

令和元年度第1回資産運用委員会議事録

日時 平成31年4月5日（金）

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

○松永資産運用部長 この4月1日付で資産運用部長を拝命いたしました松永でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

定刻前ではございますが、出席予定の皆様がおそろいになりましたので始めさせていただきます。資産運用委員4名の出席を確認できましたので、本委員会は有効に成立しました。

ただいまから「平成31年度第1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りいただきまして誠にありがとうございます。

さて、先ほど資産運用委員4名と申し上げましたのは、小枝委員が3月末日をもちまして資産運用委員を辞職されたためであります。初めに本件につきまして、厚生労働省雇用環境・均等局勤労者生活課、宇野課長よりご説明がございます。宇野課長、よろしくお願いいたします。

○宇野勤労者生活課長 座らせて説明させていただきます。厚生労働省の宇野でございます。関係者の皆様には、日ごろから中退共制度の運営に関しまして多大なご尽力をいただいておりますことを、この場をお借りいたしまして厚く御礼申し上げます。

さて、既に委員の方々にはメールでもご連絡いたしておりますが、今般小枝先生が、平成31年4月1日付で財務省の財務総合政策研究所のほうに出向されるという話がありました。大変残念ですが、財務総合政策研究所の職員は国家公務員となりまして、中小企業退職金共済法第69条の4第3項に、政府の職員、つまり国家公務員は資産運用委員になることができないという規定がございます。

そのような事情でございますので大変残念ではございますが、小枝先生から辞職願という形で書類をいただいておりますので、平成31年3月31日付で辞職ということになっております。後任につきましては、現在当方で検討を進めておりまして可及的速やかに後任の方を任命したいと思っております。

なお、中小企業退職金共済法の第69条の3によりまして、資産運用委員会は資産運用委

員 5 人以内をもって組織すると規定されておりますので、4 人でも開催可能という状況でございます。委員の皆様におかれましては大変ご迷惑をおかけいたしてありまして、申し訳ございませんけれども、ご理解のほどよろしくお願い申し上げます。以上でございます。

（２）理事長挨拶

○松永資産運用部長 宇野課長、ありがとうございました。続きまして、理事長の水野からご挨拶申し上げます。

○水野理事長 本日もお忙しい中、平成 31 年度第 1 回資産運用委員会にご参集賜りまして誠に有難うございます。平成最後の資産運用委員会であります。もっとも、今後も元号を用いるか否かについては検討課題だと思っています。

さて、まず始めに、ただ今、宇野課長からご説明のありました小枝委員の件について一言申し上げたいと思います。小枝委員におかれては、一昨年 10 月のご着任以来、ご専門の国際金融やマクロ経済の観点から要所要所での確かなコメントを頂き、当委員会にご貢献頂いてきたところであります。

昨年 11 月には日本銀行客員研究員のお立場で、日銀の緩和的金融政策に関する非常に意欲的な論文が発表され、世間の注目を集められました。

私どもとしても、マクロ経済の先行見通し等について、貴重なご意見をお伺いできると楽しみにしていた訳ですが、別のお立場で国民生活に貢献されることになりましたので、これまでのご貢献に心から御礼を申し上げますと共に、財務省での益々のご活躍を祈念したいと思います。

次に、平成 30 年度の資産運用の仕上がりですが、昨年末に大きく下げた内外株価が年明け後、不安定ながらも持ち直し、国内株価は前年度末とほぼ同水準、米国株価は前年度末を上回る水準となったため、中退共で言えば委託運用部分で約 200 億円のプラス、自家運用との合計では約 350 億円のプラスとなりました。予定運用利回り相当分と業務経費をカバーすることは出来ませんが、剰余金へのマイナスの影響は 100 億円程度で済みそうです。

先行きについては楽観を許しませんが、中退共ではいよいよ後半戦に差し掛かりましたマネスト、特退共では今年度に予定されている財政検証に向けて、やるべき事を粛々と講じて参りたいと考えております。

そうした観点から、3 月に開催されました建退共、林退共、清退共の運営委員会ではそれぞれの財政状況や制度の運営状況に関するファクトを確りと説明させて頂きました。

運営委員の皆様には、今年度中に実施される5年に1度の財政検証の結果も踏まえ、制度と基本ポートフォリオを一体的整合的に再検討する必要があることをご理解頂けたと考えております。

