですと、横並び比較とかが難しいということもございまして、重複感もございまして、今回はこういった別冊ではなくて6経理全てまとめて書かせていただきたいというふうに考えているところでございます。

それで、本日お配りした案のほうをご覧くださいなのですが、今見ていただいた最初の項目、運用の目標というところについて言いますと、最初の四角のところをご覧ください。中退共と、それからそのほかの特退共の経理で違うところというのが、実はこの(2)②のところでございますが、中退共と林退共については、「中期的に制度の健全性の向上に必要な収益を確保」することというのが目標の1つに書いてある一方、建退共・清退共については「中期的に制度の安定的な運営を維持する収益の確保」という書きぶりになっているという差がございます。これはなぜかという、これを作った当時、中退共と林退共は累損を抱えていた状態でしたので、中期的な制度の安定を確保するには改善が必要であり、表現の差別化が行われたということでございます。現状、中退共は累損解消したわけですが、まだ累積剰余金の水準についてはもう少し積み上げていく必要があるというふうに認識しておりますので、その意味でこの書きぶりについて変更する必要はないと思っておりますが、それはさておきこういった形で微妙に違うところは、それを明示した上で、それぞれについて実績を書いていきたいというふうに考えているところでございます。そうすることで、財務状況の変化を映じた改正のタイミング等も適切に判断できるのではないかと考えております。

そうした方式の下で、内容については、例えばこんなことでどうかということでお示ししてあるわけなのですけれども、これまでの評価報告書においては、運用の目標のところ

の評価の書きぶりというのは、『理想的な配分になっているはずの基本ポートフォリオに沿って投資が行われているので大丈夫である』と、そういうある意味トートロジー的な書き方をしているわけなのですが、もう少し具体的な投資内容を書き込んだほうがいいかなということで、まず法令順守のところにつきましては、法令で一番最初に来るのは、投資運用対象としてこんな資産に限定して投資するべきであるというのを書いてありますので、実際問題として投資してあるものがそれに適っているかということをお示しするのがいいかなというふうに考えているところでございます。

それからその次の、上の四角の中でいうと（２）になりますが、①の長期的に制度を安定的に運営していく上で必要とする収益を長期的に確保するというためには具体的にどんなことをやっているかということで、これは信用リスクの低い債券の満期保有をする自家運用を主体とした投資をしているというのはまさにそういうやり方だと思いますので、その数字をお示しするのと。

それから２ページ目に移っていただいて、中退共でいえばラダー型の運用による安定的なキャッシュフローの実現ですとか、それから債務構造を踏まえた運用期間の見直しですとか、そういった運用実態というのがこの目的に適っているところであるという、そういうような説明をしていきたいというふうに思っております。

細かい説明は省かせていただきますが、このような形で各経理ごとに実際に行った投資の内容をこの条文に合わせて記載をしていくような形で、横並び比較ができるような記載をしていくというのが今回の眼目であり、もう一つは今までのような“評価”というよりは淡々とやったことを、既に公表している資料等を整理し直してお示ししていくという、そういうことをやりたいというのが今回の私どもの提案でございます。こういったやり方についてご意見を賜ればというふうに思っている次第でございます。

もう一度申し上げますと、やり方として今回は評価報告ということではなくて、あくまでも詳細な投資の状況について、運用の基本方針の条文という切り口で整理するような格好として、情報公開の一環としてホームページ上で公表させていただくということ、それから１冊にまとめさせていただくということ、こういったところについてのご意見を賜ればと思っております。とりあえず以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、ただいまの西川理事からのご説明についてご質問、ご意見等がございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 すみません、確認なのですが、評価報告書というのは別にできている

わけでしたっけ。

○西川理事 はい。6月に有識者会議向けに参考資料として提出したものが評価報告書になっております。まだホームページ上で公開していないのですが、あれをあわせて公開していきたいと思っております。ですから資産運用委員会としての評価報告書としてはあれがあって、今回の資料については、この1年間、折々に提出させていただいた資料等を条文に照らしてまとめ返すような格好……

○臼杵委員長代理 条文というのは法律の条文ということですか。

○西川理事 はい。私どもの資産運用の基本方針。

○臼杵委員長代理 基本方針の条文。

○西川理事 はい。

○臼杵委員長代理 これは誰に対して情報公開するのですか。

○西川理事 ホームページ上で一般公開することを想定しています。

○臼杵委員長代理 特に誰を対象とするのではなく。情報公開って一般の加入者なのか、もうちょっと違う、有識者に準ずる方なのかとか、あとは目的とかあるのかなという気がするのですけれど。

○西川理事 もちろん、一義的には、共済契約者や被共済者という退職金原資をお預けいただいている方々へのご報告という性格が強いと思いますが、私どもへの加入をお考えいただいている方々にとっても、判断材料としてお使いいただけるものと考えております。私どもの運用状況についての資料をご提供させていただいて、安心していただく、不安に思う方もいらっしゃるかもしれませんが、安心していただく材料を提供させていただくということかと思っております。

ちなみになのですが、今までの評価報告書の形のときもそういった形で、特に誰ということでもなくホームページに掲載しておりました。

○臼杵委員長代理 きちんと仕事をしていますよということで出されているのだと思うのですけれども。

○西川理事 おっしゃるとおりです。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

両者の位置付けとしては、今回作成する報告というのは、条文に照らしてそれを遵守してきちんとやっているかどうかというものの確認という性格、6月のときの評価報告書は活動を含めて定性的、定量的にこの1年を振り返ってどうであったかという性格のように

思います。言ってみればPDSの一環としてやるには、やはり6月のような報告書が生きるのだらうと思います。今回の報告はどちらかというと遵守状況のチェックに近いような内容なのではないかというように思われるのですが、条文一つ一つに照らしてこうだったというように。位置付けとしてはそのような捉え方でいかがでしょう。

○西川理事 そうですね。一応評価いただいた中に遵守しているというのも入ってはいるのですが、ただあまり細かく言及はしておりませんでしたので、そこをもう少し具体的なものを提供するという事です。評価報告書の資料に素材は全て入っているのですが、こういった形での見方、点検というのがなかなか難しいということではあると思いますので。

○村上委員長 そうですね。運用の評価というのがいかなるものかということはあるのだと思うのですけれどね。やはり意思決定の一環として行う評価と、一方で言ってみれば規定が守られているかどうかというのは、どちらかといったら運用の評価の手前のコンプライアンスチェックみたいなものにも近いようなところでして、そういう意味では意図とか目的からしますと色彩的にはかなり違うということです。そのために、遵守状況のチェックのみをもって、なかなかそれを評価として次の運用のクオリティのアップのために生かそうということにはならないのですね。

○臼杵委員長代理 それはいつ出されるとか。

○西川理事 これから作りますので、できれば次回にこういった形でどうでしょうかというのをお示しできればいいかなというふうに思っております。

○臼杵委員長代理 タイトルとかもまだちょっとこれから考える。

○西川理事 そうですね。これから考えます。

○江川委員 今、村上委員長がおっしゃった、誰を対象に何を出すのかというのはとても重要だと思っています。今情報開示が大切だということで、全部出しちゃおうみたいなことになりがちなのですけれども、逆にさっきおっしゃったように新しい加入者を勧誘することだと、あまり細かいものとか出されても、皆さん、わからない。それからコンプライアンス状況とか開示していても、それは私には関係ないわみたいな感じになっちゃうから、ある程度目的をしっかりと定めて、シンプルにして、仕事も効率化されたらよろしいのではないかと思います。

○村上委員長 整然と守られているということ、そういうことがきちんと体制としてできているということをディスクローズする意味というのはあるのだと思います。

○臼杵委員長代理 そうしたら評価じゃないかもしれないですけど、一番最初に整然と

守られていますと。あとは読みたい人は読んでくださいというほうがいい。

○末永委員 評価報告書というのもホームページに載せるのですよね。これは機構の管理体制の話だと思うのですよ。金融機関のディスクローズ誌では、そういうのは網羅されませんよね。そんなイメージで私は考えていました。

○村上委員長 今回はそういう意味で、評価という言葉を載せなかったということですね。

○西川理事 はい、おっしゃるとおりです。

○末永委員 いずれにしても報告書との重複はないようにしたほうがいいのでしょうか。

○村上委員長 そうですね。

○西川理事 ただ、違うことを言うのも何か変だなということ。

○村上委員長 6月のものと一体として考えるのであれば、6月の中で方針や規定等の遵守状況についてはこちらの報告をご参照みたいな形であったら、いつになるという話ですね。

○徳島委員 ネットで開示されるということであれば、例えば必要なところがあれば別に四半期や年度で開示しているところに、リンクで貼っていただくとか、そういった形で良いと思います。末永さんとかがご指摘されているように、同じ中身のものがあっちにもこっちにもあるようなことは避けていただいて、簡略化していただいているのではないかと存じます。逆にユーザー側もどちらを見たらいいのかわからず、またそれで数字が違ったりしたらもっと大変なことになります。そのあたりにご配慮いただけたらと思いますし、逆にあまり大きな負荷をかけていただかなくてもいいのかなとも思います。

