

平成 29 年度第 5 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 29 年 11 月 27 日（月）

場 所：勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

1 開会

（1）資産運用委員の出席状況の確認

○清水資産運用部長 本日出席予定の小枝委員まだ連絡がございませんが、恐らくこれから来られると思いますので、定刻を過ぎましたので始めさせていただきたいと思います。

現時点で資産運用委員 5 名のうち 4 名の出席が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 5 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お忙しい中お集まりいただきまして、誠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。

（2）理事長挨拶

○水野理事長 はい。座ったままで恐縮でございます

本日はお忙しいところ平成 29 年度第 5 回資産運用委員会にご参集賜りまして、誠にありがとうございます。

今日の内容でございますけれども、運用状況に関する四半期に一度の定例報告、基本ポートフォリオの年に一度の定例検証結果の報告、平成 28 年度の資産運用結果に関する報告書の案のご提示、それから継続審議ではございますがマネジャー・ストラクチャーに関する審議さらにスチュワードシップ活動についての報告などなど、今回も大変盛りだくさんの内容となっております。

そうした状況を踏まえまして、今回から大変申し訳ないんですけれども、開催時間を従来の 2 時間から 3 時間に延長をさせていただきました。会議短縮化の流れの中で逆行するようで大変申し訳ございませんが、できるかぎり効率的な運営に務めて参ります。どうぞご理解賜りますようよろしくお願い申し上げます。

本日の審議内容に関して若干付言をさせていただきたいと思います。

継続審議でありますマネジャー・ストラクチャーでございますが、機構の資産運用成績を大きく左右するものでございますけれども、最近のスチュワードシップ・コード、ESG

あるいはフィデューシャリー・デューティーの議論を踏まえたと、従来のような成果主義的な点だけではなくて、公的機関としての社会的な責任とフィデューシャリー・デューティーとの関係といった、私どもの経営理念に関する論点、あるいは国内株価と外国株価のパフォーマンス格差の源泉に関する議論、さらにはそれを踏まえたポートフォリオの将来像やスチュワードシップ活動の意義など、非常に深みのある議論になるのではないかと考えております。

昨年の今ごろは、中退共の基本ポートフォリオで暮れが押し詰まっても大変な議論をしたわけですが、それに勝るとも劣らない、我々の機構としては、昨年の議論が土台だとしますとその土台を補強する部分だと思いますので、どうぞ活発なご審議とご指導、ご鞭撻を賜りますようお願い申し上げます、私どものご挨拶とさせていただきます。

どうぞよろしく願いいたします。

(3) 資料確認

○清水資産運用部長 では、資料の確認をお願いいたします。お手元資料1枚目が座席図、2枚目委員会次第に続いて議題資料が続いております。

右上に資料の番号を付けております。資料1、左側綴じになっていますもの、平成29年度第3回資産運用委員会議事録。

資料2、これが左上の綴じになっております。平成29年4月から9月の運用実績報告。今度横長になりまして、資料3、上綴じになります、各経理の定例検証について。

続いて赤色になります横長ですが、資料3の別紙になっております。

資料4、こちらは縦長の横綴じになります。運用の遂行状況及び運用結果。

資料5-1となっております。左綴じです。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検討。

資料5-2、マネジャー評価基準の見直しについて、1枚物です。

資料6、左上綴じになります、スチュワードシップ・コード改訂への対応。

資料7、左上綴じです。スチュワードシップ活動状況の概要です。

そして参考資料になっておりまして、左綴じ上のほうです。平成29年4月から平成29年9月の運用実績報告、これはホームページ掲載資料となっているものであります。

以上となりますが不備はございませんでしょうか。進行の途中で結構でございますので、何か足りないものがありましたらお申し付けください。

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いたします。どうぞよろしく
お願いいたします。

2 議題

(1) 資産運用委員会議事録の確認

○村上委員長 先ほど理事長のほうからお話がありましたように、今日からこの委員会
が3時間ということで長くなりますが、できるだけ効率的に進行するように努めさせてい
だきたいと思います。本日の議事進行につきまして円滑に進行しますよう、皆様方のご協
力をお願いいたします。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3回資産運用委員会議事録の確認です。事務局からの説明をお願いいた
します。

○都築運用リスク管理役 資料1の平成29年度第3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。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いたします。

なお、第4回資産運用委員会議事録につきましては、委員の皆様からご指摘いただい
ている箇所を現在修正中でございます。

また第4回の議事要旨につきましては、現在作成中でございますので、案ができ次第皆
様にお送りしたいと思っております。

○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。

よろしいでしょうか。それでは平成29年度第3回資産運用委員会の議事録について、
お伺いいたします。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。

ご異議ないようですので、本案を最終版といたします。それでは7年後に公表というこ
とで、事務局のほうではよろしくをお願いいたします。

(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(6 経理)

○村上委員長 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が、ご報告をお願いいたします。

○西川理事 はい、ご報告をさせていただきます。資料2をご覧ください。1ページおめ

くりいただきまして、平成 29 年 4 月から 9 月の資産運用実績報告ということでございます。

まずは一番上の表でございますが、こちらの一番上の行、運用利回りのところをご覧ください。各経理とも株価の好調を背景としまして、株で運用していない清退共の特別給付経理を除きますと高目の運用利回りが出ている格好になっております。

ちなみに次のページ 2 ページに移っていただきまして、2 ページの下段の金銭信託の内訳の超過収益率のところをご覧くださいたいんですが、今期につきましては非常に珍しいことに、どの経理のどの資産クラスについても、超過収益率がプラスという格好になっております。単に株価が良かったということではなくて、そういった中で全体の平均値を上回る実績を、今期については上げているということでございます。

その結果といたしまして、もう一度 1 ページ目にお戻りいただきまして、もう一度一番上の表をご覧ください、シャドーのかかっているものの上から 2 つ目の運用損益のところをご覧くださいたいのですが、運用損益につきましては中退共でこの半年間で 774 億円、建退共の給付経理 150 億円という格好で、非常に好調に推移しているということが申し上げられるかと思えます。林退共でも 2 億円超のプラスを記録しているというという格好でございます。

今期につきましては、目下のところ、怖いぐらいに好調ということかと思いますが、これはどのぐらい続いていくかということが今後も注視していきたいと思っております。

それから 3 ページ目の運用資産の構成状況というところでございますが、こちらは乖離許容幅の範囲内にいずれの経理もまだ納まっているということでございます。ただ、株価が大分上がってきておりますので、資産構成比としては基本ポートフォリオの本来の数値から比べると、やや株価の比率というものが大きくなっていることが申し上げられるかと思えます。

それからもう 1 枚おめくりいただきまして、1 点ご紹介であります。「自家運用に於ける運用利回り改善施策について」という 1 枚物のメモをご覧ください。副題に「新発政府保証債の購入方法の見直し」と付いているものでございます。昨年度の基本ポートフォリオの見直しにおきまして、中退共では購入する債券の年限をそれまでの 10 年限界から 20 年まで延ばした訳でございますが、政府保証債についても、20 年債の購入を始めているところでございます。

この政府保証債の 20 年債というのは 10 年政保債と異なりまして競争入札、イールド・

ダッチ方式の競争入札で発行されております。したがって最初の段落の*のダッチ方式についての解説でございますけれども、ダッチ方式の場合は入札予定額に達するまで価格の高い方から割り当てを行い、価格は最終的に落札者の中の最低価格を統一価格として落札されるという方法でございます。

ということは、高い価格を付けている先というのは、落札価格より本来自分たちが出してもいいと思っているよりも安い価格で購入ができるということでございますので、若干余裕があるということで、そこにひよっとすると価格交渉の余地があるのではないかとということで、今回購入先に対して値引きの交渉をやってみたところ、それが実現したということでございます。

どのぐらいの効果があったかということについては、1枚おめくりいただきまして、4の購入結果というところをご覧ください。結果としては価格交渉をやってみた結果、3,360万円の節約効果があったということでございます。もちろんかなりの金額でありますので、比率でいうとそう大きなものではないんですけども、ただ絶対額として3千万円以上節約できたというのは、私どもの効率的な資産運用という観点からは、今回の新たな成果ということでご紹介をさせていただいた次第でございます。

以上でございます。

○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。

いかがでございますでしょうか。

では私のほうから2点ご質問をさせていただきたいと思います。まず運用実績のほうの2ページ目ですが、下段のほうの右上の建退共事業の特別給付経理、ここの国内株式の超過収益率が非常にすばらしいのですが、6%も超過収益があつて、これは結果的にはすごくいいということではあるのですが、ベンチマークからの乖離をそれだけ大きく許容した戦略を採用しているということにもなりますので、そのあたりについては、逆の方向にふれることもあり得るわけで、これは予めそのようなことを認識してこのファンドを採用しているというように考えてもいいのでしょうか。そこところがひよっとしたら思った以上リスクを大きく取っている可能性があるかもしれないということで、少々気になりました。

○西川理事 そうですね。昨年もやはり同様のご指摘を一度いただいたことを思い出しました。おっしゃるとおりです。超過収益の源泉につきましては注視いたしまして、予想外

のリスクを取っていないということを確認していきたいと思います。

○村上委員長 ではよろしく申し上げます。

もう1点ですが、ご説明の最後で新発 20 年債の政保債の方式、競争入札を活用して価格交渉が行われたということでしたが、ここで組み入れる債券については新発債ではないものもごございますね。

○西川理事 既発債も買っております。

○村上委員長 既発債のときというのは、最良執行という考え方で、やはり競争させて購入するという事は行っているのでしょうか。

○松永次長 はい、償還 11 年から 19 年までのところは既発国債を購入していますが、ご指摘のとおり、最良執行を確保するべく 3 社引合いにより購入しております。

○村上委員長 わかりました。

中島委員お願いします。

○中島委員 もしかしたらこの後別の資料でご説明があるかもしれないんですが、ぱっと見た限り見当たらなかったのをお願いします。委託運用部分について委託しているファンドマネジャーの顔が見えない印象です。今のご説明で全体的に好調であったことは分かりません。

例えば中退共の給付経理で言うと、0.11%ベンチマークをアウトパフォーマンスしたことはわかるんですが、先ほど村上委員長からもお話があったとおり、個別のファンドマネジャーの状況が見えないと、ちょっと合計の数字だけ見ても本当に数字を見て、ああそうですかということになって終わってしまいます。ですので、できたらもう少し個別のファンドマネジャーの顔が見えるというか、そこまでブレイクダウンした資料があると、もう少し何かチェックというのができる気がいたします。

もう1つ、いわゆるこの手の超過収益の要因分解という場合、非常にポピュラーなのはブリンソン等のアプローチで、ファンドマネジャーがベンチマークをどれだけ上回ったかというのと、あとアセットアロケーションが基本アセットミックス計画に対してずれた分の効果というのを分けて評価するのがポピュラーなやり方だと思うんですが、拝見した限りいわゆる実際の資産配分が計画値とずれたことによるパフォーマンスの乖離が見当たりませんでした。もしあれば教えていただきたいんですけど、なければ次回以降そういう情報も付けていただけると、チェックがいろいろできてよろしいかなと思います。

○村上委員長 いかがでございますでしょうか。

○西川理事 どのような形で出せるか検討させていただきたいと思います。

○村上委員長 それはまた今後への課題ということをお願いします。

ほかに何かございますでしょうか。

○徳島委員長代理 本日別添に付けていただきます政府保証債の購入方法の見直しにつきまして、債券マーケットのことなので1点だけ申し上げておきますと、この方式で取組まれることは、御機構から見れば利回りの低下を回避することに繋がるということで、取組まれること自身には反対をする気は全くございません。ただし、やはりこれは、あくまでも引き受けている証券会社が引受手数料をはき出した形でディスカウントしているものですから、無理に取組まれると決して良くない取引だと思っています。政府保証債は、基本はパー発行となっていますので、単価100円で買うものです。もし証券会社が取組みを受けてくればというくらいの形で、あまり無理なことはされないほうがよろしいかと思えます。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。ほかにご質問ご意見等がなければ退職金共済事業に係る業務上の余裕金の運用状況については、資産運用委員会として報告を了承することといたします。

先ほど中島委員からの宿題が残りましたが、それについてはまた次回以降でご報告をいただきたいと思います。

(3) 各経理の定例検証について

○村上委員長 それでは次の議事に移らせていただきます。ここからは野村さんにご同席いただくことになっています。議題(3)の各経理の定例検証について事務局よりご説明をお願いします。

○西川理事 それではご説明をさせていただきます。資料3横長の、各経理の定例検証についてという資料をご覧ください。

私どもでは各経理の基本ポートフォリオにつきまして、資産運用の基本方針に基づいて、策定時の諸条件が変化した場合には必要に応じて基本ポートフォリオの見直しを行えるよう、毎年度妥当性の検証を行っているところでございます。

具体的には最新の経済、市場予測等に基づいて、その基本ポートフォリオの効率性と安全性に著しい変化がないかを確認するものであります。なお、このほか中退法に基づきまして、5年に一度掛金及び退職金等の額を検討するために実施される、財政検証のタイミ

ングでも予定運用利回りの見直し結果等を踏まえて見直しを実施しているところがございます。

検証方法でございますが、検証方法については資産の内容や財務状況、各経理の財務状況等につきまして異なる方法を採用しております。典型的には資産の組み合わせによる効率性の検証と、累積剰余金と想定損失額の比較による安全性の検証を実施しているということでございますが、各経理で実施している検証内容を一覧表の格好でまとめさせていただいたものをエグゼクティブ・サマリーとして6ページにお示ししておりますので、こちらをご覧ください。