さて、本日ご審議いただく議題ですが、まず、マネジャー・ストラクチャーの見直しの継続審議として、国内株式の選考状況の中間報告と、外国株式の応募状況についてのご報告、次に“「資産運用における社会的に優良な企業への投資」に係る検討結果についての報告書案”のご説明、最後に、その他として、資産運用委託におけるガイドライン関係の話題2件のご報告、となっております。

このうち、“「資産運用における社会的に優良な企業への投資」に係る検討結果についての報告書案について”は、中期計画で定められた目標に含まれる宿題です。

内容については、国内株式運用委託先選考についてご審議を頂きました折のESG投資への取り組み方針に関する審議内容等をまとめたものですが、折角の機会ですので、ESG投資やスチュワードシップ活動を通じて、将来的に実現して行きたいと考えております構想、展望にも言及しております。

どうぞ、ご意見、ご助言をいただければ幸甚です。

本日も非常に盛りだくさんな内容でございます。ご忌憚のない活発なご審議をいただきますようお願い致します。

(3) 資料確認

○松永資産運用部長 資料の確認をお願いいたします。

お手元1枚目、座席図、2枚目、委員会次第、そして進行シナリオ、続いて議題資料になります。右上に資料番号を付してございます。

資料1－1 平成30年度第6回資産運用委員会議事録（案）

資料1－2 平成30年度第7回資産運用委員会議事録（案）

資料1－3 平成30年度第8回資産運用委員会議事録（案）

資料2－1 国内株式運用委託先選考の中間報告、これは1枚ものでございます。

資料2－2 国内株式運用委託先の一次選考について

資料2－3 外国株式運用委託先の応募状況について

資料3 『社会的に優良な企業に対する投資』に関する検討結果と実施方針について、そしてその付属資料になりますが、上に別紙6とあります、日本版スチュワードシップ・

コードへの対応、これも1枚ものです。そしてこれも付属資料ですが、スチュワードシップ活動状況の概要。

資料4-1 外国債券運用における投資対象債券の選定について

資料4-2 運用ガイドライン違反について、1枚ものです。最後にその付属資料になりますが、（参考）とあります関連規定、これも1枚ものです。

よろしいでしょうか。それと机上配布資料として4つございます。右上に机上配布資料と付しております、「応募ファンドの超過収益率の統計的有意性」、縦2枚ものの「t 検定の具体例を紹介」。そして「運用資産の損益・構成状況」、「中退共資産(金銭信託)の時価評価額日次推移」。

以上になりますが、不備はございませんでしょうか。足りないものがございましたら、その都度でも結構ですのでお申し出ください。

それでは、この後の議事進行につきましては、村上委員長をお願いいたします。

2. 議題

(1) 資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認

○村上委員長 それでは、本委員会に入りたいと思います。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。

1つ目の議題は、議題1の「資産運用委員会議事録の確認」です。事務局からご説明をお願いします。

○都築運用リスク管理役 資料1-1「平成30年度第6回資産運用委員会議事録(案)」、資料1-2「平成30年度第7回資産運用委員会議事録(案)」、資料1-3「平成30年度第8回資産運用委員会議事録(案)」をご覧ください。こちらは委員の皆さんからご指摘いただいた部分を修正したものになります。恐縮ですが、本議事録につきましては5月10日を目処に、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よろしくお願いいたします。

なお、「平成30年度第7回資産運用委員会議事要旨」につきましては、先日第1案を送らせていただき、委員の皆様を確認をお願いしている状況でございます。委員の皆様の確認が終わり次第、メールにて修正案を送らせていただき、全ての委員の皆様からご了解がいただけたら、次回委員会を待たずに最終版を皆様にお送りするとともに、ホームページ上で公表させていただきたいと考えております。引き続き、早期開示に努めて参りたい

いと思いますので、ご協力のほど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、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 30 年度第 6 回資産運用委員会議事録案、第 7 回議事録案、それと第 8 回議事録案については、各委員の皆様においては、既に一度目を通していただいていると思いますが、もう一度最終確認をしていただいて、修正の要否について 5 月 10 日を目処に事務局までご連絡をお願いします。

今、事務局からご案内がございました、第 7 回の資産運用委員会議事要旨につきまして確認中ということになっておりますので、こちらのほうもできるだけ早くご確認いただきたいと思います。よろしくお願いいたします。