○西川理事 おっしゃるとおりで、中を見ていただくといろいろなところに別添何とかというカギ括弧があるのですけれども、ここは皆リンクにしてしまいたいなというふうに思っております。

ただ1点、先ほどの最後の基本方針の規定の中の、中期的に収益を確保するとか長期的に確保するとかという言葉があるのですが、ここってまさに本日の最初のところでご議論いただいた予定運用利回りと実際の利回りの関係とか、そこの議論がそのままここに入ってくるのかなと思うので、少し書きぶりは工夫したいというふうに思っております。

○村上委員長 これは勤生課様からのご要請ということで、平嶋課長のほうから何かございますか。

○平嶋勤生課長 今ちょっと西川理事からもお話がありましたけれども、まさにこの最初のところが、この間の議論でもありましたが欠けているのではないかとということで、この

基本方針に沿って検証してほしいということを申し上げて。前回の評価のサプルメントにするか、どういうやり方にするかというのはもうお任せしますということを申し上げたのですが、そういう状況です。

○村上委員長 そのように、今ございましたご意見を踏まえましてご対応いただければと思います。

ほかにはないようでしたら、ただいまご説明のありました「平成 28 年度資産運用結果に対する報告について」は、資産運用委員会としては内容及び公表方法の方向性については了承したことといたしたいと思えます。事務局におかれましては本日の議論の内容を踏まえて資料をご作成いただいて、最終案を当委員会にご提出くださいますようお願いいたします。

続きまして、積立比率シミュレーションについて、事務局よりご説明お願いいたします。

(野村証券入室)

○西川理事 最終回なので野村さんにもご登場いただいて。

それではご説明申し上げます。前々回の委員会では、付加退職金なしのケースについての試算結果をこれと同じような積立比率シミュレーションという資料でご説明させていただいたところがございます。今回、勤生課様からのご意見も踏まえまして、制度変更を想定した試算結果をお示ししております。この結果を踏まえてご意見をまた賜ればというふうに思っております。勤生課様におかれては、本日の議論の内容も踏まえてこの秋に予定されております労政審向けの資料を作成されるというふうに伺っております。ちなみに今回加わった試算でございますが、まず付加退職金の支給条件を累積剰余金が 4,300 億円に達することとして、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ております。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 2 通りで試算していただいております。加えて、一度は議論されました予定運用利回りを 0.5% に下げるといった、そういった場合についても試算をいただいております。

ご参考までに、前回作成いたしました付加退職金なしケースの結果も添付してございます。全体のマトリックスが、1 ページおめくりいただいた 1 ページにお示ししてございます。全部で場合の数は 8 通りあるという格好になっております。

平嶋課長、何か補足されることがあれば。

○平嶋勤生課長 次回の中退部会は 10 月に開催する予定にしておりますが、この中退が 5 年に 1 回の財政検証の年を迎えるということで、この利回りと付加退職金のあり方について

で議論したいと思っています。利回りについては現状維持と 0.5%に引き下げたパターンと両方お示しして、それぞれについて付加退職金を、望ましいバッファの保持レベルというものを改めて設定しまして、新たな付加退職金ルールを策定していくということを考えております。今日、この資料といただいたご意見を参考に我々のほうで資料を考えまして、労政審のほうに提示していきたいと思っております。

○西川理事 ありがとうございます。それでは資料の説明のほうは大変恐縮ですがけれども、今回も試算を担当していただきました野村証券さんをお願いできればと思います。よろしく願いいたします。

○野村証券 パワーポイントの資料1ページをご覧いただきまして、下の表に8パターン、今回累積剰余金の将来シミュレーションをやった8パターンについて載せてございます。それぞれ5ページ以降から①～⑧に対応した表題がついておりまして、そこにシミュレーション結果が載っております。

表についてですが、表は2行に分かれておりまして、1行目が金利シナリオのメインシナリオで金利横ばい、下が金利上昇シナリオということでございます。特徴といたしましては、現行の基本ポートフォリオを維持するということですので、金利が横ばいときには委託運用の債券のキャピタルのマイナスが出ないということで、こちらのほうが期待リターンが高めに出来ます。ただ一方で、0.5%の予定利率のポートフォリオにした場合には、自家運用債券の部分に寄せていくということですので、金利が上昇してクーポンが多くとれる金利上昇シナリオのほうが全体としての期待リターンが高まる。そういった特徴になっております。

列で見ますと、まず付加退職金シナリオAというところで、こちらは予定利率 1.0%の基本ポートフォリオを維持したままで、累積剰余金の必要額 4,300 億円までは付加退職金は出さないというようなシナリオになってございます。

列右側に進んでいただいて、付加退職金シナリオBというのが、2019 年度時点で予定利率 0.5%の基本ポートフォリオに移るとともに、累積剰余金を全額支給してしまうというパターンです。

最後に参考部分、一番右の列で、予定利率 1.0%はシナリオA、基本ポートフォリオを維持するという意味では一緒ですが付加退職金は出さないというパターンになってございます。

それぞれの特徴について1ページの上に文章でまとめてありまして、まず付加退職金シ

ナリオAです。こちらについては金利シナリオ、メインシナリオであっても累積剰余金の50%tileは減少傾向であると。こちらについては運用が上手くいった部分、付加退職金を出していくということで50%tileは減少傾向を辿ってしまうという傾向が見てとれます。こちらについて上から2行目のポツですが、それぞれ単年度での利益を全額支給に出すのか、半額支給に出すのかというパターンについても試算してございますが、こちらについては累積剰余金の分布自体の上側の部分です。運用が上手くいって付加退職金として出すというパターンについては、利益の半額のみ支給というパターンで、上側部分はよくなるのですが、中心値や下方部分といった部分についての改善効果は限定的。こういったところから見ますと、累積剰余金をどれだけ残しておくという事のほうが中心値や下方部分の分布の改善には繋がりやすいという結果でございます。金利上昇シナリオにした場合については、現行基本ポートフォリオ維持のパターンですと期待リターンが下がるために累積剰余金を含む全体が下方シフトする。そういった結果になってございます。

続いて文章の部分の中段で、付加退職金シナリオBですが、こちらについては2018年度時点の剰余金を見ながら2019年度に累積剰余金を全額出してしまうというようなパターンですが、こちらについては資産運用部分についても予定利率0.5%の基本ポートフォリオに移していくわけでございますが、ボラティリティが完全にゼロになるわけではございませんので、累積剰余金を2019年度時点でゼロにしてしまいますと、そこから50%tile点はマイナスに進んでいってしまうと、そういった懸念があります。

最後に参考として載せた付加退職金なしですが、こちらについてはメインシナリオ、現行基本ポートフォリオを維持したままでメインシナリオ、金利横ばいで行きますと、付加退職金を出さなければ累積剰余金の50%tile点が横ばいを維持と、そういった結果になってございます。

それぞれのグラフについては以降、ご参考ということで、ざっとですがシミュレーション結果の概要でございます。以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまの一連のご説明についてご質問、ご意見等ございますでしょうか。いかがでございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 確認なのですが、掛金とか退職金については何か考慮しているのでしたっけ、キャッシュフローを。

○野村証券 されています。

○臼杵委員長代理 一応中期計画みたいなもので。

○野村証券 中退共の事務局のほうで負債（責任準備金）の予測をしております、そのキャッシュフローと年度末の責任準備金残高を使ってシミュレーションしているということになります。

○臼杵委員長代理 それから、この③かな。付加退職金シナリオBというもので、2019年度剰余金がゼロにするためのオペレーションをする。これはどういうことでしたっけ、すみません。

○野村証券 9ページ、10ページをご覧いただきたいのですが、今回のシミュレーションにおいては、例えば9ページの責任準備金のところ、真ん中のグラフですが、2018年度時点で確認された累積剰余金、この部分を次の年の2019年度に付加退職金として出すというシミュレーションを行っております、そういう意味で18~19までジャンプがあるといったことですが、18年度に決定して19年度に付加退職金として出しますので、この1年間分の運用の部分というのは累積剰余金として残ってしまう可能性がある。そういったのが10ページの右上の表に出てきておるわけですが、例えばこれを19年度に決めて19年度に出すということをするれば、そういうオペレーションをするれば累積剰余金を完全にゼロにした状態でスタートできる。ただし、そうしてしまうとその後50%tileというのはどんどん下がっていってしまいますので、マイナスに突っ込んでしまう可能性があるということを記載した文章でございます。