検証内容とその結果につきましても、大雑把にまとめさせていただいております。

典型的な検証内容は4つでございます。1つは金融ショック耐性、これはサブプライムショックとリーマンショック、2年続きのショックがあったときと同様の金融相場の変動があったときにどのぐらいの想定損失が見込まれるかというその試算値と剰余金の関係を見るものでございます。

2つ目の効率性については、効率性曲線上に乗っているか乗っていないかを検証するものであります。

それから中期シミュレーションにつきましては、モンテカルロシミュレーションの結果として、むこう5年間にどのようなパスが想定し得るか、を検証するものでございます。特に下方リスクの大きさに注目しております。

もう1つの下方リスクの検証として、VaR、これは単年度になりますが、予想最大損失額を試算するものでございまして、それと累積剰余金の比較を行うものでございます。

中退共の給付経理と、建退共の給付経理および特別給付経理についてはこの4つ、同じメニューをやっています。それから清退共につきましては、それとやや異なるやり方をやっております。金融ショック耐性と効率性については同じやり方をやっておりますけれども、それ以外のものについては収益率が正規分布に従うという過程のもとでのショートフォール確率とそれから責任準備金の比率に対する比率等を検証しているということでございます。これは財務上の問題として、コンサルタントへの業務委託が難しい中で、自分たちでできる範囲での検証をやっているということでございます。

その結果でございますが、まず中退共からご説明いたします。全体像はこちらでご覧いただいているとおり4つのうちの金融ショック耐性、効率性、それからVaRの結果につきましては問題ないという結果だと思っておりますが、モンテカルロシミュレーションの結

果については若干懸念を残すような数字が出てきているということでございます。

7ページをご覧ください。これは金融ショック耐性ということでございますが、メインシナリオの基本ポートフォリオ1のところをご覧ください、右から2番目の列をご覧くださいと、想定損失額がでございます。サブプライムおよびリーマンショック発生時と同等の相場変動が起こったときは、2,090億円の損失が発生するというところでございます。当然ながらその2年間は全く稼ぎがないというか、損失が出ているわけですので採算利回りに当たる責任準備金の増加プラス業務経費、この2年分をあわせて900億円ぐらいになりますので、それとこの損失を合わせると大体3,000億円弱になりますが、昨年度の末時点での累積剰余金が3,800億円でございますので、この金融ショックに対しては今の累積剰余金で何とかまかなえるという格好になっております。

それから8ページをご覧くださいと、効率的フロンティアに乗っているかということでございますが、こちらをご覧くださいと現行基本ポートフォリオの青い四角でございすけれども、ほぼ効率的フロンティア上に乗っているということでございますので、現時点の構成というのは、効率性があまり低下していないということが言えるかと思ひます。

おめくりいただきまして、モンテカルロシミュレーションの結果でございます。右上の表をご覧くださいと、1%tileをご覧くださいと、2020年に若干のマイナス、2021年度には600億円ぐらいのマイナスになるというような結果が出ておりますので、万全という格好にはなっていないということかと思ひます。

左側の文章でございますが、一定金額を上回る確率ということでいうと、現在の付加退職金制度で言われておりますのは、一応私どもの必要な積立額というのが3,500億円と言われているわけですが、それを超える確率が45.8%ということでございますので、若干半分よりの低目の数字になっているということでございます。含意といたしましては、もう少し積み上げて累積剰余金を積み上げておかないと安心はできない、ということかと思ひている次第でございます。

それから11ページにお進みください。こちらには単年度の最大損失額の試算としてVaRとCVaRを示してございます。

一番大きくなりましたのが、ヒストリカル法でのコンディショナルVaRでございまして3本ある列の中の基本ポートフォリオの一番下をご覧くださいと、1,900億円強というマイナス幅が計算されております。単年度でございますのでこれに単年度の予定運用利回り

に合う責任準備金の増加プラス業務経費といった約 450 億円をプラスしますと 2,400 億円程度になりますので、これも昨年度末の 3,800 億円の累積剰余金の範囲内というところにおさまっているということが申し上げられるかと思えます。

したがって、4つの検証のうち3つまでは全くオーケーということでございまして、唯一中期シミュレーションで1%tile 点の5年間累積損失額を想定した場合、若干不安感がなくもないということでございますが、少なくとも現時点において基本ポートフォリオを変更するほどのものではないだろうと考えております。したがって、中退共の基本ポートフォリオにつきましては現状維持でいかせていただければと考えております。

続きまして 12 ページ建退共でございまして。その前に 6 ページをご覧ください、建退共の給付経理と特別給付経理のところをご覧くださいと、結論から申し上げてしまうと、建退共事業におきましても4つの検証の中で、金融ショック耐性、効率性、それから予想最大損失については問題なしということでございます。そして中期シミュレーションのみ中退共の給付経理と同様に若干の懸念が残るということでございます。

特別給付経理については4つの資産いずれについても問題ないという結果でございまして。

具体的にということでございますが、12 ページにお進みください。建退共の給付経理の想定損失額でございまして、1の基本ポートフォリオをご覧くださいと 298 億円ということでございます。2年間での 298 億円でございますので、建退共の場合は総資産額が前年度末で 9,523 億円ございまして、それに採算利回りが今私ども 1.79%というふうに試算をしております。今の期待収益率が 1.1%でございますので、その逆さや3年分と金融ショック発生時の2年間でのマイナスを合わせますと、5年間での剰余金減少幅が▲800 億円ちょっとの金額になります。

昨年度末の累積剰余金が 900 億円強でございますので、そういう意味では範囲内に収まっているということがいえるかと思えます。

それから 13 ページの効率的フロンティアでございまして、こちらにつきましても大きな乖離はまだ生じていないということでございますので、効率性の観点からの大きな問題はないというふうに考えている次第でございます。

14 ページのモンテカルロシミュレーションの結果でございまして、こちらについては右上の表をご覧くださいと、5%tile では 2021 年5年間の最後のところでのマイナス、それから 1%tile ですと 2020 年の段階で若干のマイナスになる可能性があるというふうな結果になっておりますので、これを見ると盤石ということは、中退共同様言えな

いような格好になっているということでございます。

16 ページ4つ目の単年度での最大損失ということでございますが、こちら基本ポートフォリオの左側の一番下、ヒストリカル法のコンディショナル VaR を見ていただくと、319 億円のマイナスということでございます。

給付経理は先ほど申し上げましたとおり、残高が 9,523 億円、剰余金が 910 億円でございますけれども、採算利回りが 1.79% ございまして、この現在の収益率 1.1% との差額、逆鞘等を勘案しまして、単年度でのマイナス差分を計算いたしますと 5 年間で 750 億円弱という格好になっております。

繰り返しになりますが累積剰余金が 900 億円超でございますので、その範囲内に収まっているということかと思っております。

したがいまして、建退共の給付経理につきましても、中期のシミュレーションの結果で若干の懸念材料がないとは申しませんが、少なくとも向こう 5 年間についてみれば、現在の基本ポートフォリオを大きくここで変える必要はないのではないかとこのように考えているところでございます。

続きまして特別給付経理でございます。17 ページをご覧ください。特別給付経理につきましては資産総額が 331 億円でございます。それで累積剰余金の金額が 143 億円という格好になっております。

そうした中で、想定損失額が 13 億円ございまして、現在の採算利回りが 2.22% ございまして、これと現在の期待収益率 1.2% の間の逆ざや分を勘案いたしまして、5 年間で大体 40 億円ぐらいのマイナスが金融ショックが起こったときに見込まれるということでございます。累積剰余金が 143 億円でございますので、40 億円の損失は優にカバーできるという格好になっているかと思っております。

それから 18 ページの効率的フロンティアにつきましても、現行の基本ポートフォリオがほぼ線上に乗っているような格好になっておりますので、こちらにつきましても大きな問題はないかというふうに考えてございます。

それから中期のシミュレーションでございます。19 ページのモンテカルロシミュレーションの結果をご覧くださいますと、こちらについては現在の基本ポートフォリオの内容であれば 5 年以内に累積剰余金が枯渇する可能性というのはないというふうに試算結果が出ておりますので、これも問題というふうに考えております。

それから 21 ページにお進みいただきまして、単年度の最大損失の資産結果でございま

すが、これは偶然先ほどの金融ショックと同じ 13 億円という格好になっております。単年度でございますが、これも単年度での最大損失額を計算いたしますと、大体 40 億円程度ということでございますので、これも累積剰余金の範囲内に収まっているというふうに考えられます。

したがいまして、建退共の特別給付経理につきましては、4つのチェック結果いずれについても問題ないということですので、こちらも現在の基本ポートフォリオを維持していきたいというふうに考えております。

それから清退共の給付経理でございます。もう一度6ページにお戻りいただきまして、こちらについては検証方法が若干異なっております。金融ショックの耐性とそれから効率は一緒ですが、その次がショートフォールの確率と剰余金水準の比較という格好になっております。いずれも問題ないという結果でございますが、具体的にご説明を申し上げます。22ページにお進みください。

右側から2つ目の列でございますが、想定損失額が1.8億円という格好になっております。資産残高が清退共の給付経理43億円、剰余金が25億円でございます。2年間での損失が1.8億円ということでございまして、採算利回り2.29%、現在の期待収益率が1.66%、逆鞘が0.63%ということでございますので、それを勘案して2年間でのマイナス幅が5.9億円という格好になります。約6億円ということですが、累積剰余金が25億円ですので、優にその範囲内に入っているということでございます。

それから23ページにお進みいただいて、効率的フロンティアでございますが、こちら現在のポートフォリオ、白抜きの赤丸でございますが、フロンティアの上に乗っているような格好になってございますので、問題ないというふうに考えております。

それから24ページでございますが、こちらは正規分布に収益率の分布が従うと仮定した場合に、現在の利益剰余金と責任準備金の水準を勘案したときに、利益剰余金が枯渇する可能性がどの程度あるかということでございます。

下のx軸が利益剰余金の責任準備金に対する比率ということでございますけれども、24年度、前回の見直し時から比べましてかなり利益剰余金の比率が上がっているのがご覧いただけるかと思っております。この丸と三角を重ねたようなものが比率でございますが、かなり外のほうにテールのほうにっておりますので、ほぼ確率はないと、ショートフォールする確率が0.1%未満という格好になっております。

25ページをご覧になっていただきますと、どのぐらい手厚い剰余金になっているかと

ということでございますが、28年度末一番右の上から2番目の列をご覧くださいますと、28年度末の利益剰余金が24億5,500万円ということでございます。責任準備金が18億7,900万円ですので、剰余金の実額は責任準備金の1.3倍あるというような格好になっておりますので、非常に手厚いリスクバッファになっているということがご覧いただけるかと思えます。

したがって、清退共につきましては、いずれの検証結果から見ても問題ないということで、現在の基本ポートフォリオを継続さ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。

最後に清退共の特別給付経理でございます。こちらにつきましては全て国内債券での自家運用になっておりますので、基本的にリスクはほぼないという格好になっております。

1ページおめくりいただいて27ページをご覧くださいますと、こちらにも責任準備金に対しまして給付経理以上、ほぼ1.5倍の利益剰余金ということでございます。そういう意味では、懸念はほぼないというふうに申し上げられるかと思えます。

ご参考までに、林退共の給付経理につきましても、検証結果をお示ししてございますけれども、こちらは現在基本ポートフォリオといたしましても委託部分については中退共との合同運用になっており、林退共の検証結果で基本ポートフォリオを変えるということはありませんので、あくまでもご参考という格好になっております。

29ページにリスクバッファの水準をお示ししておりますが、累積欠損金がある状況ですのでバッファはマイナスになっております。

30ページはご参考までに、清退共の基本ポートフォリオを見直すべきかどうかと判断をするときのフローチャートでございますが、こちらは先ほど申し上げたとおり、ショートフォール確率についてはむしろ好転しているような格好でございますので、現行ポートフォリオを継続するというそういう結論に達するというところでございます。

続きまして資料3別紙というものがございます。これはポートフォリオ自体ということよりも経済環境ということでございます。こちらは昨年度見直しを行いました中退共の基本ポートフォリオについて、経済前提等がどの程度変化しているかの定例検証でございます。

3ページの実質GDPの成長率でございますが、この×点マークがところどころについている緑色の点線が、昨年度私どもが基本ポートフォリオを見直した際に生きていた内閣府のベースライン係数でございます。その後若干足下については上振れているわけですけれ

ども、先々については大体同水準で推移しているという格好になっています。GDP の見通しについては大体 2020 年のオリンピック前後で1回下に下降していくというようなそういう格好が、民間の予想でも内閣府の予想でも共通したパターンになっているようです。

次のページ4ページが名目長期金利でございます。こちらにつきましては内閣府の見通しと民間の見通しの間でパターンが異なっておりまして、特徴的なのは緑の去年と比べると、足下の発射台のところの長期金利の見通しがどんどん下方修正されてきているという格好でございます。緑の点線から赤い点線、赤い実線の四角つきというところの、最近になるにしたがって下がっていくという格好ですが、ただ2～3年以内に1.5%、2%という格好で上昇していくというパターンを維持しているのが政府の見通しということでございまして、これはオレンジ色の・が付いているメインシナリオ、民間7社平均と比べると名目長期金利については政府見通しが高めに推移しているのがご覧いただけるかと思いません。