議題 1 はそういうことでよろしいでしょうか。

(2) マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

○村上委員長 議題 2 に移らせていただきます。次の議題は「マネジャー・ストラクチャーの見直しに関する継続審議について」です。この議題についてはマネジャー・ストラクチャーに関するコンサルタント業務を委託している野村證券株式会社さんに、ご陪席をお願いしております。事務局におかれましては、皆様に入室していただけてください。

では、議題 2 につきまして事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 本日は国内株式運用委託先の一次選考結果について改めてのご報告、ご説明と、3 月 5 日に募集を締め切りました外国株式の応募状況についてのご報告をさせていただきます。

まず、国内株式についてでございます。国内株式についての一次選考につきましては、この間種々貴重なご指摘、ご助言を賜り、誠にありがとうございました。場外において多大なご負担をおかけしてしまい恐縮しておりますが、おかげさまでこれまでの審議結果と整合的で明快な審査を行うことができたのではないかというふうに思っております。ご協力に改めて御礼申し上げます。

まず資料 1 をご覧ください。縦の 1 枚ものでございます。極めて大ざっぱな概要を申し上げますと、応募はアクティブファンドが 27 社、42 ファンド、スマートベータが 7 社、7 ファンドありました。

このうちアクティブ 8 ファンドとスマートベータ 1 ファンドは応募要件未充足のため失

格となりましたので、一次選考はアクティブ 34 ファンド、スマートベータ 6 ファンドを対象に実施したところであります。選考の結果、アクティブファンド 14 ファンド、スマートベータ 3 ファンドが二次選考に進みました。ちなみにこの中で既存ファンドは 1 ファンドのみでありました。ここから先の説明は赤い横長の野村さんに作っていただいている資料 2-2 を用いて説明させていただきます。

7 ページまでお進みください。株式の選考においては、債券と異なり、ファンドによるスタイルの違いがかなり明確に出ることから、カテゴリー分けをしてカテゴリーごとを選抜を行うとご説明させていただいてきたわけであります。また、一次選考においては、基本的に定量評価によって選考することとしております。したがってどのようなカテゴリー分けをするか、どのカテゴリーに各ファンドを分類するかが、選考結果に大きな影響を与えることになります。

当初想定の基本方針としては、7 ページの 1. に書いてありますとおり、カテゴリー分類は、市場型、グロース、バリュー、その他の 4 分類とすることを想定していたわけですが、2. にお示ししたような想定外の応募状況を踏まえまして、方針の変更を余儀なくされたところでございます。

すなわち市場型の応募数が想定を大きく下回ったこと、バリューについては応募数が想定を上回ったこと、中小型だけれどもグロース的性格も併せ持ち、特性、即ちアルファとか TE 等のパターンが想定したジャンルに当てはまらないファンドが複数見られたこと。それから運用実績データが 10 年間に達しないさまざまな新型ファンドが複数応募してきたといったところでございます。

具体的な対応につきましては、3. でお示ししたとおり、カテゴリーを 1 つ増やしましたほか、各カテゴリーにおける一次選考通過数を当初の想定から変更いたしております。

具体的には、13 ページまでお進みいただきまして、こちらの表の左側の青いほうが当初の想定でございます。右の赤っぽい表が修正版ということになります。一番大きな変化は、カテゴリーを 1 つ増やしたところでございますけれども、そのほかにも応募の少なかった市場型の通過数を減らしたり、逆に数の多かったバリューの通過数を増やしたり、これはバリューについては単に応募が多かったという理由だけではなくて、新カテゴリーまで含めると、グロース的な性格を持つファンドが多くなったことを勘案したものでもございます。そういった形で通過数を変更しております。

なお、その他カテゴリーにつきましては、集中投資型などの新しいタイプのファンドが

幾つかまとまった数応募して参りましたので、そうしたファンドのカテゴリーとしております。これらにつきましては新しい商品であるがゆえにデータ期間が短いのですが、そもそも最低データ期間を5年間に設定したのは、そういった新しいファンドを排除しないためでありまして、また今後の参考のためにこういったカテゴリーのファンドを二次選考に進めて情報収集したいという思惑もございまして、二次選考枠を当初予定から1つふやす形で、各カテゴリーから複数選出することといたしました。

下段のスマートベータにつきましては、アクティブファンドとして応募してきたファンドを、その特性に鑑みて1ファンド、スマートベータとして二次選考に進めました。詳しくは1ページ前の12ページにお示ししてあります。これについては後ほど、野村さんのほうから若干補足をしていただければと思います。