○臼杵委員長代理 それはわざとそうするのですけれど、何の意図でしたでしょうか。

○平嶋勤生課長 補足しますと、今年今度の労政審で決めたとして、いろいろそれが実施に移されるまでにタイムラグが起こってしまうと。

○臼杵委員長代理 ③というのは予定利率は0.5%でしたか。

○平嶋勤生課長 0.5%にした場合はバッファーはいらなくなってしまうので。

○臼杵委員長代理 0.5%だからバッファーはいらないという、そういう想定ですか。

○平嶋勤生課長 そういう想定です。

○臼杵委員長代理 いらないのでしょうか。

○西川理事 そこはまさに議論のあるところだということで、多分一つの例として挙げていただいたものと理解しております。累積剰余金の範囲内のリスクというのは、裏返すと、予定運用利回りを0.5%に下げて期待収益率も下げると、投資対象がほとんど国債になってしまうのでリスクがなくなり、そうであれば累積剰余金いらねえという議論があり得るというそういう話なのだと思います。ただもちろん、実際問題としてはゼロ金利が続

いていくとすると、どんどん自家運用の利回りが落ちていってしまって 0.5%も稼げなくなりますから、そういう意味では5年を越えて先の期間に行ったときには恐らくその分を稼ぐためのリスクをとらなくてはならなくなると思うのですね。ですから、現実問題としてはここで全部吐き出してしまうと、今度は必要なリスクがとれなくなるということが発生すると思います。なので、実際にこれをやるかと言われればそれはやらないとは思いますが、この5年間の中で閉じさせようとするとかんなことが起こるかなということかなと。

○臼杵委員長代理 それでこの10ページの図で2019、2020、2021は分布が皆、ゼロのところへばりついているというかそういう形になっているわけですね。もう債券100%で、入った分だけ出すから運用上成立になっているかなと。なるほど。

○西川理事 恐らく必ずしも厳密に基本ポートフォリオのリスクと累積剰余金を1：1で合わせる必要もないのだと思いますので、将来もしリスクを取る可能性があるのだとすると、それを取るためのものというのは残しておく必要はあるのかなとは思いますが、全部吐き出すということは多分ないだろうなと思っております。

○臼杵委員長代理 全部吐き出すと、何かすごく不公平な感じもしますよね。そのときに入っていた人だけ何かメリットを受けるので。

○平嶋勤生課長 どう吐き出せばいいのかというのを我々も考えたのですが、平均的には10年ぐらいしか在籍しないわけですね。例えば5年で吐き出すとすると、半分の人を入れ替わってしまって全然関係ない人がもらうということになってしまうと、一遍に吐き出すのがまだ公平かなと思うわけですけど。

○臼杵委員長代理 なるほど。

○西川理事 結局そこはまさに中期的な安定とか長期的な安定というのを考えたときに剰余金というのはどういう持ち方をすればいいかという、多分そういう話になってくるのだと思うのですね。公平不公平の問題もあるのですけれども、やはりそこは資産の価格の変動あるいは金利の見通しと整合的にした上で安定させるためにどのぐらいのバッファを持っておくべきかという議論がまた必要になってくるのかなというふうに思います。

○水野理事長 この議論は今、本当に危ないと思っていまして、この話が出たときに、どういうふうに吐き出せば公平かなという一番最初のコメントが非常に危険で。この議論は、全部吐き出すということは、予定運用利回りがリアルタイムでうちのコストを入れた利回りと合っていないといけないのですよね。

○平嶋勤生課長 すみません、どれだけ吐き出すかというのは、また精査すればいいと思

います。

○水野理事長 だけど出し方として、そっちのほうの議論で行ってしまうと危険だなと。つまり予定運用利回りというのは今の決定プロセスで行くとどうしても遅行性がありますよね。これは別に悪いと言っているわけではなくて大体賃金も下方硬直性があるわけで。その間のリスクというのはやっぱりどこかに利益剰余金で持っていなくてはいけないわけですね。だから、もし全部吐き出すことになった場合には 100%リスクのない資産でもって運用し、そこから我々のコストがあって、その差額分が予定運用利回りだというルールができないと、必ずどこかで破綻を来すということを最初に一応、議論されるときにちょっと言っていたかかないと危ないかなと。それがいつも村上委員長がおっしゃっている、どういう指標でもって予定運用利回りを下げるとかというのを決めることが重要ではないでしょうかという議論に結び付くのだと思うのです。いや、悪いと言っているわけではないのですよ。出し方として。

○平嶋勤生課長 これ、出しません。

○水野理事長 いや、聡明な課長さんだから大丈夫と。

○村上委員長 これは、またいろいろ関係の方々で議論することがある資料ではないかと思うのですが、この委員会で議論していた方々はもう見慣れた資料になっていますけれども、そのほかの方々にまたご理解いただくのはなかなか大変な資料だと思います。タイトルとしてはシミュレーション、例えば予定利回りと付加退職金の設定が制度の健全性に与える影響だとか、そのようなものを副題として付けておくと、何を意図して議論したらいいのかというのが明確になるように思います。ですから、言ってみれば予定運用利回りとか付加退職金をご検討いただく方々においても、その設定がどれだけの影響を制度の健全性に及ぼすのかというのをじっくり考えた上で決定していただかないとなりません。その辺の決定というのが非常に大きいのだということをご理解いただく必要があるのではないかと思います。

○西川理事 もう1点申し上げておきたいのが、労政審でこれを話すと複雑になってしまうのですが、今の基本ポートフォリオは採算利回りとか必要利回りと合致させているわけなのですが、これは私どもの運用体制というのがまだ脆弱であるとか不十分であるということなので、できるだけリスクを抑えるためにそうなっていますけれど、普通はもうちょっとリスクを取りに行くこともあるわけなのですね。ですから、そうだとするとこれからの5年間の間で体制を整備していったときには、予定運用利回りが 0.5%

であっても期待収益率はもっと高めのを設定していくという選択肢は当然あるわけで、その場合にはそのリスクに見合った累積剰余金というのを積み立てるということが今度は必要になってくるということなので、予定運用利回りと期待収益率といったところが乖離した場合というのを一応考えておく必要があるかなという気はいたします。

○徳島委員 一番恐いのはこの③のパターンを、これまでの議論を全然ご存じない方が見たら、リスクを抑えて常に目標に合致したポートフォリオが作れると見られることです。このような状態では、リターンも稼げなくて、定常状態に近いポートフォリオなので、実際に取り組んだとしたら、誰が損失を補填しているのかという構造が全然わからなくなってしまいます。この③のパターンというのは、おっしゃるとおり全額債券で安全資産で運用していて、ダウンサイドが全くない姿であることをきちんと説明しておかないと、いいところ取りされそうな気がします。平嶋課長は表に出されないとおっしゃられているので安心なのですが、外部の人と議論をしていると、いいところ取りしてリスクなくてリターンだけ欲しいという声が結構強いのです。ぜひご配慮いただけたらと思います。

○水野理事長 そうするとさっきの分配の方法論に行ってしまうのです、大体。皆さん、得意だから。それが一番恐いなと思って。

○平嶋勤生課長 私は今ちょっと迷っているのは、①・②のパターンのときに、前回のバッファー部分の設定の経緯もあるので、今回はそのときのポートフォリオでリーマン級のものが来たら3,500億円ですということですから設定されていますけれども、これが今2,000億円に下がりましたと。これは、2,000億円は絶対に持つておかないと危ないですね。それから、それだけでいいのかと。100年に一度のことが起きたときには4,300億円持つていなくてはいけませんねと。なので、2,000億円は領海みたいなもので、4,300億円は防空識別圏みたいなものかもしれないですけども、そういうこれは絶対、ここまでやればさらに安心みたいなことで、4,300億円というターゲットにしましょうという話がいいかなと思っているのですが、4,300億円行ったら、もうじゃあそれ以上はさすがに防空識別圏でもないし、全部出したっていいのではないかというのがわかりやすい説明だと思うんですけども。ただ、下方傾向の問題もありますので、やっぱり半分ルールを維持しつつ、そういう2,000億円、4,300億円と言ったほうがいいのかというのは、どちらがいいのかなと思っているのですが、何かお知恵がありましたら。

○村上委員長 いかがでしょうか、その問題につきましては。

○水野理事長 4,300億円は1%tileの必要なものですよと。で、全額支給とか半額支給

というのはやっぱり、いずれにしても付加退職金の非対称性になるのですよね。だから儲かったときに出して損したときに出さなかったら、結局リスクは高まるのですよ。付加退職金の制度として、もし私の感じで言えば、我々が今前提としている条件が変わって、それでこの前提よりもいい状況になって、その分は前提を超えた余剰だ、収益だという場合に出すのではないかなと。つまり機械的に幾らを超えたら全額、半額という話ではないのではないかなというのが、今までの議論のような気がするのですけれど。