一方で5ページの消費者物価指数についてご覧いただくと、こちらは若干下振れるような格好ですが、2018年2019年以降についてはあまり大きな見通しの修正は行われておりません。特徴的なのは民間のほうが先に行くに従って、若干高目の物価上昇率を予想しているということで、2021年2022年あたりを境にして、政府見通しとの逆転が起こっているということでございます。にもかかわらず、名目長期金利については政府のほうが高いというのが若干注目される所かなというふうには思われます。

それから海外の見通しでございますが、6ページの実質GDPの成長率については右側に昨年の段階、左側に直近のものという格好で国別のGDPの見通しをご覧いただいております。

大きな違いはないんですが1つ違うのは、灰色の四角の付いているイギリスであります。去年の8月の時点ではBrexitの直後でございますので、相当マイナスの見通しが立っていたわけですが、今のところはそう大きな影響がなかったということで、左側を見ただくと他国とあまり変わらないような水準にイギリスは落ち着いているということでございます。

消費者物価指数につきましても同様でございますが、一番違っているのはイギリスでございます。去年の見通しでは2%よりも低いということでしたが、イギリスの物価については現時点ではかなり上振れて推移してきているということが言えます。

海外の名目長期金利についても大きな違いはないんですが、イタリアだけが突出して、

これはリスクプレミアムがのっかっているということだと思いますが、イタリアにつきましては昨年の想定よりは大分上振れているといったところをご覧いただけるかと思います。

主なところはそういったところかと思います。とりあえず私からの説明は以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。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。

では中島委員をお願いします。

○中島委員 2点ほど。まず1つは6ページのところでエグゼクティブ・サマリーということで、中退共に関していうと、金融ショック耐性、効率性、中期シミュレーション、予想最大損失とあって、このうち中期シミュレーションに三角が付いています。これは、1%tile で2年後に累損が少し生じる可能性がありますということで三角を付けていらっしゃるんですが、有効数字みたいな考え方から見ると、前提そのものに誤差というか、非常に正確にはかられて決められた前提に基づいてシミュレーションしているわけでは必ずしもありません。なので、果たしてこの1%のところまで見ることにどの辺まで意味があるのかというのがあります。恐らく機構さんの場合、清退共さんのように潤沢なリスクバッファを持っているところがあるので、「そういうところと比較すると1%でふれるのも少し心配」ということなのかもしれません。これであれば、但し書きぐらいで書くぐらいで、要は5%あたりを一応下限として見るのがよろしいかと。1%で引っかかったから注意を入れるというのは、かなり慎重過ぎる印象を受けます。

あともう1つは13ページですね。建退共さんの効率的フロンティアで投資効率のチェックをされていて、これは人間の目で見ると余り赤線と菱形が離れていないように見えます。しかし、よくみると縦の上下関係で期待リターンを見ることができますが、恐らく赤の線と菱形の縦の距離は0.2%ぐらい離れています。0.2%は少ないように感じるんですが、例えば、わかりやすいのは、ファンドマネジャーに払っているフィーが大体どのぐらいになるかという、建退共さんの場合委託部分が3分の1で、ファンドマネジャーへの報酬率が大体0.15%とすると、0.15%の3分の1ですから0.05%ぐらいになります。したがって、ファンドマネジャーに払うフィーの4倍ぐらい効率性が落ちていることになります。これは、直ちにやらないとまずいよというレベルではないかもしれませんが、「これはもう少し考えてみたほうがいいのか」というのが率直な印象です。

私のほうからは以上2点です。

○西川理事 ありがとうございます。最初のご指摘についてなのですが、決して清退共と比べて1%とやったわけではなくて、私ども考えているのはやはり累積欠損金になるような状況というのは、本来、絶対あってはならないという考えから、採っている水準であります。

それで、1%なのか5%なのかと考えたときに、5年間で1%の確率ということだとすると、例えば40年間勤められる方がいたとすると5年間で8回経験するというふうに考えると、それぞれもし1%の確率だと生涯でそういった事態に遭遇する確率が、累積で8%ぐらいになるかなという感じなんですけど、5%だと8倍すると40%ということになると考えると、絶対あってはならないという水準からすると1%を目指すべきなのではないかということになります。

この問題というのは、結局累積剰余金をどのレベルまで積上げる必要があるかという問題とも関わってくるところでございますが、私どもとしては累積剰余金の水準というのを安全圏にまで持っていきたいということで1%の水準を目処としたということです。

それからもう1点のほうなんですけど、ご指摘ありがとうございます。もうちょっとちゃんと、そう見えるのでということではなくて、問題の有無の判断基準を計数的にお示しするようにしていきたいと思えます。

ここは検証のやり方について工夫をさせていただきたいというふうに思います。

○村上委員長 中島委員、よろしいでしょうか。ほかに何かございますでしょうか。

では私のほうから中島委員のご意見に関連してお話をさせていただきたいと思えます。まず1点目ですが、そもそも前提値とか予測値自体がある程度の誤差を持っているものということなのですが、そここのところの結果として1%のところであまりぎりぎり細かい数字を見ても、そもそもそここのところに誤差があるものではないかという点についてどのように整理するかという問題についてです。そこは、前提値自体に誤差があるとしても、一応目安としてそのようにして導かれた数値を置いて考えているということで、とりあえずは整理しておくしかないのではというふうには思えます。

もう1つ、2点目の、効率的フロンティアがずれているかどうかの問題について、こここのところも昨年度の基本ポートフォリオの見直しのときに、もうちょっと検証方法等についても議論する時間があったらと思っていたところでしたが、ここで効率的フロンティアをまた描き直すというのは、時間が経ったので相関係数等の数値を期間をずらして計算しているということですね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。

○村上委員長 ですから、例えば相関係数やリスクについても、過去の 10 年間がそのままずれて計算されているということです。これは、そもそもこのようなやり方をどれぐらいやることの意味があるのかという点なのですね。

というのは、最初に基本ポートフォリオを考えたときのリスク・リターンと相関係数については、どちらにせよ変化するものですので、おおむねその推測値の誤差の範囲の中で動いているということであれば、そのちょっとした変化ごとに効率的フロンティアを描いていっても、これは後追いになる、10 年の移動平均の後追いを検証しているみたいなもので、前回の基本ポートフォリオの折に最善の見積もりとしてそのような数値を置いたこと自体に細かな誤差を修正する必要があるかどうか、この点をもう少し考え方として詰める必要があるのではないかなというように思うのですが、その点については検証をやっていただいている野村さん、いかがでしょうか。

○野村証券 まず一般的な検証の場合は、建退共の検証の仕方が少し違っているところがあって、それがいけないというわけではないんですけども、通常は基本ポートフォリオですので目標リターンがあって、あとリスクがあって、あと効率性、その 3 点を見る。だからそもそも最初作ったとき目標リターンを達成できるポートになっているかという点と、最初に作成したポートフォリオでいうと、比較してリスクがどの程度変わっているかという点と、あともう 1 つは、新しく出し直したポートフォリオがその点に乗っているかどうか、その 3 点で見えています。

そういう意味で見ると、建退共の場合は、中退共の今の 3 つの観点で成り立つんですけども、建退共の場合はもともと作成した期待リターンは 1.64%で、リスクが 1.60%ですか。12 ページの一番下にありますけれども、それから見ると今回算定し直した 1 番の基本ポートフォリオの現状もしくは 2 の最適ポートフォリオ、リスクはほぼ基本ポートフォリオ並なんですけれども、リターンのところが随分落ちているので、通常のやり方でいうと、基本ポートフォリオの再検討ということになるかと思うんですけども、ただ、建退共に関して言うと、財政状況が過去の経緯はあまり把握していないんですけども潤沢なので、ある種この期待リターンでも年金制度上は問題ないと、こういった点なのかなと。

○稗田理事長代理 むしろこの表上は 900 億円しかあげていませんけれども、その 918 億円の 2 年前が 1,040 億 1,087 億と 1 千億円を超える状況で、率直に平たく言いますとため込み過ぎだという意見が非常に業界から強くあって、被共済者の方々に還元すべきだと、

還元する手法として利回りを上げると、2.7%から 3.0%に上げるという方策をとりましたので、いわば現在は還元の過程であるということで多少リターンリスクとの関係よりも、むしろどちらかといいますと支給サイドの話からちょっとこのようなことになっているということで、補足をさせていただきます。

○村上委員長 建退共の予定運用利回りや今の財政状況については、ご説明があったとおりだと思いますが、方法論として基本ポートフォリオが最適ポートフォリオかどうかの検証方法がこれがいいのかどうかということについての、要はヒストリカルデータを後追いつけるような、期間をずっと移動させていくようなやり方というのが、これは経済的にどういう意味を持っているのかということが、今ひとつ整理がつかないと思っているところです。

○水野理事長 効率的フロンティアを使った検証方法の妥当性に対する質問ということでですね。野村さん。建退共の話ではなくて。

○野村証券 リスクと相関係数は当然ながらあまり変わらないです。

○村上委員長 そうですね。結局そうしたら期間によって数字を移動させてもそんなに変わらないのであれば、もとの数字を推計値として置き続けてもいいという選択もあると思うのですけどね。

○野村証券 それはポイントは期待リターンになると思うんです。今の経済情勢を踏まえた場合に期待リターンがもともと目標を達成するかどうかどうか見ることは、それで意味があると思うんですけれども、今回建退共に関してはそこがある意味。

○水野理事長 建退共の話をしているわけではなくて、検証の仕方、検証の方法論。

○村上委員長 基本ポートフォリオを検証するときにデータをまた更新をするやり方についてですね。その 10 年間の移動平均みたいにならずにずらしていったりというのが、あまり意味がないですね。相関係数等にちょっとした違いが出ることでまた構成比率も微妙な差がというのが出てくる可能性がありますので。そのところが描き直したフロンティアとの距離がどれだけかを見て考える意味があるのだろうかということですね。そのところについては、考え方を整理しておく必要があるのではないかと思います。

○平嶋勤労者生活課長 ちょっといいですか。今 10 年間ずらしていつていると思いますが、今の 10 年前というのはサブプライムがあったときですね。来年がリーマン。そこが抜けていくと、数字がどういう影響が出てくるのでしょうか。今のデータだと 10 年に 1 回リーマンが起こるようなことになっていると思いますが。

○野村証券 まずそこがリーマンショックの期間のデータを含めるか含めないかでリスクの相関係数もかなり大きな違いが当然ながら。

○平嶋勤労者生活課長 大分上下は小さくなるみたいなデータになるのでしょうか。

○野村証券 リーマンショックのような期間を抜くとリスクも小さくなりますし、リスクは明らかに小さくなりますし、それから相関係数もかなり、その期間かなり相関が。

○村上委員長 そうですね。例えばリーマンショックの期間を残して検証するのか、今後2年たったときにまた過去10年でやるのかによってもものすごく結果が違ってくると思うのですけどね。そういう意味での相関係数が大きくずれたりする、リスク値もかなりぶれに違いがでてくると思います。ですから検証方法としての過去のデータの使い方ということで、これは決定的な方法論はないと思うのですが、何かこういう考え方が合理的だという、考え方の軸を持っておかないとならないのではないかとということなのですね。

○野村証券 今ある種習慣的に毎年やっていますけれども、本来は今委員長がおっしゃったような趣旨で言うと、ある意味リスク相関構造が大きく変わったようなときに見直すとか、そういうことに本来的な意味があるのかもしれない気がします。

○西川理事 こういう静態的なのというか、ワンポイントだけではなくて時系列で追ってみてというそういうことですね。構造変化みたいなもの。むしろ構造変化テストみたいなものを行ったほうが良いであろうということですか。

そうすると、ある意味全ての経理に共通したチェックになるということですかね。

○村上委員長 そういうことですね。これはすぐこの場で結論が出ることではないのですが、課題としてはそのあたりというのが結構大きなものとしてあるのではないかと考えております。

○中島委員 ちょっとよろしいですか。今お話があった中で、同じような図が経理ごとにこの資料に並んでいますが、どれを見ても恐らく横の位置はあまりずれていないと思うんです。策定時と今の横の位置はほとんどずれていなくて、縦の位置が大きく下に下がっているというものがほとんどです。すなわち、リスクに関する構造は比較的安定している。だからいわゆる標準偏差とか相関係数はそこそこ変わりますけれども、その影響というのは多分そんなには大きくないのではないかと。

一方、何でこんなに下がったかという、要は国内株とか国内債券の期待リターンの見通しが年々低下されて、策定時が3年前だか4年だかわからないんですけども、それに比べると野村さんがやっていたらっしゃるフォワードルッキングの期待リターンはどんどん

低下したためこうなっている。恐らく赤線とこの菱形の乖離も、むしろ作ったときの期待リターンとの乖離が今大きくなってしまったという影響かと。これはわからないですけども、直感的にそういう感じがします。恐らく10年ローリングとか20年ローリングやっている標準偏差とか相関係数よりも、むしろシナリオベースの期待リターンの影響が大きいのかな。

今お話があったとおり、要は誤差ということを見ると、要は1本の赤線のまわりに本当は雲のように線があって、違うシナリオだとかうなるうなるみたいなのがあって、そこを見た場合この距離はどうかという議論をすべきだと思うんですが、恐らく非常に高度になるというか、難しくなるような気がするんですね。