なお、スマートベータに限らずアクティブにおいても、分析の結果、自己申告とは異なるカテゴリーに分類して一次選考を行ったファンドが幾つかあります。すみません。また逆に戻っていただいて、9ページをご覧ください。ファンド数でいきますと、ナンバー4、18、26、27、14になります。これらについては、自己申告と異なるカテゴリーに分類しております。そうした先については、二次ヒアリングの際に、スタイルの定義に関する考え方や今後の運営方針（戦略）についてしっかりと確認していきたいというふうに考えております。

さて、最後に目玉の新カテゴリーについてご説明申し上げます。これらのほとんどはグロースとして自己申告してきた先なわけですけれども、一般的なグロースとは明らかにパフォーマンスに違いがございます。リスク分析を行うと、中小型の性質が強く出ておりまして、その結果、超過収益率もリスク（TE）も高いことになっているハイリスク・ハイリターン型のパフォーマンスを示す形になっております。

10ページのグラフをご覧くださいますと、青色で示される新カテゴリーのファンドは、ピンク色で示される一般のグロースとは明らかに特性が異なることがご覧いただけるかと思います。本来は、中小型グロースというようなタイプを示唆する名称にするべきなのでしょうが、今回は、カテゴリー分類を変更した（増やした）ことを明示する意味で、「新カテゴリー」とさせていただきます。こなれない命名で大変恐縮ですけれども、ご寛恕いただければと思います。実際に採用した場合には、カテゴリーの改名を検討いたしたいと思っております。

最後に今後の日程についてでございます。恐縮ですけれども、最初の1枚紙の中間報告

の裏面をご覧ください。二次選考については、4月下旬までに実施を終えるつもりでありまして、5月中に最終選考を終えたいというふうに考えております。途中経過については、またメール等でご報告をさせていただきまして、5月27日の委員会では、結果を取りまとめてご報告させていただくことができるかというふうに考えております。

とりあえず、私からの説明は以上でございます。恐縮ですが、野村さん、補足説明をお願いできればと思います。

○野村証券 野村証券でございます。応募状況を拝見すると、先ほど理事がご説明いただいたとおり、市場型が少なく従来グロース、バリューに入り切らないような戦略が多かったのかなというところで、具体的にいいますと集中投資であるとか高配当、中小型でグロースやバリューを持っているものが今回かなり応募されてきていて、そういったファンドのカテゴリーということで、今回いろいろ苦勞をしたというところでございます。

スマートベータに関しては、主力カテゴリーである低ボラティリティとファンダメンタルの応募がございましたが、もしかしたらクオリティとかモメンタムといったようなそれ以外のカテゴリーの応募もあるかなと思っていたのですが、結果としては主力の2カテゴリーで収まったというのが我々の印象でございます。以上でございます。

○西川理事 さっきのアクティブでスマートベータ。

○野村証券 資料12ページをご覧くださいと思います。運用機関Wの「ファンド34」でございますが、下のテーブルで一番左の列に概要とか我々がスマートベータと考える3条件、ファクター投資であるか、銘柄分散が図られているか、ルール・ベースの適用かといったところを真ん中の一般的な最小分散戦略、あるいは一番右にありますクオンツアクティブファンド、そういうところと比較しております。

この「ファンド34」に関してはファンド運用概要としては、右上に概念図を載せておりますがCVaRの最小化を目指すファンドであるといったところでございまして、真ん中の最小分散戦略でお示ししております、ポートフォリオの標準偏差の最小化を目指すというところが、CVaRに置きかわっているというような運用概要になっているということでございます。

2つ目のファクター投資であるかというところに関しましては、「低ボラティリティ」ファクタープレミアムを享受するといったところで、ここは最小分散戦略と同様でございます。

その次の銘柄分散が図られているかというところでは、組入銘柄数、100～800

といったところで十分な銘柄分散が図られているというところでございます。

最後のルール・ベースの運用かどうかといったところがポイントになるわけでございますが、「ファンド 34」に関しては CVaR を最小化する最適化を行うといったことございまして、真ん中の最小分散戦略にありますとおり、標準偏差を最小化する最適化を行うといったところと同じルール・ベースの運用であるということです。