○平嶋勤生課長 前提を超えたと言いますと。

○水野理事長 つまり今、例えば金利は横ばいで置いているじゃないですか。それからアメリカの金利が上がるように置いたじゃないですか。とりあえずは日本の金利は、ちょっとまた怪しくなってきたけれど、5年ぐらいたったら実は横ばいではなくてもっと上がりましたねと。その結果これだけ増えましたねと。実は上がると減るのだけれど、まあ増えましたねと。そうすると前提を超えた収益というのは5年ぐらいいを見て、ではお返ししましょうというのが付加退職金なのではないかなと。たまたまそのときによかったから払うのではなくて。つまり今までだと4,300億円まで行きましたと。さらにまた儲かりましたということがあったときには、それと実は同じ確率で損する確率もあるわけですよね。だから儲かったときだけ出していたら、損したときの補填にならない。そうすると4,300億円をせっかく持っていて、それがまた減ることになってしまう。

○平嶋勤生課長 だから2,000億円と4,300億円の間は、どこにいてもいいかなと思って。そういう……

○水野理事長 それはまたちょっと違うんだろな。

○西川理事 一つは、やっぱり4,300億円というのはあくまでも今の基本ポートフォリオですよね。だから、それさえやっていればどんなことをやっても大丈夫というレベルではなくて、もし全額支給にしてしまうと、ここで見たとおり4,300億円というのは完全に上限になりますので、それ以上は絶対に行かないし、平均的にはむしろ減っていったらという格好になるわけです。一方、例えば半額にしておけばもうちょっと上に行き得るわけですし、4,300億円を超える確率も高くなります。その状況を見て、場合によっては基本ポートフォリオを見直して、もうちょっと期待収益率を上げてリスクを取ることもできると。そうしたら逆に半額の付加退職金を払う確率がまた、チャンスが増えるというようなことなのだとすると、安定性ということから考えてもチャンスが増えるということから考えても、全部払ってしまうというのはあまり得策ではないかなという気はいたします。

○村上委員長　なかなか細かいルールを決めるのは難しいと思います。特にこの問題の難しさというのは、まず理事長が先ほどおっしゃったように、付加退職金については予定運用利回りを中心としたときの確率分布の中で付加退職金を支給してしまうと、どうしても健全度の観点から長期的にはマイナスのほうに引っ張られてしまうという議論と、それから一方でこの4,300億円のバッファというものは、本来であれば市場の分布で考えるべきところをダウンサイドに思い切り市場がいったときのバッファと考える、すなわち一時的なリスクをどのようにカバーするかということで考えるのと、少々性質が違うものを組み合わせているので、このあたりというのをどのように整理するかというのはかなり理論的に難しい点にはなってくるかと思えます。これをやろうとすると、もう少し時間をとった議論が必要になると思うのですが、いかがでしょうか。

○水野理事長　ただ、平嶋課長の気持ちもよくわかって、そういう性質の違うものを組み合わせて今、制度ができてしまっているから、それを変えるときに今回ゼロにして変えるのか、それともマイナーチェンジするのか。多分マイナーチェンジのことを言われていると思うのですが、我々としてはできればこの機会にもう1回ゼロベースで考えてほしいなと。それをやるためにはもうちょっと、この場ではなかなか結論が出なくて、もうちょっとお時間くださいと。ただ、いつなんでしたっけ、何月でしたっけ。

○平嶋勤生課長　10月16日です。

○水野理事長　10月16日。

○稗田理事長代理　まだ議事録がないんじゃないの。

○臼杵委員長代理　この1%tileが4,300億円という数値も経済前提とかポートフォリオによって年々変わってきますよね。だから、どうなのかな。今の課長のおっしゃっている6と8ですよ。6は95%tileでも75%tileでも、4,300億円を超えたら全部払ってしまうから必ず右の上のほうですけどもシミュレーション結果の。4,300億円が天井みたいになっているのに対して、8は上手くいけばもうちょっとバッファが積めるというようなことなので、何となく安定的に配当とかあれをする上では8ページのほうがいいのかという。6だと、さっきの話じゃないですけどゼロになったり急に出たりとか、付加退職金のボラティリティ自体が高まるかなという気はしますけれどね。

○西川理事　多分4,300億円はやっぱり必要だと思うというか、想定する損失レベルって重要だと思っています。100年に一度ということは、今我々大体20年間ぐらいいるのではないかという想定のもとに資産運用しているわけですけど、そうすると5回に一遍とい

うか5世代に1回ぐらいこの状況に遭遇するわけですが、それでも欠損金に行かないからきちんと退職金は支給できますということを保証しているというようなことになるのだと思うのですが、そういう意味では長期的な制度の安定という目標には適うかなと。これが5%という話になると、20年に一遍だと全ての世代の人が1回リスクを取るような話になって、ひょっとすると5世代に1回ぐらいはきちんともらえないような人が出てくるみたいなことだとすると、長期的な安定という観点からいくとやっぱりこの4,300億円というか、1%tileというレベルが結構重要になるのではないかなという気がしています。

○村上委員長 議論がなかなか収拾できないのですが。10月に労政審ということで、労政審のほうは10月以降もまた議論が続いていくのでしょうか。それとも10月でかなり方向が決まってしまうですか。

○平嶋勤生課長 できればもう10月の1回と思っていますけれども、この件は。まだ議論が続けばもちろん11月、12月に再度というのも。

○村上委員長 大変申しわけないのですが、もう一度、平嶋課長が先ほどおっしゃった4,300億円と2,000億円のお話をさせていただいてよろしいですか。もう一度そこから考えたいと思います。

○平嶋勤生課長 これまではリーマン級のことが起こったときに、当時のポートフォリオをでは3,500億円が必要でした。今それを同じ計算をすると2,000億円です。これはもう皆さん合意された水準ですねということだと。で、ただ、今3,800億円ある中で、もうちょっと安全圏を、リスクをどこまでとるかというのを決める問題だと思うのですが、安全圏をとってもいいのではないのでしょうか。それをいろいろ検討してもらったところ、1%tileで4,300億円という数字がありますと。では1%tileのところまでとれば100年に一度なので、相当十分なバッファをとったと思われま。そこを超えたらさすがに付加退を出すというのを考えてもいいのではないのでしょうか。ということで、その出し方が、もう1%tileまでとっているのだから全部出すというのが一つのやり方だろうし、そういう下方性を考えて半額をとっておきましょうというのももう一つの考え方としてあるだろうと思いますけれど、ちょっとそこはどうしましょう。ご知見をお伺いできれば。

○村上委員長 ありがとうございます。それで、先ほどのところからもう一度整理いたしますと、理事長もおっしゃったのは、もっと白紙のところから退職金問題についての切り込みをというところと、どのように10月の労政審に向けて調整するかというのが、まさ

に今の問題でしょう。それで、4,300 億円というのについてはある程度コンセンサスのある水準ではあると思うのですが、そこから先の抜本的な見直しの機会というのと両方出すことは、どうなのでしょうかね。両方というのは、一つは従来のやり方を踏襲していけばそのところは1%tile のところまでバッファーを大きくとったほうがいろいろなショックに耐えられる水準であるという結論で要請されることとなります。

それで、もう一方ではそもそも付加退職金自体の非対称性というものが資産形成にいろいろな影響を与えるということもご理解いただいております。これを両方の話を出してしまうと労政審のほうはかなり混乱をしてしまいますのでしょかね。付加退職金はそもそも問題はある仕組みであるということと共に。

○平嶋勤生課長 歴史的には前に利回りを下げたとき、労働側からの要望で超過利益が出たときは柔軟に出せるようにということで決められていまして。それを置いておいたとしても、今建退共なんかがあるのですが、たくさんたまったときにちょっとなかなか柔軟にお支払いすることができないということを考えると、あったほうが、マイナスの面もあるのでしょうか、あつていいのではないかなと思っております。

○村上委員長 制度の運用としては、これはやはり加入者、被共済者の方に返すというのが原則であるということからすれば、それを還元する仕組みが必要だというのは一方ではございますね。

○平嶋勤生課長 さっきの話じゃないですけど10年ぐらいで変わってしまうことを考えると、ずっと前にはもらえなかった人たちではなくてまた別の人がもらってしまうということになるので、なるべくその場その場で払っていくというのがメリットもあるのではないかなと。

○村上委員長 抛出した時点との対応関係がきちんとしていけば、ある程度認められなければいけないことがあります。それと、もう一方では還元する方法としても、先ほど理事長がおっしゃっていたのは、また抜本的な方法論の違いで、本来であれば確率分布の前提条件どおりであれば、それ以上付加退職金というのは出ないはずなのですが、前提条件が異なったことで実際の収益の値が違ったことによって出てくるものというのは、5年とか10年とかの長期で見れば、それは長期前提が異なっていたために発生する、何と表現したら良いか利差益みたいな形でそれを還元するというのは、また一つ理論的には非常に整合がとれた考え方ではあると思うのですが、またそうすると加入者の期間対応が問題ですね。その給付がどこに行ってしまうかという問題もまた解決しなければならないとい

うような、この辺は課題ではあるのですが。例えば、今、差し迫ってのひとつの整理としては、そのようないろいろな課題があることを残しつつ、とりあえず先ほど課長がおっしゃった4,300億円の方法論で行って、その上で、将来に向けて宿題という形で、この設定の仕方というのはすごく制度の健全性にも影響を与え得るし、そして非対称性の問題というリスクがある、それからまた加入期間との公平性をどう解消するのか、このあたりを整合的に解決できる方法を今後さらに検討課題として残すというようなことではいかがなのでしょう。