今の離れ方に関して言うと、これ以上離れるようなことがあればちょっと見直しに入たほうがいいのかなど。なお、ここでは効率性の検証ですから赤線と菱形の距離の話が中心です。一方で、あともう1つ野村さんがおっしゃったのは、「効率性の検証ではなくて運用目的とか財政の健全化という観点で言うと、恐らく上の四角と菱形の縦の距離の差が問題になってくる」ということです。ですから、効率性の観点で言うと委員長がおっしゃったような赤線との距離が問題になり、それとは別に、財政の健全性という点でも、この図に問題が見える形になっているということではないかなと思います。

○稗田理事長代理 今のお話で言うと、恐らく建退共の場合には、中を見ていただければわかりますように、委託の自家運用が非常に多いですから、金利低下がかなり大きな要因としてきてきているのかなというふうにも思えなくもないんですけども、株式債券とかで見るとどれがこれにきてくるというふうに野村さんのほうでは見ていただいていますか。

○野村証券 おっしゃるとおり金利の部分が一番影響が大きいはずだと思います。

○徳島委員長代理 基本的には、今の議論は要するに基本ポートフォリオの検証で何をするかというところの統一見解がないということだと考えます。実はほかの運用主体の委員会でもよくある議論で、基本ポートフォリオの検証って何をやるんだという根本に関わる議論です。例えば前提となるデータを見直したときに、今の基本ポートフォリオが効率的フロンティアに必ずしも乗っている必要はないわけです。これを乗せようとしたら毎年ダイナミックアロケーションで基本ポートフォリオを見直すことになってしまいます。あくまでも、前提を見直した中で、基本ポートフォリオが許容範囲の中に留まっているかどうかを考えることです。という意味では先ほど理事長代理が言われた、例えば建退共であれ

ば財政的に余裕があるから基本ポートフォリオはこのままでいいという判断が、基本ポートフォリオの検証としてあるべき姿だと思います。

ただ、考えないといけないのは、建退共の場合には、中退共よりも基本ポートフォリオの策定をしたのが以前だったので、前提が違うのでこれだけ乖離している、それだけを指しているということかもしれません。毎年毎年基本ポートフォリオを見直して新たなものの策定を行うという判断はしていませんので、こういった検証はありなのかと考えます。

一方で、委員長が言われたとおり、運用の前提とかが激変している場合には、各経理で共通で動かないといけなくなると考えられます。今基本ポートフォリオの検証としてやっていっしょにすることが、基本的に間違っていないとは思っていますが、ただ視覚的に乖離がほとんどないというだけでは、説明として弱いのかなと思います。基本的にこういうやり方で問題がないという判断をしていると理解したら良いのではと思います。

○稗田理事長代理 1点だけ補足させていただきますと、実はポートフォリオというのは適時見直すことになっているんですけども、支払在庫、退職金をどれだけ払うかというのは、法律に基づいて少なくとも5年に一度やるということになっていまして、再来年度に3.0%の予定運用利回りをどうするのかということ而建退共について議論するということになっております。したがって、支払サイドではこういうものも見ながら、はてどれだけ退職金を給付していくかという議論を再来年度に本格的にしていく。まだ現時点ではそこに至らないがすぐに見直すという水準になっているかどうか、そんな観点になってくるんだろうなと思います。

○中島委員 財政については今のお話でわかりました。あと構造変化、相関係数とかリスクとか期待リターンに大きな構造変化があったときということですけども、つまるところ赤線と菱形の距離が開くというのがまさしくそれなので、それを見なければ赤線と菱形の距離を見てみれば、構造変化が起きれば必然的に赤線と菱形の距離が大きくなります。なので、赤線と菱形の距離を見ているのが構造変化のチェックをしているんだということになります。じゃああとどのぐらい開けば問題とするかというのは、今ここですぐ話ができるようなことではないので、それを本当にちゃんとやるのか、それとも、もうすこしラフなルールでやるのかというのは考えないと。ただここで見ているだけではどの程度広がったら問題なのかというのは、意志決定のほうに繋がりませんので、確かに何かフィードバックのルールは整理する必要があるのかと思います。

○村上委員長 小枝委員、何かございますでしょうか。

○小枝委員 本日は開始時間を間違えてしまい申し訳ございませんでした。

さて、先ほど予定運用利回りが高目に設定されており、余剰金からそれを支払うというお話でしたが、個人的にはその財政の返還の部分と運用の利回りというのをもうちょっと別に枠組みとして考えられるとクリアになるかなと。予定運用利回りを高目に設定してしまうと、やはりそれを達成しようとしてリスクを取り過ぎてしまうおそれがあるので、財政のところから来るものと運用利回りの設定というのを、もう少し何て言うか分かれた枠組みで検討できたら良いのではないかと思います。

○稗田理事長代理 いや、おっしゃるとおりなので、それで予定運用利回りのほうは、まさに厚生労働省のほうで政策的に支払部分は決定されて、それからこちらのポートフォリオのほうはまさにこの委員会で機構のほうで決めるという仕組みになっています。

それと建退共の場合多少特殊性がございまして、運用のほうは期間1年で運用がされていくんですけども、退職金の支払いのほうは、結局毎日毎日働く人ですから、この手帳に証紙を貼っていきまして、この証紙が252日、まあ250日にしているんですけども、250日貼り終わったらそれが1年だという計算をしているんです。

どうということかという、実はこれを貼るのに10カ月でやる人もいれば、2年3年かかる人もいます。毎日貼っていくからです。あるいは働き方とか、雇用主の支払の仕方によって変わっていきますので、それを平均していきますとこれ1冊を貼り終わるのに大体20カ月かかるんです。したがって、運用側は1年でやるけれども、支払側はその20カ月で対応して支払っていますので、その分ちょっと予定より高目に出てくる。ちょっとそんな特殊性もありまして。またそのうちそういう点も含めていろいろご説明をさせていただければと思います。

○村上委員長 恐らく今の小枝委員のご質問、ご意見については、割と建退共は混乱しやすいのですが、配当のための予定運用利回り、すなわち収益を被共済者に還元するための予定運用利回りという言葉と、それからポートフォリオが目指す期待収益率と、2つあり、これがもともと違う水準でやっているということで、ポートフォリオの期待収益率が3%を目指しているというわけではないということなのです。

○小枝委員 予定運用利回りと期待収益率の違いは理解できていると思うんですが、ポートフォリオの期待収益率の設定と、財政から余剰を支給していくというところは、クリアには分かれているのでしょうか。

○西川理事 そうですね。先生がおっしゃるのは、予定運用利回りのような経常的なツ

ルで、余剰金を還元するという別の目的を達成しようとする、予定運用利回りの安定性みたいなものから考えたときにどうかという、そういうようなご指摘ですね。

○水野理事長 ところが残念ながら、還元する手法として建退共は予定運用利回りしかた
だいま現在ではなかったということなんです。中退共の場合には、ややそれが今問題にな
っているんですけども付加退職金というものが、逆に付加退職金は付加退職金でいろい
ろ問題があるんですけども。

あともう1つ稗田が言ったのは、中退共の予定運用利回り 1.0%は、それがそのまま金
利なんです。だけど建退共の予定運用利回り 3.0%は、手帳がいっぱいになったら後追
いで3%付けますよということで実質的には3%にはならないのです。

○稗田理事長代理 金利というよりは、金利ではないんです。要するに労働に応じる付加
金なんです。したがって、例えばずっと貼って、労働が1日も追加されなければ、5年
10年置いておいても1年も追加されない。そういう意味で金利ではないので、ちょっと
予定運用利回りというとなんか金利っぽくなるんですが、予定運用利回りというのはあ
くまで労働に対して付加を付けていくその付加の計算の仕方の数字だというふうなことで
考えています。課長そういう説明でいいでしょうか。

○村上委員長 一度その辺については図解してご説明いただくといいかもしれませんね。

○水野理事長 全く金利でないことではないんだよね。金利ではないと、ざっくり言って
いるんですけども。

○小枝委員 年率のパーセンテージではないんですね。

○水野理事長 そうそう。そういう感じです。

○平嶋勤労者生活課長 年率に直そうとしたら3%掛ける20分の12とか。

○西川理事 だからこそ採算利回りというのを試算すると、3%より低くなっているとい
うのはそういう話ですね。それを織り込んで業務経費分までのせて考えたとき、予定運用
利回りといっているのは3%なんだけれども、採算利回りは実は1.79%というのはまさ
にそのギャップのところが出ているということです。

○村上委員長 このテーマについてはよろしいでしょうか。宿題となることが幾つかあり
ましたが、また今後に向けて整理をして参りたいと思います。

○水野理事長 検討課題はまたお諮りさせていただきたいと思います。

○村上委員長 検討課題は検討課題とした上で、ただいまのご説明がありました各経理の
定例検証については、資産運用委員会として了承したこととしたいと思います。よろしく

お願いいたします。

(4) 平成 28 年度資産運用結果に対する報告について

○村上委員長 それでは次の議題に移ります。議題(4)は平成 28 年度資産運用結果に対する報告についてですが、事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 はい、それではご説明申し上げます。資料 4 をご覧ください。前回は資料 4 の本当にさわりの 2 ページぐらいをお示しして、こんな方向でやろうとしていますということだったんですが、今回一応全体像をお示しさせていただくということでございますが、まだ完全に詰め切っている状況ではございません。なのでここでご覧いただいて細かくというよりは、恐縮ですけれどもこちらをもう一度ご覧いただいて、ここはこういうふうに改善したらいいのではないかと、こういう指標も加えた方がいいのではないかと、そういったご意見を賜れば次回には最終案をお示しさせていただきたいというふうに思っています。特に、発注主である勤生課さんにはよく見ていただければありがたいと思っております。

1 点だけ付言をさせていただくと、若干悩ましいと思っておりますところがございまして、前回にもご指摘いただいた期待収益率を巡る実績評価のところ、中長期的な安定性をそれで何かはかれないかというか、中長期的な安定性の観点から利回りを評価できないのかというそういう宿題をいただいたところでございます。

具体的に申し上げますと、2 ページのところなんですけれども、中期的に制度の健全性の向上に必要な収益の確保というところではございまして、ここに毎年の利回りに対する評価のようなものを入れられないか、ということをご示唆いただいたわけなんですけれども、なかなか単年度の利回りの結果を中期の評価にどう繋げていくかというのが難しく、やや悩んでいるところではございます。むしろ中長期的な安定ということであると、今回やったような毎年の中期的な 5 年間のショートフォール確率とか、そういったところを検証しましたというような報告しかできないのではないかと、というふうに思っているところでございます。

そういう意味では 3 ページの基本ポートフォリオ関係のところ定例検証の結果等を入れさせていただくというような形で、中期的な安定性の評価はさせていただけないかなと思っておりますが、何かいいアイデアがあれば。

○平嶋勤労者生活課長 おっしゃるとおり各年の運用結果というよりは、先ほど小枝先生

からちょっとありましたけれども、財政状況と利回りとポートフォリオを比べて、それが中期的にまかなうものになっているかどうかという視点で評価いただけると、制度をあずかる立場としてはありがたいかなと思っておりますけれども。

○西川理事　なのでまさに、例えば単純に期待収益率とそれから予定運用利回りを比較しても、赤字を前提とした利回りを設定しているところもあれば、中退共のように本当にイーブンなところもあるしということなので、利回りの水準だけでは評価するのが難しいと思われま。したがって、例えば、中期ということであれば、少なくとも5年以内にショートフォールするようなことがないというような状況になっていきますということを申し上げるのが、一番この項目に関する適合性を証明するのに合致した内容ではないかと思っております。

おっしゃるのは、期待収益率の設定みたいなものが中期的な設定にかなっているかどうかという。

○平嶋勤労者生活課長　平均的にちゃんと支出をまかなっていけるポジションになっているのか。

○西川理事　中退共の場合ですと、予定運用利回りプラス業務経費をそのまま期待収益率にしていますので、そうするとそれはもうそれでオーケーという話になってしまうわけなんですけれども。

○平嶋勤労者生活課長　それはそれでオーケーで多分いいと思うんです。

○西川理事　ただ、それでオーケーと言えるのかなというのが、検証とも言えないような感じもあるので、そこはどうかというのがちょっと。

○平嶋勤労者生活課長　例えば建退共なんかで予定運用利回りを下回っているのだけれども、これだけ貯金があるからいいですと。

○西川理事　その貯金が十分かどうかというのは、まさに先ほどのような検証をしないとわかりませんし、それから中退共についても、予定運用利回りプラス業務経費分とイコールの1.1%にしていますけれども、モンテカルロシミュレーションを見ればわかるとおり、付加退職金制度の存在を前提とすれば50%tile減少していくわけなんです。

そうするとそれって安定的なんだっけという話にもなりかねないわけなので、それだけの関係でオーケーとも言え難いと思っております。

○平嶋勤労者生活課長　中期的になので、100年みたいのはないかもしれませんが。

○西川理事　そういう意味ではやはり下方リスクみたいなものを織り込んでいったほうが

運用のチェックという意味ではいいのかなというような気がするのですが。

○村上委員長 もうディスカッションに入ってよろしいですか。

○西川理事 失礼しました。説明のほうは以上です。

○村上委員長 今まさに西川理事と平嶋勤労者生活課長とのお話の中で、一番課題であるところが出ておりましたが、その点について委員の方々はいかがでしょうか。

中島委員、どうぞ。

○中島委員 すみません。この資料の位置付けは、何に使う資料でしょうか。

○西川理事 大変失礼いたしました。基本的に対外公表資料ということです。この資産運用委員会というのができる以前というのは、内部で指名した、外部の委員ではあるんですけども、理事長が指名した資産運用評価委員会というのがございまして、そこに1年に一度その年度にやった運用実績みたいなものをいろいろとご報告して、それに対するご評価をいただくやり方をやっておりましたが、実は、評価を2回に分けて受けておりました。何かというと私ども6月に、厚労大臣のほうから私どもの前年度のパフォーマンスについて評価を受けなければならないのですが、そのときに厚労大臣にかわって私どもの評価をする有識者委員会というのがあり、その会議に提出する参考資料を資産運用評価委員会で作るとというのが、まず1回目でした。