一方、一番右側にありますクオンツアクティブファンドに関しましては、低ボラティリティ効果に着目しつつ、その他のバリューとかサイズといったところのファクターも見ながら臨機応変に取りにいくファクターを変えていくといったところであり、ルール・ベースの運用ではないということでございまして、この点を鑑みまして、「ファンド 34」に関しては、一般的な最小分散と同じようなスマートベータに位置付けられるのではないかと、我々のほうでは考えている次第でございます。以上でございます。

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

○中島委員 先ほど西川理事からお話があって、野村さんの資料でいうと 7 ページ 2 のところで、当初想定したものから乖離があったので、それに合わせて幾つか修正を行ったということで、これは全てを網羅することはできないので妥当なことだと思います。

結局そこで何が出てきたかという、先ほどお話があったように「新カテゴリーというカテゴリーを設けたが、実体としてこれは中小型で、規模が小さいグロースファンドの傾向を持っている。なので、本来であれば中小型グロースというカテゴリーにするほうが通りはいいが、今回は当初想定したものと違うことを強調するために、あえてこの名前にした。ただ、採用した後には、名前を更新することについてはやぶさかではない」というお話だったのですけれども、ここも問題ないと思います。

今後のお話ですけれども、私が想定するに、最初想定したのは恐らくサイズに関しては特に頓着しないというか、ニュートラルを目指すというか、分けて考えたりとかはしない。一方で応募をかけると、サイズに関してバイアスを持ったファンド群がある程度入ってきた。これを調整しないと、全体としてフェアな評価ができない。調整したほうがいいということでこういう対応になったと思います。

今後の話ですが、またこういうことが出てくると思います。本来、サイズに関しては、特にポジションというか難しい管理をやるつもりはなかった。ところが募集をかけてみると、サイズに関してバイアスを持った集団がどっと入ってきた。そのたびに新カテゴリー

という名前にするのは如何なものか。標準的な枠組みで考えると、バリュー／グロース以外にもう1つ軸があって、大型／中小型を加えた4象限に分けるのが一般的で、最初から一般的なフレームワークでやっておけば、今回新カテゴリーみたいなことを考える必要はなかったと思う。この点について、今後のことですけれども、どんなふうにお考えなのかお聞かせいただければ。

○西川理事 バリュー、グロース、市場型についてはある程度の数が必要だろうなというもくろみがあるわけです。それ以外のものについてどのくらい来るかというのが正直わからないので、そういう意味ではその他ということにしておいて、もしまとまった何かがあれば、それを別格に分けるか、もしそれしかないのであればそれをその他にしようかということなのだと思います。そういう意味では、また今度名前をどうするかは別として、新カテゴリー的な、当初想定していない1つのジャンルを設ける可能性はあると思っています。

ただ、今外国株式の一次選考をやっている最中なのですが、国内株は割とこのところ中小型が優勢だったので多く来たわけですが、外国株式については、サイズで特徴的な動きをしているというところがあまり入っていないというのが、今のところの印象です。超過収益率の幅を見ても、国内株式の場合は2桁に近いような成績を上げているハイリスク・ハイリターン型のところが結構な数入っていたのですが、外国株式を見る限り、そういったところは1つか2つしか入っていないので、サイズで一カテゴリー立てることにはないのではないかなとは思っています。ただ一般論としていえば、何かしら特徴的なものが集まってきて、それを他の通常のジャンルのものと比較すると、不適切である。入るべきものが入らないとか、特性を比較したほうがいいと思われるのに落としてしまわざるを得ないとか、そういうことが起こり得ると思われたときには、一カテゴリー立てることになるかなと思っております。一般論としていえばそういうことかなと。

○中島委員 今回の件について本質的なことが1つ2つあって、まずとりあえず結果だけ見ると、野村さんの資料の16、17ページで通過したファンドがオレンジで強調してあるのですが、16ページ目にグロースというのがあって、めくって新カテゴリーというのもつまるところグロースだと。

グロースに関して見ると、大体4割ぐらい合格しているというイメージですけれども、バリューに関して見ると、結構いっぱい応募している割にはかなり厳しい一次選考になっている。最終的には二次選考で今度は逆にグロースのほうが厳しい目に遭うと思うのです

が、とりあえず一次選考だけ見ると、グロースに優しくてバリュエに厳しい選考になっている。それはなぜかという、恐らくカテゴリーの追加が1つ大きな原因になっている。何でそうなったかという、サイズを考慮しないカテゴリーごとに単純に TOPIX 対比での超過リターンの良し悪しでランキングして頭から取っていくという方法をとったから。結果、当初想定していなかったサイズの効果の偏りというのが、除外できなくなってしまう。そうすると偏った選考結果になるので、それはよくないということになったのだと思います。