○平嶋勤生課長 少し、いろいろな課題がプラスマイナスはそれぞれあると思うので、よく検討しないとぼつとは答えの出ない問題というのはよくわかりますので、またお知恵があればいただければと思います。

○村上委員長 当面はそのような決着ではいかがでしょうか。

○水野理事長 はい。

○村上委員長 よろしいでしょうか。西川理事、何かございますか。

○西川理事 別の話なのですけれど、すみません。

江川委員が4時半にはご退出されますので、ここで一旦、議論を中断させていただいて、江川委員から一言ご挨拶を賜りたいと思います。

○江川委員 かえって申しわけございません。資産運用委員会が発足して最初の2年間のとても大切な時期に水野理事長、それから村上委員長のリーダーシップのもとで、ゼロベースからの非常に大切な議論に参加させていただきまして本当に光栄に存じました。実は委員をお引き受けしたのが、東大の理事を退任してフルタイムの仕事がなかった時期で、その後に一橋の教員になって、今学期はゼミも含めると6コマぐらい授業があって、いろいろ過去に会議を欠席したりして大変ご迷惑をおかけしたことをこの場を借りてお詫び申し上げます。

先ほど、冒頭に水野さんのほうから人材育成に取り組んでおられるということを伺って、私も心強く思っておりますし、やはりきちんと健全な資産運用をやっていくためにそういった人材育成は重要だと思いますので、ぜひ働き方改革、それから女性がかかなり頑張っていて活躍していらっしゃる組織だというふうに伺っておりますので、ぜひ女性の活躍ということも既にやっておられると思いますけれども、意を用いていただければと思います。本当に短い間でしたけれどもありがとうございました。

○水野理事長 どうもありがとうございました。

○村上委員長 すみません、今日も議事進行が予定時間をオーバーして……

○江川委員 いえいえ、大切なお話をいっぱい。

○村上委員長 時間が間に合いませんで、失礼いたしました。本当に2年間どうもありがとうございました。

○江川委員 こちらこそどうもありがとうございました。

どうぞ続けてください。半まではおれますので。

○村上委員長 江川先生からいただいたいろいろな貴重なご意見は今後にも生かしていきたいと思っておりますので、どうぞよろしく願いいたします。

○西川理事 では、今出たご議論を頑張って急ピッチで議事要旨に仕立て上げまして、10月16日までには間に合わせるような格好でやらせていただければというふうに思います。

○村上委員長 それではこの問題はこのあたりでよろしいでしょうか。

では、勤生課様におきましては、今日出た議論等を踏まえましてまた労政審においてご紹介いただきますようよろしく願いいたします。それでまた労政審でのご審議の状況については適宜フィードバックのほう、いただければ幸いです。お手数ですが、またブリッジ役のほうをよろしく願いいたします。

引き続きましてスチュワードシップ・コード関連案件への対応について事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 はい。資料7の「スチュワードシップ・コード関連案件への対応」というペーパーをご覧ください。このペーパーですが2つの部分から構成されております。1つ目は本年の5月29日に改訂されました日本版スチュワードシップ・コードへの機構としての対応方針についてご審議いただきたいということでございます。それからもう1つは、スチュワードシップ・コードと関連の深いフィデューシャリー・デューティー、最近流行りになっていますがフィデューシャリー・デューティーの議論と、それから先ほども話がございましたがESG投資について委員の皆様のご意見をお伺いしたいということでございます。それでは資料に沿ってご説明をさせていただきます。

日本版のスチュワードシップ・コードについては、私どもとしても受け入れをホームページ上で表明しているところでございます。これは付属資料としてこの資料7の次にお付けしておりますけれども、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れという2ページ半の資料で表明しているところでございますけれども、この日本版のスチュワードシップ・コードが今年の5月29日に改訂されまして、現在コードを受け入れている機関投資家

については、改訂版コードへの対応を遅くとも11月までに表明することが期待されているという状況でございます。で、私どもとしてどんなことをしたらいいでしょうかということでございます。

具体的にどんなところが改訂になったかということでございますが、7原則のうち大きいのは原則1の、これまでは機関投資家はスチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきであるというそういう内容なわけですが、その指針に明確にアセット・オーナーに関する記述が加えられたということでございます。資料の3ページをご覧くださいますと、別紙1というのがございますが、この下半分の1-3~1-5の赤字になっているところが今回新たに加えられた指針ということでございます。かいつまんで内容を申し上げますと、要は実効性のあるスチュワードシップ活動を行うようにということを確保するように、積極的に機関投資家、委託先に対して働きかけなさい、とそういうことが書いてあるということでございます。この1-3でいいますと、これは今申し上げたとおり実効性の確保ということが書いてあり、1-4については手段として運用機関の選定ですとか委託契約の締結に際してスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示していく必要があると、そういうことが書かれているわけでございます。

それから1-5につきましては、運用機関のスチュワードシップ活動が自分たちの方針と合致していることをきちんとモニタリングしていくということが書いてあります。特に機械的に面談回数とか面談時間、運用機関が企業と何回会ったとか、あるいは何時間話したかということだけで評価しないで、どんなことを話したかということについてもちゃんとチェックするんですよというのがこの1-5に書いてあるということでございます。

こういった新たに加わった点について我々として追加的に何かやるべきであるかということなのですが、基本的には既に私どもやっているのではないかなというふうに考えているところでございます。すなわち私ども委託先の選定ですとか、それから評価に際してはスチュワードシップ活動の内容をチェックした上で、きちんとできていないと思うところについては定性的な評価の中でマイナス点を付けるような格好で反映しているところでございますし、それからチェックに際しては毎回エンゲージメントの内容等を聴取いたしまして、その代表的な例についてはホームページでも公表するというような格好をとっているように、単なる回数とか時間ではなくて、内容についても点検していることを対外的にも公表しているということでございます。ですから実質的な行動として何か大きな修正を我々自身について行うということではないのかなというふうに思っております。

ただ、一方で原則2～7について、これは私どもの行動というよりは機関投資家のほうに新たに課せられた基準がございます。具体的に申し上げますと原則2に利益相反の適切な管理のための具体的な方針措置を示すべきであるということが書かれているところですが、それから原則4のところについては、パッシブ運用委託先について、パッシブ運用の場合は銘柄を変えるわけにいかないのです、実はよりエンゲージメントをしっかりとやる必要、スチュワードシップ・コード活動をしっかりとやる必要があるのですよというようなことが書き加えられております。

それから原則5につきましては、議決権行使に関する方針ですとか行使結果について明確に示して対外公表していけというようなことが書いてありますし、また原則7ではスチュワードシップ・コードがよくわかっているような経営陣を加えるようにとか、経営陣が率先してスチュワードシップ・コード活動に取り組んでいくべきというようなことが書き加えられているのですが、私どもとしては現在ホームページで公表している私どもとしての対応の中に、こういった新しく加えられた項目についてもきちんとやってくれるようにというような言葉を少し書き加えればいいのかというふうに考えているところでございます。

もう1つ考えどころは、GPIFは、「日本版スチュワードシップ・コード改訂に伴う対応について」という別紙を実は1枚付け加えているところでございますので、これはやはり今お示した日本版スチュワードシップ・コードの諸原則の次のところにGPIFの資料がございますが、そこに一枚紙として「日本版スチュワードシップ・コード改訂に伴う対応について」というものが発表されております。こういったものも当機構として作るかどうかというのは一つ考えどころかなというところでございます。

それからもう1点、もう少し具体的に、では今度のスチュワードシップ・コード改訂への対応の中で、私どもの運用の基本方針について修正を行う必要があるかどうかということももう1点のポイントとしてございます。資料7の一番最後のページに「運用の基本方針」からの抜粋がございます。ここがスチュワードシップ・コード活動の関係の条文だというふうに考えておりますが、一つは資産運用機関、受託機関の選定、それから評価の基準でございます。こちらにつきましては、一つの考え方としてはもちろんこの中にスチュワードシップ・コード活動の状況といったものを新たに加えるというものはあるのですが、ただスチュワードシップ・コード活動自体は実は組織体制ですとか人材ですとか運用方針ですとか、そういったものの総合的なものということだとすると、スチュワードシップ・

コード活動というのはそこに別項目として設けると、実質問題としては重複が生じてしまうということだと思いますので、これはそのまま維持することで良いのではないかと考えているところでございます。