ただ、まだ年度の終わりから時間がたっていないということもあって、あまり詳細な内容についてはそこではやりませんで、秋口にいろいろなデータが出たところで、運用の基本方針の各条項ごとに、ちゃんとクリアしているかどうかというのを改めて評価していただくというような形にしておりました。

そういった格好で、秋口にもう一度報告書みたいなものを対外公表する。ホームページに載せるだけなんですけれども、そういうやり方を以前していたことがございますが、資産運用委員会が設置されて以降は、年に一度こういう格好でしたというご報告ではなくて、いろいろなものをその都度毎月のように、今回の最初の定例委員会でもあったわけなんです。ああいった形でその都度ご報告をしてご了承いただく、あるいは、何か懸案があるときはご審議いただいた上で決定するというような、そういうやり方にしております。いってみればオンゴーイングの形というリアルタイムでご評価をいただいているので、こうした運営方法、監視体制の大きな変更を繁栄させるため、1年の間にご審議いただいたり、ご助言いただいた内容と、それらへの対応をまとめるような格好の評価報告書を6月に作成していただいたところでは。

機構としては、その6月の新しい体制を踏まえた評価報告書に一本化してしまおうと思っていたのですが、そうはいつでも以前のような基本方針の逐条的なチェックといったものもやはり必要なのではないかというご指摘を勤生課からいただいた次第です。資産運用委員会としての評価報告書は既に出していただいているので、今回の報告書については、「運用の基本方針」の個別条項という切り口から、28年度中に実施した資産運用活動の内容を対外的に説明するための資料、という位置付けにしたいと考えております。したがって、対象は一般の方々ということになります。

○中島委員 「厚生労働大臣のエージェントに出す資料ではなくて、ホームページに載せて広く公表する資料だ。それともう1つ別に29年4月から29年9月の運用実績報告も、これと同じような扱いでホームページに追加で載せる資料だ。」ということですか。わかりました。

○村上委員長 ちょっと補足させていただいてよろしいでしょうか。何か違っている点がありましたら修正してください。

6月から夏にかけて運用委員会としての評価を行った資料があります。これは昨年度のポートフォリオの運用状況、運用利回り実績と、それに加えていろいろと運用のクオリティ向上にどのように取り組んできたか等、それらを総合的に評価した形の評価書を既に作ってはいるのですね。

ただ、その中でやっていなかったのは、この運用の方針や規定ごとに、それが守られたかどうかを中心とした評価について、その部分については夏の評価書の中でやっていなかった部分であったということがございまして、それと対になるような形でこの報告を作成したと、そのように理解しておったのですが。

○稲垣委員 言われている評価というのは、事前説明会の時にいただいた「平成28年度資産運用結果に対する評価報告書」のことですか。これが資産運用委員会としての評価報告書で、本日提起されているものが、基本方針ごとに逐条的に評価した説明資料ということですか。

○中島委員 この資料は機構さんが主体で作られた資料という形になるのか、それとも、資産運用委員会がかなり内容にコミットした資料ということなのか、どちらなのでしょう。要はとりあえずぱっと見ておけばいい資料なのか、それとも割ときちんと見て責任を持たないといけない資料なのか、どういう扱いなのでしょう。

○西川理事 この報告書に記載される活動内容は、いずれもその都度、資産運用委員会

ご報告をし、ご認識ないしご了解いただいていることですが、それらを、運用の基本方針の規程に沿って逐条のようにまとめ直しているということだというふうに思っております。

では文責はどうかということでは、機構の資産運用部にあると考えております。資産運用委員会には、記載内容について対外的に発表するものにふさわしいかどうか、資産運用委員会としての認識と齟齬がないか否かを、チェックしていただくということだにご理解頂ければ幸甚です。

○村上委員長 先ほど稲垣委員からお示しいただいた評価報告書と、こちらはリンクをはるなどによってわかるようにするというようなことも、当時、委員会に出ていたような記憶があるのですが。

○西川理事 はい。一応使えるといいますか、ホームページで既に公表されているものについてはこの中でこちらをご参照くださいということでもやらせていただいております。

まだ対外公表をしていない資料については、別添の形で付けるようにしておりますが、基本的には、資料の参照についてはできるだけホームページ内のサイトとのリンクを活用し、省力化させて頂きたいと考えております。

ただ、今回、新たに作成した資料もございまして、例えば8ページ、委託先のファンドの数とか、その変化、そういったものを取りまとめたものですが、こうしたものは新しく作らせていただきました。

それから5ページから6ページにかけてお示ししている表は、各経理ごとの自家運用債券の期間構造をお示ししたのですが、これは分散投資の実施状況具体的な数字としてご覧いただいているということです。

○村上委員長 位置付けについてはいかがでしょうか、中島委員。

○中島委員 完全に理解したわけではないですけども、とりあえず今のところは大丈夫です。

○村上委員長 それでは中身のほうについて質疑をさせていただきたいと思います。

先ほど既に議論になっていた点も含めまして、いかがでございませうでしょうか。

○中島委員 公表する資料となると、やはり言葉使いとか難しいところがあると思うんですが、2ページの②と③で「中期的に制度の健全性の向上に必要な収益の確保」「中期的に制度の安定的な運営を維持しうる収益の確保」と書いてあって、中を見るといずれもリスクの問題、余剰金が十分確保できるかみたいなことを扱っていて、ちょっとどう違うのかというのが。

○西川理事 これは実は経理によって違うんです。②のほうは中退共と林退共でございます、③のほうは建退共と清退共なんですね。中退共と林退共の文言はこの「健全性の向上」になっていて、建退共と清退共については「安定的な運営」になっているんですが、なぜかという、基本の方針を作ったときに中退共と林退共については累積欠損金を抱えていたんです。そこで、この二つの共済については健全性の向上を図る必要があったということで、文言に「健全性の向上」という言葉が使われた訳です。一方、建退共と清退共については十分なバッファがありましたので、「制度の安定的な運営」という言葉が使われたということでございます。

○中島委員 もし公表されるのであれば、多分普通ぱつと読んだ人はわかりにくい。今みたいな説明を十分伺えばまだわかるんですが、ちょっとこれだと普通の人が公表して読んでも多分混乱するというか、従来の経緯がわかっていないとちょっとわからない形になっているような気がします。

あと「収益の確保」といずれもなっていますが、収益というのは期間収益を意味することが多い。一方、資料は、いずれも財政のどちらかというストックのほうを扱っていらっしやる。要は損益の計算書というよりも、バランスシートというか、ストックのほうを扱っている。なので、そこら辺ももう少しわかりやすく工夫されたほうが良いような気がします。

○小枝委員 質問致します。5ページの償還年限別構成比のテーブルで、39年度にがくっとゼロに近くなるのは、何か特別な理由が。

○西川理事 これはまだ建退共は、10年のラダーから20年のラダーに今変えようとしている、今年度から変え始めたところなので、まだ変え切れていないというそういうことであります。

○小枝委員 清退給付のところなんか一度ゼロになるんですけれども、また41年ぐらいから戻って不思議な。

○西川理事 以前20年債とかも買ってございまして、それらの中でまだ償還がきていないものが少し残っているため、こうした構成になっております。

○小枝委員 実際年齢構成比に比べてどのくらい償還年限構成比が対応しているのかというのを、個人的にこういう表を見たときに気になりました。

これを見ると、39年以降かけている人の変化があるのかなというのが気になりました。

○西川理事 ご指摘の趣旨は非常によくわかります。中退共についていうと、昨年度見直

しをするまでは、大体平均的な納付期間、勤務期間は 10 年と考えていたんです。それをもとに 10 年のラダーを組んでいたのですが、10 年という値の算出方法というのが、1 人 1 票といいますか、1 年でやめる人も 10 年でやめる人も同じウェイトで計算する、そういうようなやり方をしていました。しかし、退職金というのは勤続年数が長くなればなるほど退職金の金額が大きくなっていきますので、債務構造を把握するためには、加重平均するべきであろうということで、加重平均したら 20 年超になりまして、それでラダーの年限を 20 年に延ばしていくということをしたわけです。

ただどうしても、償還を待たないと延ばしていけないので、今償還がきたものから徐々に 20 年のほうに向けて既発債を買いながら、償還期限が 10 年よりも長い債券をだんだん増やしていつているという、そういうことをごさいます。それで 48 年度償還から 39 年度償還ぐらいのところまで今薄く積み上げ始めているということです。

○小枝委員 中退共に関しては 20 年という感じで理解できたんですが、例えばほかの建退共とかほかのところだと高齢化が進んで、新しく入ってデュレーションマッチングが中退共と同じように 20 年みたいな感じなのか、それとももっと減っていくようなパターンなのか、高齢化とかそういうことが進んで、そういう構造変化が私にはちょっとまだ理解できないんです。

○西川理事 ここはこれから分析が必要だと非常に思っているところでして、中退共と違ってずっと勤続している方々ではないものですから、結果的に 10 年分払っていたとしても実はその人は 20 年働いているかもしれないし、極端な言い方をすれば、中には逆に 5 年間で 10 年分働いているような方もいるというような。

○稗田理事長代理 5 年はちょっと無理ですね。7～8 年はかかります。

○西川理事 なのでそういう意味で、中退共ほど簡単に分析ができないというのはごさいます。

○稗田理事長代理 建退共の場合には大体平均が 10 年だと思っていただければいいです。当然長い方短い方おられますけれども、それを全部平均すると大体 10 年のところというわけです。

○村上委員長 ほかに何かごさいますでしょうか。この報告については今日正式に承認が必要ですか。

○西川理事 いえ、これをすみませんけれどもお持ち帰りいただいて、中島先生に先ほどご指摘いただきましたけれども、忌憚のないご意見をまさに言っていただければ、それを

もとに修正をさせていただきたいと思いますので。

○村上委員長 ではこの報告についてはそのようなことで、それぞれまたご覧いただきたいと思いますが、一番最初に平嶋課長と西川理事の間でご議論がありました点について、もし何か委員の方のご意見があればお願いできますでしょうか。特に2ページの③の「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」、この意味合いですね。これはどのような概念のものかということですね。

財政の状況やそのバッファや、リスクを見込んでのお話なのかどうかということが1つポイントになっていたような気がするのですが。制度の安定的な運営を維持するということなので、給付等に支障が出るような状況になるということ自体が非常にリスクだということであれば、単に運用収益を確保することではなくて、財政も全て、それからリスクもあわせて見て、今後この制度が本当に持続可能なのかという点での評価をするということが重要なようになってくるのですが、いかがでしょうか。

何か、平嶋課長、ございますでしょうか。

○平嶋勤労者生活課長 ちょっと補足しますと、公表の仕方とか何とかはお任せするという前提ですが、我々が気になったのは、運用基本方針に定められているこの中期的な制度の健全性の向上に必要な収益の確保ですとか、安定的な運用を維持しうる収益の確保というのを、資産運用委員会で検証するということになっているわけですが、中期目標では、中期目標というのは大臣から機構に対する指示として、ざっくり予定運用利回りを前提に運用することとなっているわけです。

例えば建退共だと、それは一致していないという状況があるわけですが、前提なのでぴったり一致なくていいわけですが、そうする場合に当然これだけ剰余金があるから下回る運用をしばらくやってもしばらく大丈夫ですということがあってそうされているというふうに思って、それについては、私はいいと思っているのですけれども、そういう状況を資産運用委員会のほうで検証をいただけないかと。これだけ財政状況がいいので、下回っても大丈夫ですということを、確認いただければありがたいなということでお願いします。

○村上委員長 1つの方法論としては、先ほど資料3でありましたような定例検証で、今後このポートフォリオで、予定運用利回りからは低い期待収益率のポートフォリオを運用し続けるわけですが、それでもバッファがこれだけあるので健全性をある程度保っていけるというような、こういうようなイメージでも、平嶋課長がおっしゃるようなイメージに

合致していらっしゃるのでしょうか。

資料3の、例えば建退共ですと12ページあたりから17ページぐらいになりますかね。

○西川理事 給付で行くと16ページ。

○小枝委員 他のアプローチとして、予定利回りと期待利回りの差が、今後10年20年変わっていくシナリオを具体的にいくつか考えても宜しいかもしれません。各シナリオに対応する余剰金がどう変わっていくかを示すとわかりやすいかもしれません。そうすると、たとえばシナリオAだと余剰が何年までになくなってしまふということがわかると思います。

○西川理事 何かしらの前提条件を置いてという話ですよ。

○小枝委員 そうですね、シナリオA、B、Cで、よく政府の債務とかで使われている手法だと思います。

○水野理事長 今のそれが14ページということでしょう。

○西川理事 モンテカルロシミュレーションみたいなものとの違いを。

○小枝委員 表現の仕方が違うだけです。もちろん既にもっと洗練された手法を使われているわけですが、(モンテカルロシミュレーションですと、ショックの仮定等によって結果が変わりますので) シンプルな見せ方も悪くないかもしれません。