もともとは TOPIX、政策ベンチマークに対する超過リターンで序列化して頭から取っていくというやり方に基本的な問題があった。そうではなく、ある程度スタイル調整をした後の超過リターンでランキングするみたいなものが入っていれば、新しいカテゴリーを作らなくても、中小型バイアスがキャンセルされる形になる。

1つのやり方としては、ランキングの尺度を、TOPIX ないしは政策ベンチマークに対するプラスアルファの平均値ないしはインフォメーションレシオでやるのではなくて、ある程度スタイルバイアスを除いたものでランキングするというものを尺度として入れてあげれば、望まざるスタイルバイアスみたいなものがもし入ってきたとしても、それが上手にキャンセルされるのでいいのではないかと思うのですが、今後そこら辺はどういうふうにお考えなのでしょうか。

かいつまんでいうと、政策ベンチマークではなしに、もう少しスタイル調整した後の超過リターンを尺度に入れてやってあげれば、あえてカテゴリーをどんどん増やしていくみたいなことをせずに済むのではないかということです。

○野村證券 おっしゃるとおり、スタイル調整後のリターンで注目してやるというのも有力な方法でございまして、方針的には両方ともあるのかなと思っています。1つスタイル調整後のリターンの留意点としては、あくまでも回帰分析による結果だということですので、説明変数としたスタイル以外の余計な要素でアルファが影響されている可能性は否定できないということです。特に市場型でいくとアロケーション能力ですね。局面を見てグロースに持っていく、あるいはバリュエに持っていくというようなところも、マネジャーの能力なのかなというようなことも考えましたが、これらを考慮することが出来ません。あとほかの公的年金でのこういった定量スクリーニングのやり方で見ていると、国内株式でいくと TOPIX をベースとしてやるケースが多いのかなといったところでございまして、スタイル調整後で見える方法もあるかなとは思ったのですが、以上の点を考えて、

今回は対 TOPIX での超過リターンを重視する方法で、しかしスタイルの影響を排除すべくカテゴリーをしっかりと分けた上で見ていきたいと思いますということをご提案させていただいた次第です。

先ほどの中小型のお話でいきますと、大体中小型といえばグロース系が多いかなと。中小型バリュースは非常に少ないかなというところがございます、そういう意味でいくと4～6という最終的なファンドの採用を考えると中小型が入って1ファンドかなというところでは。中小型も含めたグロースバリュースのスタイルは中立化しつつ多少サイズファクター、小型株効果というのが安定してリターン源泉になっているということが確認できていますので、多少サイズのところはティルトさせてもいいのかなというところで、今回のようなカテゴリーをご提案させていただいたというところがございます。

○中島委員 今回はそれでいいと思うのですけれども、今後またこんなことが起きた場合、こういうことをやろうとした場合というのは、今回と同じようなアプローチになるのか。それとももう少しある程度今回の経験を踏まえて、柔軟な尺度ないしはやり方を考えておられるのかというそこら辺は。

○野村証券 両方あるかなと思っております。先ほど西川理事からご説明があった、外国株式のほうの応募状況ですが、国内株式は先ほどお話ししたとおり、集中株であるとか高配当とか ESG とか、新しくここ数年でできたような戦略のファンドが応募してきたのですが、外国株式は国が複数にまたがっているということもございまして、サイズに関しては大型株のファンドがほぼ大半であり、また国内株式で出てきた新カテゴリーというか新戦略的なものが見られず、いわゆる市場型／グロース／バリュースに分類されるオーソドックスなファンドではほぼ占められたかなという印象です。

今回の応募状況を踏まえて私が考えているのは、外国株では中小型のカテゴリーは設ける必要はないかなと。すみません。外国株式の議論はこれからであり、ちょっと前出しになってしまうのですがそういうふうにご検討いただいております、オーソドックスな外国株式の応募状況等を考えれば、国内株ほど複雑なことを考える必要は、現状ないのかなというふうにご検討している次第です。