もう一つは、株主議決権の行使ということでありまして、現状は必要に応じて株主議決権を行使するものとするというふうに書いてございます。これをもう少し積極的な形で書いていくかどうかということなのですが、私ども現在、委託先に対して行使してもらうときには、例えば行使に当たって手数料がかかるとかそういった場合には行使をしなくていいという格好にしております。これは最終的には受益者に対して余計なコストをかけないようにということから考えるとそういった判断も必要なのだと思っております。ですから、議決権行使先にありきではないということだとすれば、現状の必要に応じて株主議決権を行使するという書きぶり自体を変える必要はないのかなというふうに思っておりますので、そういう観点からいうと一応改訂に対応するという形での公表はしますが、「運用の基本方針」のほうは特段改訂をする必要はないのではないかとというふうに考えているところでございます。こんなところについてどのようにお考えかというところをご議論いただければというふうに思っております。とりあえず一旦ここで打ち切らせていただきます。

○村上委員長 それでは、ただいまの西川理事からのご説明についてご質問、ご意見等がございましたでしょうか。

○徳島委員 今の西川理事のご説明で、やや「運用の基本方針」への対応は消極的に過ぎるのかという気がいたします。必要に応じて議決権を行使するというのは、どうも今回のスチュワードシップ・コードの1-4あたりの規定から見ると不適切ではないかなと思います。すなわちアセット・オーナーというのは運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に対して求める事項や原則を明確に示さないといけないので、そこで必要に応じて行使するというのは少し消極的過ぎるのではないのでしょうか。むしろ原則的には行使するものとして、その中身をどうするかというのには別の考慮があって、ご説明されたとおり議決権行使に大きなコストがかかるのだったら行使しないというのは、十分合理的な判断だと思います。ここ数年でスチュワードシップ・コードが大きく前進する流れの中で、やはり原則として行使するという考えがまず必要だろうと思っております。さらにアセット・オーナーとしては運用機関、運用の委託先がどういう議決権行使をしているのかは当然知っていないといけないし、その情報も運用委託先選定の判断材料にしないといけないというのが最近の考慮事項になっていきますので、もう少し積極的に打ち出して

ただきたいと思います。

私もかつてパッシブ運用のポートフォリオマネジャーをやっていたときに、アセット・オーナーによって行使基準が違うという経験があるので、あまり細かく異なると行使が大変になるのですが、どうも流れはそちらに向いてしまっています。少なくとも各運用機関がどういった基準で議決権を行使しているかということのアセット・オーナーは当然把握されないといけないと思います。今回のスチュワードシップ・コードの改訂においては、特に、原則1のところでも踏み込まれていらっしゃるの、それへの対応が必要だと思います。

GPIFのような形での対応は一つの方法だと思います。彼らはかなり踏み込んで取り組もうとしていますので、少しご配慮をいただけたらと思います。

○西川理事 ありがとうございます。なかなか悩ましいところで、現状私どもも毎年議決権行使の内容を、それから判断基準についても資料は徴求した上で不明瞭なところとか疑問に思うところについては議論はさせていただいているところでございますので、そういう意味では受け入れたと言いながら何もやっていないというわけではないかなというふうに思っております。

それから、実際問題としてやっていないところというのはコストの問題、今宿題としていただいている特退共と中退共の基準の違いみたいなところは改善するとして、今ご指摘いただいた GPIF のほうの今後の強化の取り組みということなのですが、GPIF の、お渡しした資料の中で GPIF、「日本版スチュワードシップ・コードの受け入れについて」というコード改訂に伴う対応についての次の資料がございまして、これの2ページ目の後半に、スチュワードシップ責任を果たす上で管理運用法人は年金積立金の運用について5番までのことが定められていることに十分留意することとしますというそういう大方針が記載されているわけなのですが、ここで非常に難しい書き方をされているなと思うのが④のところでありまして、民間企業の経営に対して影響を及ぼさないように配慮すると言っている一方で、企業経営等に与える影響を考慮しつつという、これは一体どうするつもりなのだろうなという疑問が生じます。私どもも公的な機関として、これまではどちらかという謙抑主義といいますか基本的に民間企業の言うことをあまり口出しをしないというような方針で来ていたわけでありまして、そういった中で間接統制的などうか民間に代わってやってもらっているというようにあるわけなので、そこを今度さらに組み込んでいくといったときには、ではどういう形で踏み込むかというのがなかなか難しいなと思う

次第です。やっていないところにやりなさいというのはもちろん踏み込むのですけれども、具体的にこうやりなさいとまで言ってしまっているのだからというの非常に悩んでいるところで、多分 GPIF さんのこの④なんかの書きぶりを見ると苦しいのではないかなという気がしているのですけれども、そのあたりはどう考えたら良いのかなというのが。

○徳島委員 第一段階は既にやっていらっしゃる運用の受託先がどういった基準で行使しており、それが機構の方針と合致しているかどうかを確認するということです。そこまでは既にやっていらっしゃいますが、そのことをきちんと開示することだと思います。受託機関に対して既存の基準では不十分だとして踏み込むのは次のステップだと思います。GPIF のように、外部から人を採用して専門の部署を作ったところは、さらに進められると思いますが、残念ながらそこまでの体制はまだこちらでは築けていないし、本当にアセット・オーナーでそこまで踏み込まれるところが幾つあるのかというぐらいですから、まだ求められていないと思います。とりあえず、第一段階にきちんと取り組んで、外部に開示することではないかと思います。

○村上委員長 GPIF の場合は、企業経営への影響の排除については法律で明文化されているところがあるものですからね。だから非常に難しいところがあると思うのですね。実際に民間企業に与える影響に留意しろということですが、株式投資していること自体もう既に影響は大きく与えているのですね。だから法律論争するとどのような結論になるのかという問題は非常にあると思うのですが。

先ほど徳島委員がおっしゃったように、この案の「必要に応じて」という言葉は、確かに必要なければやらないみたいなニュアンスが割とあって、必要に応じてというのがどのような場合なのかというのを尋ねたくなるような……だから、そのようなニュアンスにとられないようにしたほうが今はいいかなと思います。このままですと、むしろ、必要がなければやらないというような、印象がありますので。ここの書きぶりは変更したほうがいいのではないかというように私も思います。

○西川理事 わかりました。そうすると、先ほどご提案いただいた、「原則として」というような言い方を取っていくという格好でしょうか。

○村上委員長 ほかには、いい言葉がありますか。適切に行使するのを基本とするとか、いろいろ言い方があるかと思いますが。

○西川理事 わかりました。では、ちょっと幾つか案を作らせていただいて、またお諮りをさせていただきたいと思います。

○村上委員長 あとにご説明のあった項目1のところではいろいろ加筆をしたり、運用機関の評価に反映させたりというところを加えていくということですね。

○西川理事 はい。

○村上委員長 あと、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、公表文というのを作るかどうかというのは決めなければならないこととしてあるわけですね。

○西川理事 でも、そういう意味では、せっかくだから表書きも作ってしまったほうがということ。

○村上委員長 そうですね。

○西川理事 わかりました。そこもちょっと案を作らせていただいて、またご審議いただきます。

○臼杵委員長代理 「運用の基本方針」というのは委員会で決めればいいですか。

○西川理事 こちらはご審議いただいた上で、最終的には機構内で決裁をすることになります。最終的には理事長決裁という格好になりますけれど、ご審議いただいた内容を踏まえて決裁するという形です。

○臼杵委員長代理 この1ページの、さっきこっちにあった「機構として対外的に何を表明するか」の中の、「具体的には」云々で、「例えば、以下の諸点も点検し、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して評価する旨を追記する」と、これはすみません、どこに。受け入れのほうに追記するのでしょうか。

○西川理事 そうです。受け入れのほうに、各項目ごとに。

○臼杵委員長代理 「運用基本方針」のほうはこのままで行くということですね。この中にスチュワードシップ・コードへの対応とかは、特に追加は今のところしなくてもいいかなという。

○西川理事 しなくていいかなと思っているところではあるのですが。

○臼杵委員長代理 「組織及び体制」の中に入っているといえば入っているけどというぐらいですかね。

○西川理事 例えば経営陣のところも「人材」というところでは入っているということでしょうし。「スタイル」ということでは入っているのかもしれませんが。そういうことでいうと一応今の評価基準の中では入っている。あえて言えば、まさに来月以降マネストの議論を始めるわけですので、先ほどの一枚紙、最初に書くときに、選定においても今まで以上に評価していきますみたいな一言を書き入れるというのはあるかなというふうには思っています。

○村上委員長 日本版スチュワードシップ・コードの中でも、この有識者検討資料の 13 ページになりますが、4-2 でパッシブ運用、これはここで議論する問題ではないかもしれませんが、特にパッシブ運用機関に対してのことです。パッシブ運用は、コストは安いですが、それは結局そのようなリサーチにあまり人を置かないことによって安くなっているというところがあって、その分のコスト負担の問題ということはこの中では触れられていないのですが、本来であればスチュワードシップ・コードの意味自体が企業価値の向上で、要は運用機関としてもコスト以下のビジネスを引き受けてはいけないわけですね。今般、スチュワードシップ・コードが求めているものは、企業が適切な収益率をもたらすプロジェクトしか逆に受け入れてはいけない、そのようなことを企業に求めるようなところがありますので、こここのところというのはどのように考えたらいいかというのは、これはスチュワードシップ自体が問題を持っているところなのではないかなとも思います。この運用機関に対するフィーということで考えてみますと。