○村上委員長 モンテカルロですとパスをたくさん10万回も発生させているので、全てそのようなシナリオが含まれていると思うのですが、そこのところをもう少しシンプルに表現するかどうかというところですね。安定的な運営を維持し得るところをどのように表現するかというところについては、多分ここですぐ結論は出せないと思いますので、これも検討をいただいてまた後に……。

○西川理事 私どものほうで検討をさせていただきます。

○村上委員長 すみません、よろしく願いいたします。大分時間も経ってしまいましたが、それではこちらの資料4につきましては、今日これで最終決定というようには至りませんが、またご意見等ございましたら、これは次の運用委員会を待たずしてお寄せしたほうがよろしいでしょうか。

○西川理事 そうですね。できれば早目にご意見をいただければ、それを踏まえて次回までには次の案を作成できると思いますので、

○村上委員長 わかりました。それではまた、事務局のほうにメールでご意見をお寄せいただければと思います。目処はどのぐらいにしておきましょうか。

○西川理事 2週間ぐらいで。短いですか。じゃあもうちょっと。年内ぐらいで。

○村上委員長 12月半ばぐらいにしますかね。12月半ばのところぐらいに。

それで、また次回の運用委員会において最終的な審議を行うことができたらと思います。よろしく願いいたします。

(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

○村上委員長 それでは次の議事に移ります。議題(5)はマネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について、事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 それはご説明を申し上げます。前回のマネジャー・ストラクチャーについてはご審議をいただいたわけですが、本日は2点ご意見を賜ればというふうに思っております。

まず1つは資料5-1でお示ししていますマネジャーの選抜方法と申しますか、選定のやり方ということでございます。

それからもう1つは選定に当たっての評価の仕方あるいは採用した後の評価の仕方、この2つでございます。

まず1つ目、資料5-1にマネジャー・エントリー制度もしくはリザーブファンド制度の検討というものがございます。現在の私どものマネジャーの選定方法というのは、数年一度そのときに全てのマネジャーを決定してしまっ、その次はずっと決まった中でやりくりしていくという格好でございます。途中でいろいろな問題が起こって抜け落ちていった部分については補充しないというそういうやり方をしているわけでございますが、次回やる時は補充、まず最適なマネジャーの数というものをある程度設定した上で、もし抜けるようなことがあればそれを円滑に補充できるという、そういうようなことをやりたいというふうに考えております。

そういった円滑な補充ということを前提とした募集の方法というのが、大きく分ければこのマネジャー・エントリー制度とリザーブファンド制度2つがあるのではないかと申すふうに考えております。細かな定義の違いはいろいろなバリエーションがあるかと思うんですけども、マネジャー・エントリー制については、随時登録を受け付けて、継続的に情報提供を受けるとともに、必要に応じて評価・選定を行うということですし、リザーブファンドについては、今回の募集をしたときに次点と申しますか補欠と申しますか、そういったものを決めておいて、もし欠員が出たときはその中から入替要員を決める、そうい

うやり方だというふうに思っております。

それぞれ長所短所はあると思うんですけれども、長所短所を簡単に裏のページ2ページ目でまとめさせていただいていますが、すごく単純化して言ってしまえば、マネジャー・エントリー制は新顔が入ってくるのが非常に簡単であるということでございますし、情報量が多いということもございます。逆にそれは短所にもなりまして、常に入ってくるという手続きをやっていなくてはいけないということですし、それから数が多くなりますので、そのフォローアップをするのが非常に手間がかかるというそういう問題がございます。

一方で、リザーブファンド制については、最初に決めてしまいますので新しい先が出てきても、そういった人たちが入る余地が次回の見直しまではないという、そういう問題があるということでございます。

私ども、どちらがいいかということなんですが、私どもとしてはやはり現時点の体制からいうと、なかなか一気にマネジャー・エントリー制にいくというのは厳しいものがあるかなというふうに思っている次第でございます。まずは現在の1回だけで決めてしまうというやり方から、リザーブファンド制のほうに1歩進めるという格好から始めさせていただければと思っているところでございます。

もちろん、リザーブファンド制と宣言したからといって、別にそれを変えてはいけないという話ではないので、途中でもし余裕感が出てきたらエントリー制のほうに切りかえるということも可能ではないかと思っている次第ですので、まずはリザーブファンド制から始められればというふうに思っているところでございます。

ただ、やや気になるのは、資料5-1【別紙】というのがございますが、横長の表でございます。世間の動きといいますか、ほかの公的な運用主体を見てみますと、マネジャー・エントリー制度を採用しているところが結構見られるということもございます。こうした状況を踏まえれば、私どもとしても最終的にはそういった方向にいくのかなと思っておりますけれども、まずはリザーブ制から一歩前進といったところからできれば思っている次第でございます。もし、エントリー制でも手数を軽減する方法があるとか、あるいはリザーブ制であると、こういった問題が大きいので、考え直したほうが良いというようなご意見があれば、お聞かせいただければというふうに思っている次第であります。

それからもう1点、「マネジャー評価基準の検討について」という資料5-2でございます。こちらにつきましては、前回私どもの現在の評価の方法についてお示しさせていただいて、その後、委員の方々から、非常に多くの意見をいただいたところでございます。

ご協力ありがとうございました。頂いたご意見の内容を、アクティブ運用に関するものとパッシブ運用に関するものに分けますと、アクティブについては、一番右の欄にお示ししてございますけれども、定量評価について、直近数年の成績を使うことはいかなるものかというご指摘を多くいただいたところでございます。

それから定性評価が重要になってきているということのご指摘もいただいたところでございまして、スタイルですとかストラテジーの論理性とか一貫性そういったものについて十分にヒアリングを行って決めるべきであるということで、定量評価と定性評価のウェイトということであれば、定性評価の重要性というのがどんどん増してきているというご指摘をいただいたところでございます。

なかなか悩ましいなと思っておりますのは、そうすると採用した後の入れ替えの基準というのは、どういった形でやるか、という点です。もちろん不祥事とか事務ミスとかそういう問題が起これば別ですが、実績については何も評価しなくていいものだろうか、宣言したスタイルが維持されているかという定量評価はもちろん存在するというふうに思うのですけれども、利回りの実績について全く何も見なくていいものか、というところは悩ましいと思っております。

もちろん平均値のベンチマークと比較するのはあまり意味がないというのはよく理解できるのですが、例えば小型株の戦略をとっているところなら、その平均値、マネジャーベンチマークとの比較で見るとか、そういったことがあり得るのかということを含めてご意見を賜ればなと思う次第です。

一方で、パッシブのほうにつきましては、基本的にこちらは事務態勢とかそういったものの効率性といったものが影響するものと思われまので、こちら定量で評価していいのかなと思っております。その際、インフォメーション・レシオベースで評価すべきだろう、あるいは運用報酬控除後で評価すべきだろうというご意見を賜りましたので、そういった方向で検討していきたいかなと思っております。

問題は、じゃあパッシブについては何先必要なのかという問題はあるかなと思われま。数が少なければ少ないほど規模の利益が享受できるわけですがけれども、全く競争原理が働かなくて良いのか、という意見もあるかと思ひますし、リザーブがいるのであれば、それはいいだろうという考え方もあるかと思ひますので、そのあたりについてのご意見も賜ればなというふうに思っております。

ということでございまして、いただいたご意見はこちらにまとめてございますが、これ

以外にも改めてご意見等賜ればと思います。よろしく願いいたします。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは質疑に入りたいと思いますが、資料5-1のマネジャー・エントリーと5-2の評価基準については、少し論点が異なるところがございますので、混乱しないように分けるといたしまして、まずマネジャー・エントリー制度もしくはリザーブ制度の検討のほうについてのご意見をいただきたいと思います。

いかがでございましょうか。こちらについてご質問、ご意見ございますでしょうか。

○徳島委員長代理 今西川理事からご説明があったとおり、マネジャー・エントリー制に関してはまだ早いかというご懸念は理解できるかと思えます。資料5-1の別紙にもあるとおり、公的の大きな運用主体は、最初はオルタナでエントリー制に取組まれました。要するに今までの伝統資産ではないものにと組むときに、まずエントリーして登録しておいでください、そこからまず採用していくという形でやってきました。そこから徐々に対象を拡大してきて、実際今伝統資産全部で対象にしているところは、多分企業年金連合会しかないはずで。そういう意味で、まだ早いかという考え方はあると思えます。

一方で、逆に今までの御機構の取組み方でいうと、随時運用会社がいろいろ提案には来ているということなので、逆にリザーブファンド制を入れて、先ほど西川理事はちゃんとご説明されていたんですけども、リザーブファンドしか採用しないというようにとられてしまうと、運用会社からいろいろな提案が集まって来なくなる可能性が考えられます。運用会社に対しては、かつてどこかの運用会社で不祥事があったときのように、すぐにバックアップするのはリザーブファンドであるものの、それ以外のものも当然採用するという方針を運用会社に伝えておけば、良いと考えます。リザーブファンドの採用によって弊害が出かねないというところを懸念していますので、その辺りの方針を上手く信託銀行ないし運用会社に説明してやれば、リザーブファンド制を採用することには十分余地はあるのかと思っています。私としてはマネジャー・エントリーに関してはまだ時期尚早、リザーブファンドに関しては今回から採用することがあり得るかと思えます。

○西川理事 例えばなんですけれども、採用したマネジャーが落ちたときにリザーブをそこに使ったとすると、リザーブの欠員についてはその段階でもう1回募集してもいい、そんなイメージですか。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。はい、中島委員。

○中島委員 勉強不足で申し訳ないんですけども、今までのやり方との違いなんですけど、今まで基本アセットミックスを見直すタイミングでマネジャー・ストラクチャーを見直す

というのが一般的なやり方だと思うんですけども、マネジャー・エントリー制というのは、マネジャー・ストラクチャーを随時見直すための方法論ということなんですか。

○西川理事 担い手を、随時候補者を集めておくというか、つまりどういう評価にするかわかりませんが、成績が非常に良くないとかあるいは不祥事をやったということで、マネジャーが落ちたときに補充をするその補充をどのような形でするかという方法論の違いです。マネジャー・エントリー制では、来る者は拒まずで、候補になりたいといってくればそれを全て採用しておくことになります。一方、リザーブ制は、今回のように一度募集をしてそこで応募してきた中から正式に採用する先と二軍的にキープしておく先と二層構造で採用を行って、その中で入れかえていくという方式です。

○中島委員 まず想定しているのは、今採用しているファンドマネジャーが何らかの理由、ネガティブな理由で解約したとき、解約をしたときの方策としてこの2つが考えられるということですか。今までは、解約した時点で、「じゃあこれから新しいマネジャーを採用します」というのを公募をかけてやっていたと思うんですけども。

○西川理事 今まではやっていなかったんです。落とされた分は既存の先に全部ばらまいて、したがって、マネジャーがどんどん減っていくような形を続けてきていたということです。

○中島委員 例えば、「困ってから困ればいいではないか」ですけども、解約したタイミングで公募をかけてというのでは、例えばそこで数カ月空きが出るという問題はあると思います。その違いは数カ月の空きをなくしたいということに尽きるということでしょうか。

○西川理事 そうですね。それから継続的に見ていけばある程度そのパフォーマンスも理解できているので、スムーズに不確実性も低く引き継ぎができるかなというそういうことだと思います。

○中島委員 例えばファンドマネジャーが、別に採用されていなくても営業で来て、自分のところのアピールをすると思います。なので、マネジャー・エントリーで、本当にやる気のあるところは、別にそんなところをやらなくても、普通に来て営業をかけていると思うんですが。

○村上委員長 恐らく今後、今までみたいに、ずっと継続してファンドを採用するというのではなくて、どこかでマネジャー・ストラクチャーの見直しをして、またマネジャーの入れ替えを行うかもしれないというのが前提となっているというように考えてよろしいで

すかね。

○西川理事 がらがらぼんというか、全部の入れ替えを、ということでしょうか。

○村上委員長 全部替えるということにならないかもしれないのですが、どのようなマネジャーの組み合わせにしたら良いかなど、そのポリシーについてまだ確立されているわけではないというように思っているのですが、そのようなものを構築したときに、今のマネジャーの構成とかウェイトとかについていろいろなことを見直す必要が出てくると思います。

そうしたときに、例えば常態で応募書類を見られるようにしておき、それでこちらから必要あれば声をかけるというのがマネジャー・エントリー制だと思うのですが、そのような理解でよろしいでしょうか。

○西川理事 申し入れがあればそういう手許に書類等というかデータを置いておき、継続的に向こうから運用実績ですとかあるいは財務状況とかそういったことについてのデータも提出してもらいという、そういうことだと理解しています。

○村上委員長 そうですね。プロポーザルの書類を常に新しいものに更新しておいてもらうというイメージですね。マネジャー・エントリー制ということになりますと。

○西川理事 いろいろなバリエーションがあるんだと思います。そもそもマネジャー・エントリー自体も空きがあったらみたいなの、そこにも枠を設けておいて、一定数以上に膨らまないようにしておくとか、そういうやり方もあるんだと思います。

中島委員のおっしゃる目的は何かと言われれば、円滑に短期間に交代ができるようにということであると思っております。

○中島委員 今のお話だと、基本マネジャー・エントリーは高度というか難しいものがあるので、とりあえずじゃあ段階的に考えてリザーブファンド制度がその前にくるのではないかと。今回もマネジャー・エントリーは難しくてできないので外して考えた場合、リザーブファンド制度でもう次が決まっていると、次の営業先がやってこないかもしれない。そうすると2年後か3年後に解約問題が起きたときに、2～3年前に決めたところが何かでんと居座って、既得権益の上に乗っているというのは何かちょっと。

○西川理事 多分それはリザーブを幾つ持つかという話。

○中島委員 1社でもいいと思うんですけども、2社も3社も解約することはあまりないと思うので。

○西川理事 つまりリザーブの中で競わせておくというのはありだと思っています。ちな

みになんですけれども、日本銀行の外準運用を担当していたことがあるんですけれども、そのときはまさにエントリー制度をやっていました。その際は、リザーブファンドとエントリー制度の中間地点みたいな感じで、リザーブのところ为数社あるわけなんですけど、そこにも枠があって、入れかえがあったときに空いた部分に新しく入ってくる。常にリザーブになっている人たちの間でも競争させておいて、入れかえが起こったときはその上位のほうから上に上がらせるというような形でやる気を維持するというそういうやり方をしていました。こうしたリザーブファンド制を導入するのであれば、恐らくリザーブは複数入れるんだと思います。そこは何社まで入れるかというのは、こちらのハンドリングの手間と体制によるんですけれども。

○中島委員 運用のイメージなんですけれども、5年に一度ぐらいのタイミングで大規模なマネジャー・ストラクチャーの抜本的な見直しというのがまずある。その5年というスパンの中で解約が生じたときに、速やかに持っていく先を決めるためにどうしたらいいかという方法論として今のお話があるということですね。

○西川理事 両方あるんだと思っています。1つはそもそも基本ポートフォリオの中で今の4つの資産クラスではなくて、それこそオルタナティブみたいなものを大々的に入れるという話になってきて、マネジャーの構成自体をがらがらぼんしなければならないというのが5年後にくるということであれば、そのときにまたやるんだと思うんですが、そういうアセットの内容の大々的な見直しがなくて、割と長い間今の体制、資産構成のままでもいい場合には、その中で運用成績等である程度競争原理も働かせて入れ替えをする、そういう経常的な交代がある場合にスムーズな交代ができる、そういう使い方もできるものと考えています。

○中島委員 あまり目的をよくざると、ちょっとどこまで考えていいのかわからないので。私の理解できる範囲だと、どちらかというとなマネジャー・ストラクチャーでは3年とか5年おきに抜本的な見直しを行うと。その間に何か問題が生じたときのために、より補完的な位置付けとして直ちに次のファンドが選べるようにと。そうするとユニバースを広げておくと難しいですから、効率性は落ちるけれども対象先を絞るということ、いわゆるリリースみたいな扱いでということでしょうか。

○西川理事 そうですね。そちらだと思います。

○中島委員 わかりました。そうすれば今おっしゃったように、抜本的な見直しのときはいわゆる間口を広くとって、リリースのときについては何より機動的に動くことが大事な

ので、先ほどおっしゃったリザーブファンドを数社選んで競わせて、その中から選ぶ。ただ、その数社全部が芳しくない場合は、必ずしもそこに限るわけではない。それなら理解できる。わかりました。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

ちなみにこのリザーブファンドの先には通知をするイメージですか。

○西川理事 はい。

○村上委員長 でも通知をしても採用されない可能性もあるわけですね。

○西川理事 もちろんです。

○村上委員長 この問題は、マネジャー・ストラクチャーの議論というのはこれからまだ詰める課題が残っていると思いますが、それとも関係してきそうな感じがあると思うのですね。どのような戦略の組み合わせをするのが良いかということになったとき、現行のマネジャーだけで足りるのかどうかという問題は生じてくるかと思います。そこで、とりあえず今日は一応リザーブファンド制度を支持するような流れにはなっていますけれども、あわせてまた最終的には再議論の機会があればと思います。

時間も押していますので、次のマネジャー評価の検討についてのほうでご意見を承りたいと思います。いかがでしょうか。

○中島委員 私ばかりで申し訳ないんですけども、これは見方なんですけれども、既存の既に契約しているマネジャーもこれから雇おうとするマネジャーも全てこれでやって、これから雇おうとする場合だけ一番下の新規受託機関選定というところが、言わば追加的な部分としてのっかっているということによろしいのでしょうか。それともこれは新たにマネジャー・ストラクチャーを起こすときの話でしょうか。

○西川理事 あくまで現在のやり方をお示ししている。

○中島委員 それはわかるんですけども、新たにファンドマネジャーを募集するときの基準なのか、それとも通常のランニングの中で、これで四半期とかのタイミングで契約しているマネジャーを評価している基準なのか。これを使って契約しているマネジャーさん进行评估していて、一番下のところは新たに採用するときにはこの部分も考慮します、そういう見方でよろしいでしょうか。

○西川理事 そうですね。基本的にはそんなに選定とそれから普段の評価って項目が違っているわけではないので、むしろ今が一番後の違いは、入ってからの実績が定量で入ってくるかどうかということところです。定性評価なんかのポイントはほとんど一緒です。

○村上委員長 中島委員から今のようなご質問が出るのは、資料5-2の表の一番左側の縦の列を見ていくと、総合評価、定量評価、定性評価、新規受託機関選定となっていて、一番下のところだけ意味が同じレベルではないのですね。だからこのところを修正する必要があるのでは。

○水野理事長 だからそこは一番最後に総合評価の評価方法で、「既存受託機関の定性評価の評価方法、総合評価の評価方法に準じて評価」だから、それだけが言いたいんでしょう。

○村上委員長 まず、この表の大半について「既存」という言葉がついているのですね。

○水野理事長 新規もほとんど同じだと。

○西川理事 選定と評価というのが分かれてはいるんですが、基本的に内容はほとんど同じです。

ただ、ご意見をいただいた中には、新規の機関の決定のご意見を項目別として1つ立てるためにあえてここに1つ付けてしまったので、こんなにしてしまい申し訳ありません。

○中島委員 委員長の話があったように、タイトルは「既存マネジャーの評価基準の検討について」というタイトルとおぼろしいですね。わかりました。

○西川理事 ただ、一方で今度のマネストのための議論としては、選定と入った人の評価のところでは、多分今度は違ってくるのかなというふうに思っています、以前中島先生からご指摘をいただいたんですけども、運用実績のところというのは入る前は重要だけれども、入ってからは重要ではないのではないかとこのところをご指摘いただいたりしましたので、少しそのあたりの使いわけみたいなものは、むしろ今後の議論の中で出てくるかなと思っています。

今まではとにかく最近3年間の定量みたいなものはどっちにも適用していたわけですけども、今後はそのあたりも中に入ってからからの評価の仕方と採用時の評価の仕方では違ってくるのかなというふうに思っています。

○村上委員長 ほかの委員の方はいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

先ほど西川理事のご説明の中に、定性のウェイトが重要だということと同時に、定量的なものについてはどう扱えばいいかというお話があったかと思うのですが、結局、運用戦略がきちんと実行されているかということだとか、アクティブマネジャーでしたらオールマイティーでどのような環境にも強いなんていうのは存在しないわけで、何かしらファウンドにフォローな環境とアゲインストの環境があると思うのです。

そのときに期待した実績になっているかどうか、逆にアゲインストな市場のときもその戦略が勝っていると、その戦略がおかしいのではないかと、説明がおかしいのではないかとということになりますので、結局は定量評価というのはそういった戦略のクオリティを評価するためにものすごく必要だと思うのです。その戦略のそういった観点の裏付けとしてそのような数字が出てくるという、そのところがポイントになると思うのです。

○西川理事 だから一貫性とかそういうイメージでの評価になっていくという、そういうことですね。

○村上委員長 そうですね。それでそのファンドが収益を上げなければならないときにきちんと上げているかということですね。

○小枝委員 やはり定量評価だと既に起こった事柄のデータを使って、そのパターンが恐らく将来も続くだろうと考える傾向がありますが、やはり定性だとフォワードルッキングなところがフレキシブルになるので、両方大事なのではないかと思います。

○西川理事 先日委員長のほうからも、過去3年間で収益を上げたところは次の3年間で7割ぐらいが損失を出しているという話なので、我々今まで何をやっていったんだという話になってしまうんですが。

○中島委員 よろしいでしょうか。今委員長からお話があったとおり、定量評価というのはかなり役に立つ。恐らく定量評価といった場合、3年間の平均収益がベンチマークをどれだけ上回ったか等、そこばかり見ていると思うんですが、そうではなくて一番大事なのは、リターンの時系列をデータをもらって、先ほど村上委員長がおっしゃった相場の変動とリターンの時系列が言ったとおりになっているか見てみる。定量評価というのは言ったことを言ったとおりにやっているかのチェックに非常に有効な手段で、先ほどお話しされた定性評価のほうはなかなか難しい。私の個人的な見解ですけれども、アクティブ運用で超過収益をとる能力があるかどうかというのは、童話の「裸の王様」みたいなもので、信じるか信じないかというところにかかっているところがある。だからそれは、話を聞いて納得した上で信頼してやるという以上のことはできない。そうなると、チェックできるのは、言ったことを言ったとおりにやる誠実さと能力を持っているかということ。これらは、定量評価できちんと評価できます。それは、過去の数字で評価されるということになると思います。要は言ったことを言ったとおりにやっているかという意味で、定量評価は非常に有用なので、平均値だけを見るのでなしに、そういう見方で使ってもらえばいいのではないかなと思います。

○村上委員長 今中島委員がおっしゃった、信じられるかどうかというところについては、逆にそれだけ納得するだけの理論的な根拠や実証的な根拠などのいろいろなものを出してもらうことですね。ファンドマネジャーに説明をさせると、どのようなやり方をやっていますということは説明するのですが、その戦略の根拠が一体何なのかというところが足らず、こちらのほうにミーティングの重点は移すべきだと思うのです。それを徹底的に、どうしてその方法で超過収益がとれるのというのをポイントに、集中してミーティングを行うというのが重要であると思います。それで納得ができるかどうかということですね。

○水野理事長 単純に比較する話ではないんですけども、我々よりかなり先を走っている GPIF さんの話を聞くと、今最大の目標がここなんです。GPIF さん。それはまさに評価の仕方それからマネジャー・ストラクチャーを従来5年に一遍どんと見直していたのがそれでいいのかどうか。それに見合った手数料のフィー体系がいいのかどうかということで、もう我々から見ると仰ぎ見る存在で、とてもとてもそこまで体力はないし、それをただ真似しようなんていうのは全くありませんけれども、多分その話の基本的な考え方というのは、評価なんです。これに限らず。

つまり、いい数字が出たから結果オーライではなくて、何でその数字が出たんだということが明確になれば、それが明確に説明できるところとやれば次もきっといいだろう。ただ、たまたまよかったというのは、それは次はたまたま悪くなるだろう。そういう研究を我々も非常に少ない人数であるけれども踏み出していきたいなと思いつつ、こういう議論をしている。ただ、皆さんのご期待に添えるように、一足飛びではいけないかもしれないけれども、そういう方向を目指したいなというふうに思っています。

ぜひよろしくをお願いします。

○村上委員長 他に何かこの件についてはございますでしょうか。

それではよろしいですか。ほかにご質問、ご意見等なければ、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ただいまの時点での認識を共有したこととしたいと思います。

(6) その他

○村上委員長 それでは次の議題に移ります。議題(6)はその他の議題といたしまして、スチュワードシップ・コード改訂並びにスチュワードシップ活動状況の概要などについて、事務局よりご説明をお願いします。

○西川理事 ご説明いたします。資料6以降でございます。資料6-1をちょっと飛ばしていただいて、資料6-2の横長の対照表でございます。前回委員会以降ご意見を賜りましてありがとうございます。皆様からいただいたご意見をもとに、新旧比較表でいいますと1点だけ変更をさせていただいております。

具体的に申し上げますと6-2の一番最後のページをおめくりいただいて原則7というのがございます。原則7が左側の新しいほうですが、その一番下に、「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」そういう一段落を新たに入れさせていただきました。

原則の7で求められているのは、投資先の企業やその事業環境等に対する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきであるというふうに書いているわけなんですけど、以前のバージョンではさすがに我々個別の企業とか各業種の事業環境とかについての深い理解まで、我々のサイドで持つのはなかなか難しいなということで、アセットオーナーとしてはそこまで求められていないということを入れなかったんですけども、そうではなくて、原則7については、例えば株価とか企業価値の向上に向けて、各委託先がスチュワードシップ活動を通じて、スチュワードシップをどう活用しようとしているのかというようなことに、あるいは運用機関との機関が企業と対話の中で資産効率の悪さですとか、そういったことについてどんな形で切り込んでいっているのか、そういうことをアセットオーナーとして我々が運用機関に対して切り込んでいくという、そういう努力義務があるだろうというご指摘を受けましたので、それは確かにもっともでございますということで、私どもこの一文を入れさせていただいたということでございます。

資料6-3は変えておりません。

その次に資料6-4で、私ども運用の基本方針の中での委託運用先に求めるものの書きぶりでございます。真ん中の太い黒線の枠の中でございますが、こちらで人気投票させていただいたわけなんですけど、「中退共資産の価値を維持し」の後に「中長期的により高い運用収益を確保する」という形で、ここにスチュワードシップ活動に関する表現を「中長期的に」という形で盛り込むやり方と、それから②の、「スチュワードシップ責任を果たす観点から」ともう少しストレートに入れるやり方とどちらがいいでしょうかというのが1つです。