○徳島委員 従来はパッシブ運用に関しては、パッシブだからこそスチュワードシップに取り組むべきだという議論と、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ました。今回このスチュワードシップ・コードの改訂でパッシブでの取り組みを明確に入れたということは、パッシブでも取り組みましょうということです。実際に GPIF は今、パッシブ運用に関して、必要があるのだったらフィーを少し上げてもいいからエンゲージメントを含めて取り組むようにということを、明確に外向けに発信するようになっていきます。少し今回、発想が変わったのかなという。今まで、委員長が言われているパッシブに関しては消極的でもいいのではないかといった議論を明確に否定してしまったという気がしています。

○村上委員長 それは要は GPIF みたいな巨大な規模の場合と、ここでの規模ではコストの負担率というものがまた大きく違うと思います。そのところをどのように考えるかですね。例えばエンゲージメント有りでコストが高いファンドがあつて、エンゲージメント無しでコストが安いファンドがあつたとき、これはどのような選択になるのかという問題です。

○西川理事 おっしゃるとおりです。なかなか、GPIF さんだと 100 年で考えればいいということだとすると、多分長期的にプラスになれば受益者の利益にも適うのですけれども、もし我々の投資期間が 20 年だとすると、コストをかけて実施したスチュワードシップ活動の成果が上がらないうちに、コストだけ負担してやめてしまう人が多く出るような場合に

は、活動が受益者の利益と合致しないこととなります。したがって、当機構の場合は、お金がかかってもいいからとにかくやれと言えるかどうかは難しいかなという気がします。

○村上委員長 これは、何とか含んでおかなければならないことがあるのですが、委託する側としてはコストが安いほうがとにかくいいということで、同じクオリティのものであればその中で選ぶということではしかないと思うのですが、ただ、その先にはいろいろ考えなくてはいけないものがあるということ、少々申し上げておきます。

○水野理事長 これは、将来的にインハウスの運用というのを展望しているかどうかというのは結構あるのではないですかね。GPIFさんは相当議論はあって、やらないことになって。そのときに議決権行使については相当議論していますよね。だけどやっぱり……

○徳島委員 逆に GPIF はエンゲージメントを含めて取り組むと言った以上、自分たちでそれだけの対応をしなければインハウスでのパッシブ運用を取り組めない、インハウス運用は難しくなりつつあるのではないかと思います。

○水野理事長 逆に。ああ、そういうふうに。なるほど。

○徳島委員 彼らは、パッシブ運用のコストとかを十分にわかっていないので取り組もうと思っている可能性はあるのですけれども。

○水野理事長 でしょう。だからどの辺にあるのかがね。逆にできないと。

○徳島委員 できなくなる可能性がある。

○水野理事長 なるほど。

○臼杵委員長代理 両方ありますよね。だから、これだけエンゲージメントを外にやらせているのだから自分たちがやったって危険はないじゃないかという。

○徳島委員 でも、自分で株式を保有しエンゲージメントまでやってしまうと、GPIF法のところで企業経営に関与してはいけないと規定との関係整理が出て来てしまいます。

○水野理事長 それは議論の中で相当出ていますよね GPIFさんのガバナンスの変更。昨年3月に閣議決定、12月に法案が成立しました。だからその辺もちょっと見ていかないとはいかないかなとは思っているのですが、やっぱりこの機構はインハウスは当たり前ですけど、やるつもりはないとか、そういう前提では今まで動いていませんよということなのでよね。

○村上委員長 この議題に関しては、ほかによろしいでしょうか。まだ続きの部分がありますね。

○西川理事 はい。すみません、次のところに行かせていただきたいと思います。今のと

ころは決定事項というか今後の方針について決めるためのご意見、ご審議をいただいた訳ですが、続いてのところはフリーディスカッション的にご意見を伺いたいということでございます。資料7の2ページ目に2つ、フィデューシャリー・デューティーを巡る議論への対応と、ESG投資への対応というものがございます。

最近、金融庁を中心に議論が盛り上がっておりますフィデューシャリー・デューティー、今の段階では主に機関投資家に対して、透明性の向上ですとか説明責任といったようなものが要求されてるわけです。しかし、そうした要求が達成されて、私どもアセット・オーナーがちゃんと選べるような体制というのを機関投資家が確立すると、今度は当然のことながら、私共アセット・オーナーが、きちんと選んでいるかを問われることになると思う次第です。そこで、では私どもとしてフィデューシャリー・デューティーというのをどういうふうに考えておいたらいのかということについて一度、皆様のご意見をお伺いしたいなということで、この項目の中に示させていただいたということでございます。

対応の仕方としてはいろいろあると思いますが、GPIFさんは専ら受益者の利益のためにみたいなことを明確に書いていっているわけですがけれども、そういったものを何か表明するのか、表明するなら行動規範として加えるのか、あるいは運用の基本方針の中へ加えるのか、特に加えないのか、などいろいろな選択肢があると思います。そういったことも含めてご意見を賜ればなというふうに思っております。発生する問題としては、専ら受益者といったときに、当機構についての受益者というのはどう定義されるかという問題もあるかと思えます。当機構の場合、顧客として共済契約者と被共済者がいらっしゃるわけなので、果たして両者の間で明確な利益相反というのはあるのかどうかというのも一つの議論のポイントかなというふうには思っております。

それからESG投資については、先般GPIFさんのほうは、日本株の女性活躍指数に投資しますというようなことも発表されているわけですが、やり方の選択肢としては、軍需産業には投資しないとか何かそういうネガティブリスト的に全体に網をかけるような方式もあるし、GPIFさんのように特定の、むしろSの分野だったりEの分野だったりする指数に投資するというような、一部をそれに振り当てるといって、そういうやり方もありますので、当機構としてどんなやり方が好ましいのか、何かそれぞれメリット・デメリットがあるのか、そんなところについてもご意見を賜ればありがたいなというふうに思っているところでございます。本件については、特に今回結論に達する必要がある訳ではありませんので、ぜひ忌憚のないご意見をお聞かせいただければと思う次第です。よろしくお願ひいた

します。

○村上委員長 ありがとうございます。今、西川理事からご説明があったところについていかがでございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 2の一番最初のポツのアセット・オーナーとしての委託運用先の選別、さっきのステュワードシップ・コードで議決権行使をやっているところを、例えばですけども運用委託先として優先的に選別するとかそういうことを想定されているのですか。

○西川理事 はい。

○臼杵委員長代理 それはだからさっきの話で、コストとの見合いだということなのだと思いますし、別にコストを考慮したからだめということではないのだろうとは思いますが。もちろん、そういうただでやってくれるところがあれば、「もう GPIF でやっているからおたくの要望に答えても追加的にコストはありませんからただでやりますよ」みたいなところがあれば、それに乗ればいい感じはしますけれども。だから GPIF は値上げするけれど、おたくは値上げしませんみたいな。

○西川理事 いや、本当にまさに多分機関投資家の選択基準の中にステュワードシップ・コード活動というのが入ってきて、そこについてどのぐらい重きを置くのかというのは多分、アセット・オーナーごとの判断として出てくるのだと思うのですが、そのときに、では公的機関としてここを非常に重く見るべきと考えるのか、いやいや、やっぱりそうはいいってコストでしょうという話なのか……。両論あると思っています。

○臼杵委員長代理 まだ次回以降のご意見でいろいろ出てくると思いますので勝手な意見とだけいただければいいのですけれども、一つの考慮要因としてそういうものを考慮するということがうたったほうがいいと思うのですね、今の世の中のあり方として。ただ、それはあくまで一つの考慮要因だということなのかなという気がします。

それからポツの2つ目は、これはこういうのを作ってもいいかなというそういうことですよね。「資産運用の基本方針」にそれを、行動規範を追加するということですか、この棒の2つ目というのは。

○西川理事 そうですね。その中に、例えば資産運用においては専ら受益者の利益ために運用するみたいな言葉を、基本方針の中でうたってしまうというやり方もあるでしょうし、行動規範みたいなものを別途作るというのものもあるでしょうし。GPIF さんは行動規範みたいなものを出していらっしゃると思うのですが。

○臼杵委員長代理 ただ、法律にも専ら受益者のためにと確か GPIF は書いてありますから、

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のだと思うのです。

○西川理事 私どもの場合は、中小企業の従業員の福祉の向上と、中小企業の振興という2本立てみたいな格好で、目的意識が書いてあるので、そこからはストレートに受益者という言葉は出てきません。