もう1つその次は、株主議決権の行使について、原則として行使するという形にするか、あるいはもうちょっとやわらかく、「積極的に」あるいは「可能なかぎり」ないしは「適切に」、こういった形での表現にするかというその選択、どれが望ましいかということをお聞きしたわけなんです。委員の方々満場一致で、前者については「中長期的に」、それから後者については「適切に」という言葉を使うのが良いであろうというご意見をいただきましたので、こちらについてはこの2つを採用するような形で基本方針を改正さ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。これが日本版のステュワードシップ・コード改訂に対する対応についてのご報告でございます。

それからもう1つ資料7でございます。こちらは私どもの28年度中のステュワードシップ活動状況についての対外公表資料でございます。

私どもステュワードシップ・コードの受け入れは、平成26年の8月に表明しているわけですけれども、それから今年度が3回目になりますが、私どものステュワードシップ活動について対外公表させていただいております。内容につきましては、私どもが運用委託先から報告を求めている彼らのステュワードシップ活動の内容についてのとりまとめ結果ということなんです。

従来ですとエンゲージメント、個別企業の対話の中で特に目立ったもの、それから各委託先の議決権行使の状況の数字とりまとめですね、項目ごとのとりまとめとその2つを公表させていただいております。

ただ、今年度につきましては、その2つの前にもう1点私ども自体のステュワードシップ活動における変化を報告させていただいております。これが資料7の1ページ目からの真ん中ぐらいにあります「29年度におけるステュワードシップ活動の特徴点」というものであります。

2つ書いてあります。1つは外国株式議決権行使の対象国の拡大でございます。これにつきましては昨年度まで私どもの経理間で、どういうときに議決権行使をするかという契約内容が異なっておりました。より具体的に申し上げますと、中退共においては米国とカナダのみを対象国としておりまして、特退共については国の制限はなく追加的なコストがかかる場合は、つまり議決権行使にお金がかかる場合には行使をしない、そういう条件にしていたわけでございます。

その結果として対象国数が随分違っていたんですが、契約の仕方がばらついているのものがななものかというご意見をこの委員会でもいただきましたので、両者を拡大する方向

で統一をはかりまして、中退共のほうも議決権行使に際して追加費用が発生しないことのみを行使の条件とさせていただいた次第であります。この結果として、中退共においては、議決権行使の対象国数がかつての2カ国、米国とカナダのみという状況から、ヨーロッパの各国を含めた19カ国に増加しております。

なお、追加費用が発生する場合の議決権行使の適否につきましては、現在は引き続き追加費用が発生する場合は行使しないということにしているわけなんですけど、こちらについては今後の世間一般の対応状況等をながめながら、費用が掛かっても行使するんだという動きが大勢になってきたときには、また再検討をしたいというふうに思っております。ただ、現時点では引き続き費用の有無で議決権行使の是非を判断したいというふうに考えているところでございます。

それから2つ目、エンゲージメントに関する活動報告の対象拡大ということで、従来は国内株式のみを対象にエンゲージメント活動のご報告を求めて参りましたが、今年度からは外国株式の運用受託機関に関してもエンゲージメント活動についての報告と説明を求めるといたしました。ただこちらについてはまだ委託先のほうで、必ずしも外国株式についてエンゲージメント活動をやっている先ばかりではないということでございますので、やっていない先にはその理由の説明を求めたところでございます。

次に委託先が実施したエンゲージメントの状況につきまして、こちらにまとめさせていただいておりますけれども、特徴点を幾つか申し上げると、対話のテーマはESGが多いのですが、その中でもEやSよりはガバナンスの分野での対話が多かったように聞いております。

それから受託機関のエンゲージメントの内容を見ますと、まだ、現状のヒアリングに始まっているという先が散見されるということでございます。こういった先には改善を要望したところですよ。

それからそろそろエンゲージメントの負担感みたいなものが認識されてきて、それを実施する体制に差が出てきたように見受けられます。エンゲージメントの実施部署を増強するといった先もあれば、株式アナリストが市場調査の一環として実施するという先も見受けられる次第であります。

またこれからということでございますが、エンゲージメント活動をアウトソースするといったような先も出てきているようでございます。今後こういった体制の違いがエンゲージメントの内容密度についてどんな差をもたらすか注視していきたいというふうに思っております。

いるところでございます。

それから次のページに移っていただきまして、エンゲージメントの主な事案についてのご紹介でございますが、国内の株式で申し上げますとビジネスモデル事業戦略といったところについては、おもしろいといえますか目立った案件として、株価のマネジメントということになるかと思えますけれども、どうも短期的に振れ幅の大きい事業のほうに株式市場の関心が集中して、株価が乱高下しているのもう少し市場参加者とのコミュニケーションのあり方というのを見直したらどうかという提案をし、会社側のほうがそれにちゃんと対応したというそういう事例がございました。これは良い事例といえますか優良な事例の1つかと思っております。

それから同じくガバナンスの中で良い事例ということであると、これは結構見られた事例ということですが、買収防衛策計画の必要性が乏しいという指摘をした先があったようです。

昨年も結構買収防衛策については案件にのぼってきたわけなんですけど、今年度は、特に内容を見直すことなく継続を提案してきた企業が多かったようです。そうした中、そろそろ企業価値向上という本業のほうに軸足を置くべきではないかというふうに指摘した委託先が多かったようでございます。後ほど議決権行使の項目でも申し上げますけれども、買収防衛策継続の議題については、反対をした率というのは今年度は高かったように思われます。

それから顧問・相談役制度についてということでございますけれども、こちらについてはまだ実績は出ておりませんが、そのあり方について見直しを求めたという事例を報告されました。

それから外国株式につきましてはこちらの ESG に絡んでいということでございますが気候変動リスクについての株主提案が出されたことを踏まえて、環境リスク関連の情報開示の改善を求めたということでございます。一応対応はしたようですけれども、まだ十分なレベルには達していないというのが委託先の評価だったようでございます。

それから議決権行使の状況でございます。まず基本的な条件として各受託運用機関が、議決権行使において利益相反管理の仕組みを整備をしていることは確認をさせていただきました。

それから個別議案ごとの行使結果の公表につきましては、国内株式の受託運用機関全社が実施済みまたは近日中に実施見込みである旨を確認しております。

全体のとりまとめの件数は別紙の（１）と（２）をそれぞれご覧ください。

行使の概要という（４）をご覧くださいたいんですが、行使の対象議案数 6 万 4,300 余のうちで賛成が 5 万 6,500 と、反対が 7,814 で議案の割合としては反対が 12.1%というふうになっております。全体の反対比率は前年度より上昇しております。

この上昇した要因ということでございますが、各委託先がスチュワードシップ活動に本腰を入れ始めた中で反対票が増えているのではないかとというのが担当者の感触でございます。

それから外国株式でございます。こちらの行使の概要をご覧くださいますと、同じく反対比率は前年度よりも上昇しております。中で反対比率が高いものについてみると、退任役員の退職慰労金とか役員報酬、そういったもので反対比率が高くなっております。

それから、提案変更に関する議案でも反対率が高いわけなんですけれども、昨年度に比べると低下しております。退任役員の退職慰労金の贈呈とか役員報酬についての反対比率は逆に上昇しているというという格好になっております。

とりあえず以上でございます。何かご質問があれば。

○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。

○稲垣委員 よろしいですか。新旧比較表、一番最後の「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…」という記載ですが、表現としてどうかという感じがしました。「責任を実効的に適切に果たす」という表現がぴんどこないかなと。「活動の実効性」という表現であればわかるんですが。そういう意味では、「スチュワードシップ責任を果たすために、適切な組織構築と人材育成…」で十分意味は通じるのかなというふうに思ったんです。

○西川理事 ありがとうございます。今回の改訂で「実効的に」というのがキーワードになっていたものですから、それを入れさせていただいたんですが、少なくとも「適切に」「適切な」というのはだぶっておりますので、それは外させていただくとして、「実効的に」のところはいかがなものでしょうか。

○村上委員長 「適切に」だけ切っても表現がおかしいですかね。

○稲垣委員 責任を実効的に、というのはやはりぴんどこないですね。

○西川理事 責任を果たすという。

○稲垣委員 そうですね。「責任を果たす」ということで十分言い切っていると思います。

- 中島委員 その上の1番目の・も「責任を実効的に果たす」と。
- 水野理事長 「実効的に」をどうしても入れたかったら、「実効的に取り組みを推進いたします」、それではダメなの。
- 西川理事 取り組みというよりは、結果を出すみたいな話なので。
- 水野理事長 なるほど。実効的に結果を出す。
- 村上委員長 スチュワードシップ・コード自体に「実効的」という言葉は使われていませんか。
- 稲垣委員 「責任を実効的に…」という表現はどこかありますか。活動については実効性を問うことはあると思いますが。
- 稗田理事長代理 多分1ページ目の一番初めの原則1のところの一番下にあるように、「スチュワードシップ活動が実効的なものとなるよう」多分この「実効的」は適切な表現なんですけれども、ここに「実効的に」と書いてあったら全体が書いてあるから、あちこちに書く必要がないんじゃないかというご指摘であるとすればそうかなと。
- 稲垣委員 「責任」という言葉を使うのであれば「果たす」でいいと思いました。
- 村上委員長 いかがでございましょうか。
- 稲垣委員 「実効的に」をここで外すのであれば、中島委員がおっしゃったその上の表現も同様ですね。
- 村上委員長 ほかの委員の方はいかがでしょうか。このところの表現については、
ここを削除すると何か問題があることはございますか。
- 西川理事 恐らくないと思いますので。
原則2のところなんかにも割とちゃんとした形で入っていますので、そういう原則2の2つ目に「実効的に管理するために」、こういう割とまともな形で入っているものもありますので、原則7では別に入らなくてもいいという感じは確かにいたしますので、これは取らせていただく形で。
- 村上委員長 そうしますと原則7では最初の・の「実効的に」は……。
- 西川理事 「責任を果たすための」と。
- 村上委員長 それから3つ目の・の「実効的に適切に」ごと外すという、これでよろしいですね。
- 西川理事 ありがとうございます。
- 村上委員長 ほかによろしいでしょうか。ご質問等ございますか。

私から1つだけ、最後の、資料7の活動状況の概要の買収防衛策で、日本は買収防衛策への反対比率は5割を超えているのですが、外国株式の場合は9割を支持しているようになっていますが、これはどのような理由でしょうか。

○西川理事 これは多分日本が昨年割とはやりものといえますか、買収防衛策を提案するところが相当多かったわけなんですけれども、今年あまりその必要性というか危機意識がなくなってきた中で、引き続きそれを維持したいというそういう議案が結構多かったらしいんですね。ですが、一時ほど危機感がないのではないかという見方ですとか、そもそも投資家として買収防衛策というのがいかなものかという見方も出てきているということなんだと思います。日本の場合はまだ買収防衛策自体が非常に新しいといえますか、そういった中で、今年は反対比率が高くなったということなのかなということだと思っております。

○村上委員長 買収防衛策については、投資家と経営陣との利益相反のような問題が生じますので、外国のほうは買収防衛策自体が少なく、承認されるようなものが提出されると、そう思ったのですが。

○徳島委員長代理 西川理事のご指摘のとおりで、アメリカの場合にはそういったものがあまりないんですけれども、日本では村上ファンドとかの時代にやたらと特殊な買収防衛策がたくさん入ってしまい、どちらかというとなら投資家の利益を害しかねないもの、経営陣の現状維持を志向するようなものが増えてきました。それで最近株主からの反対意見がかなり出ているという現状の結果になっているものと思います。

○水野理事長 件数も全然多いですね。日本のがね。いろいろなものがいっぱい入ってればだんだん反対されて減ってきた。

○村上委員長 ありがとうございます。

それでは本議題のスチュワードシップ・コード関係ですが、まずスチュワードシップ・コード改訂への対応については、先ほど稲垣委員からご指摘がございました原則7のところの説明文2行目の「実効的に」及び説明文下から2行目の「実効的に適切に」の文言を削除した上で委員会として了承することとしたいと思います。

事務局におかれましては、本日の議論を踏まえてご修正の上、対外公表文の最終版をご作成ください。委員会において修正した今のもので了解が得られたということで、ホームページでの公表手続きを進めていただくようお願いいたします。

それからまた29年度におけるスチュワードシップ活動状況の概要については、資産運用

委員会として了承したことといたします。事務局におかれては改訂への対応とあわせて、公表手続きを進めていただくようお願いいたします。

あと参考の資料というのがありますが、これは対外公表用ということで既にご説明があった分ですね。資料2の運用実績報告に対応するホームページ掲載用の資料です。よろしいですか。

○西川理事 そうですね。これについては、ご覧頂ければ結構です。

○村上委員長 資料2に対応する対外公表はこの形でしますよというそういうことですね。それだけ確認させていただきます。

3 閉会

次回開催の予告

○村上委員長 それでは一通り本日予定の議事が終わりましたが、本日の議事を通してほかにご質問、ご意見等がございますでしょうか。

ないようでしたら、事務局より次回の委員会について、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、来年の1月26日の金曜日1時半からの開催を予定しております。今回はマネジャー・ストラクチャーを中心にご審議いただくことを予定しております。具体的な内容につきましては、後日ご連絡申し上げます。

また、ほかに議題とすべき案件がございましたら、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。

○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がございますでしょうか。

1つ確認でございますが、今日宿題として残ったのが、資料4の運用遂行状況及び運用結果の評価書についてです。これについて何か意見がございましたら、12月の中旬ぐらいを目処に事務局のほうにお寄せくださいということでした。確認のために申し添えました。

ご質問、ご意見がないようでしたら、これをもちまして資産運用委員会を終了いたします。ご協力ありがとうございました。

(了)