○臼杵委員長代理 そこでまた新しく受益者という言葉を出してくると難しいかもしれませんね、その定義みたいなのが。

○徳島委員 GPIF は、基本的に運用しかしない組織なので、こちらの機構とはちょっと違うところがあります。特に、こちらの機構職員の行動規範で運用の話だけ書くというのは、それはナンセンスだと思いますので、GPIF みたいな行動規範という作り方は難しいのかと思います。今、臼杵委員長代理から言われているとおり、やはり基本方針に入れるときに受益者だけのための概念は成り立たないと思います。3つ目のポツで書かれたとおり、こちらの場合には共済契約者様と被共済者様、どちらの利益も考えないといけないし、両者の優劣とかバランスをこちらの機構で付けることもできませんので、双方を考慮するみたいな趣旨は入れていいと思うのですが、そこまでかなと思います。そういった考え方を運用の基本方針に1文入れるところが一つの落としどころなのではないかなと思います。ご懸念されているとおり、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だろうというふうに思っています。

○西川理事 おっしゃるとおりで、公的機関としての社会貢献と、それから受益者、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でしょうという話なのだと思いますので、それをどういう形できちんと書いていくのかなと。まさに ESG だとかステュワードシップ・コードというのは流行りものと言ったら怒られますけれども、そっちの方向に今ぐーっと行っている感じがあるのですが、そうはいつでも受益者の利益に反するようなことはできませんというのを担保しておく必要があるのではないかという問題意識です。

○臼杵委員長代理 前もどこかで言ったのですけれど、国連の例の原則も、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のですよ。受託者責任が優先するとききちんと書いてあるのです。だから、基本はやっぱり受託者責任で、それを曖昧にしまうと、何のために運用しているのかわからなくなる。昔の財投みたいな話になってしまう。

それで、3についても今、徳島委員がおっしゃったようにあまりこれに踏み込むのはど

うかなと。もちろん 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かなというふうに思います。

○西川理事 長期的な運用手段の一つであるというような、そんなイメージ。

○臼杵委員長代理 そうです。一つであるというか、一つになる可能性があるというよう
な。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。

○徳島委員 ESG が超過収益の源泉であるという考えは必ずしもまだ適切ではないと思っ
ています。実際に日本の株式の分析をしても、そういった非会計情報が超過収益の源
泉に、もう既になっているというデータは出てきておりません。したがって、まだ踏み込
む必要はないだろうと思っています。ただ、臼杵委員長代理が言われたように、もしそ
ういったことを標榜しているファンドで、トピックスに勝てるようなリターンを出している
ものがあれば採用を考えるというのにはあり得ると思いますし、他の共済組合等ではそ
ういった ESG ファンドを入れている事例が確かにあります。そういったファンドに投資して
いるということは、きちんと対応しているように見えてしまうので、投資する意味があるの
かと思います。

一方で、ネガティブリストみたいな形で全部の保有株式ファンドに特定のルールを適用
することは、委託者に運用をお任せしている中で難しいだろうと思います。今年の前
半 GPIF に関して報道されていたものに、クラスター爆弾を作っているメーカーに対する投資
がありました。GPIF としても、使用しているインデックスの対象になっているので仕方が
ないという割り切りをある種している部分ではあります。ネガティブリストという考え
方は、ESG 投資の中ですぐに出てくるものですが、現時点では、ちょっと時期尚早という
か、日本企業の中で何を外すがという答えは出てこないと思いますし、こちらの機構単
独でや
って
い
ける
もの
でも
ない
だ
ら
う
と
考
え
ま
す。

○水野理事長 さっきの議論でちょっと外したスマートベータというのも、結構考
えているのですよ、本当に。そうすると、そういう中に何か入らないかなと実は思
っているのですけれどね。ということが1つ。もう1つは、割とこの機構って今
まであまりあえて認知度を抑えているというとおかしいけれど、あまり言
ってこなかったのだけど、やっぱりこういう業務をやっている以上はこ
ういうこともやっていますよというのは発信を少しや
って
い
っ
て
も
い
い
の
で
は
な
い
か
な
と。
この2つなのですね。また次の議論のときに十分ご意

見いただきたいと思いますけれども。

○臼杵委員長代理 スマートベータはマネジャー・ストラクチャーの話ですね。

○水野理事長 そう、そうなのです。まさにそこで話をしているという。

○村上委員長 1つだけ、先ほど臼杵先生、それから徳島先生から出されたご意見と私は賛同するところが非常に多いのですが、あと1つ、機構職員の行動規範というところについては、運用に携わる方に関してということでしたら範囲を限定して作成する可能性はあるのではないかなという、そのように思いました。

では、そんなところでこの議論はよろしいでしょうか。

それでは、まず「日本版スチュワードシップ・コードへの対応方針について」は、基本的に今日出された例えば方針の変更の点など、そのあたりは踏まえていただきまして、そのほかの大きな方向では事務局案に沿ってご対応いただければと思います。それで事務局におかれましては本日の議論を踏まえて具体的な対外公表文章を作成して、当委員会へご報告いただくようお願いいたします。

また、フィデューシャリー・デューティー及びESG投資については、本日の議論を踏まえて具体的な対応策の作成に着手していただき、適宜、途中経過をご報告ください。よろしく願いいたします。

少々長くなりましたが、本日の議事を通してほかにご質問、ご意見がございますでしょうか。

なければ、事務局より次の委員会についてご報告をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は11月7日火曜日の開催を予定しておりましたが、10月に新しい委員の方が任命されますので、2月6日に予定している第5回の委員会も含めて改めて開催日の調整をさせていただきたいというふうに考えております。なお、次回ご審議いただく議題につきましては、マネジャー・ストラクチャーについてご議論いただくことを中心に、間に合えば日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応に関する公表文案と、平成28年度資産運用状況に関する公表資料案をお示しすることを予定しておりますが、ほかにも議題とすべき案件がありましたら、いつでも事務局までご連絡、ご提案いただきますようお願いいたします。

○西川理事 次回は10月に開催させていただければと思っておりますのでよろしくお願いいたします。

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

それでは最後に、冒頭で理事長からご紹介がありましたとおり本日の委員会をもちまして臼杵委員長代理、江川委員、末永委員が退任されますので、退任されるお三方への謝辞といたしまして、厚生労働省を代表して平嶋課長より一言お願いできますでしょうか。

○平嶋勤生課長 今回、改選時期を迎えまして、臼杵委員長代理、末永委員、江川委員が、残念ながらそれぞれのご事情で退任ということで、この2年間、多数の会合にお忙しい中ご出席いただきまして、その都度貴重なご意見をいただきましたことを厚く御礼申し上げます。特にこの2年間というのは立ち上げの難しい時期でございまして、多数の課題があったわけですけれども、その多くを処理いただけたことに感謝を申し上げます。委員としての活動は残念ながら今月いっぱいということではございますが、今後とも中退共制度を熟知するご意見番として引き続きご指導ご鞭撻をいただければと思います。どうもありがとうございました。

○村上委員長 臼杵委員長代理、ご挨拶をいただきたいと思います。

○臼杵委員長代理 2年にわたりまして本当にお世話になりました。今、課長からもお話がございましたように、立ち上げの時期ということで非常に多くの課題があり、また水野理事長、西川理事の、なかなかハードルの高い、知識に支えられたいろいろなリクエストもあり、野村証券さんとの議論もあり、充実した時間ではなかったかと思います。ちょっと私のほうの大学のほうが忙しくなり、また個人的ないろいろな事情もあり、今回とりあえず2年間で退任させていただくということですが、それなりにはできたのではないかなと、もちろん百点満点ではありませんけれども、自分なりにはある程度のことではできたのかなというふうに勝手に思っている次第であります。これからもまたご指導いただければと思います。どうもありがとうございました。

○村上委員長 それでは末永委員、お願いします。

○末永委員 私も2年間いろいろお世話になりました。もともと私は現役を離れていまして、こういう大役を引き受けるつもりはなかったのですが、労働側の委員の適任者が見付からなかったため私が出てきました。私自身は労働金庫連合会に在りまして、中退共のこともよく知っていました。ですから、出るに当たってはこの制度をどうやって存続させるべきなのかという視点で会議に臨んできました。いろいろご迷惑かけた点、多々あったと思いますが、国が作った中小企業の退職金制度が存続すること、そのために機構が重要な役割を果たしていただくことを願って、私の挨拶に代えたいと思います。ありがとうございました。

○村上委員長 ありがとうございます。

それでは私からも一言御礼を申し上げたいと思います。2年間、つたない議事進行のところがございまして、時間が随分オーバーしたこともありましたが、大変ご協力いただきまして、活発にいろいろなご意見を出していただき、また貴重なご意見をいただいたことで議事進行を何とかやってこられましたことを御礼申し上げたいと思います。いただいたいろいろなご意見等につきましても、今後にもぜひ生かしていきたいと思います。また今後、元委員を務めていただいていたということでまた何かありましたらご協力を賜わることができればと思っております。最後に今後のご健康とご活躍をお祈りいたしましてご挨拶とさせていただきます。どうもありがとうございました。

それでは、これをもって資産運用委員会を終了いたします。進行へのご協力ありがとうございました。

(了)