ただ、そういうふうにご指摘いただいたようなやり方も1つの方法としてはあるかなと思っております。

○西川理事 できるだけ中長期、長い期間で比較する、あるいはカテゴリーごとに比較するという方針は、スタイルの特性の影響を排除することが一つの目的なので、その部分を

スタイル調整後で比較することで代替する、というご意見ですね。それは理解できるのですが、収益率以外の、リスク水準、IR 等も勘案する必要があるので、スタイル調整後の収益率だけで一律に比較するというのは如何なものかと思われます。そうした意味では、同じリスク特性を持つもの同士で収益率を比較するという方式は、それなりにメイクセンスだと思うのですが…。両方見ていくことはありだと思います。

○村上委員長 今の中島委員からのお話でいろいろな観点でさまざまなデータを見てみるというのは、それなりに意味のあることではないかと思います。一方で、データ上からは例えば中小型グロースにみなせるようなファンドが何ファンドか出てきていますが、こういうものは最初からサイズコントロールを戦略的に行おうとしているファンドというものもあるかと思います。運用戦略としてそれが本当に継続される戦略なのかどうかという観点にも照らさなければならぬところがあるのかなと思います。

過去5年ないし10年はたまたまそうになっていたかもしれないということも含めて、後解釈で分析した数字というのはなかなか難しいところがありますね。スタイルインデックスを最初から意識して運用しているファンドであれば、それで評価されていいということになるのだと思いますけれども、そのようなところも勘案しなければならない。数字をいろいろ出してみるということは、それなりに示唆するところはあると思います。そのように思うのですが、いかがでしょうか。

○野村證券 そういった観点で申し上げますと、新カテゴリーのファンドはファンド概要とか応募資料とかを拝見すると、ベンチマークに関してはTOPIXにしているものが多かった。今回はそういうような募集の仕方にしたということもございまして、運用機関もそれにアジャストしてきた可能性もあります。このようなファンドについては数字をいろいろ見てみる、あとはそういった簡単な運用概要等の説明を見て、ある程度意図して中小型を投資対象としているのかなということも合せて確認するというところでございます。

グロースと新カテゴリー（中小型グロース）を分けたもう1つの狙いとしては、これを1つのグロースとしてスクリーニングを行いますと、小型のサイズ効果で中小型グロースが全部上位に来て、大型のグロースがみんな下位となって入ってこないということを懸念しました。そういったサイズ効果で上乗せされるファンドばかりにならないようなバランスよくファンドを選んでいくという観点から今回は分けさせていただいたというところでございます。

○中島委員 意図は非常によくわかるので、最初の意図の立て方というか、7ページ目の

ところで市場型、バリュー、グロース、その他の4つに分類してその中で平均値のいい先を頭から取っていきますという非常に大ざっぱな構想しかなかった。一方、「各カテゴリー内でスタイルとかファクターに関して特定のティルトが複数あった場合は、それを別カテゴリーとして扱う」みたいなことを注意書きで書いておけば、新カテゴリーみたいな非常に抽象的な名前でもなくともうちょっと具体的な名前を付けた議論ができる。最初がちょっとゆるかったかなと思う。「応募受付後に何かあった場合は、しかるべき措置をとります」と書いておけば、メールのやり取りみたいなことがなくて済んだと思いますので、今後はそうしていただいたほうがいいかもしれないというのが私の意見です。

○村上委員長　ありがとうございます。

○徳島委員長代理　今回の選考過程に関しては、これまでに十分申し上げましたので、特に何も申し上げることはございません。ところで、国内株式のアクティブ運用に関して、なぜ事前に想定していた「市場型」、「グロース」、「バリュー」、「その他」という区分が上手く効かないようになったのでしょうか。なぜ「市場型」の応募数が少なく、「バリュー」が多くて本来「その他」に分類された中小型のグロース系が多かったのでしょうか。これは今のアクティブ運用マーケット全体が変化しているのでしょうか。それとも、何かたまたま今回の当機構の募集内容に照らしたら、そういったファンドが応募しやすかったのでしょうか。そのような傾向をもしご存じだったら教えていただけたらと思います。

○野村証券　これは完全に私の guess というか私見になるのですが、市場型はオーソドックスな15年ぐらいの歴史のあるファンドとなると、どうしてもパフォーマンス的に、特に公的年金の一次スクリーニングとなると、超過収益で足切りされるよねというのは運用機関さんもわかっていますので、そうなりますと彼らのコアファンド、基幹ファンドである市場型のファンドというのはなかなか応募しづらかったかなというところですね。まずパフォーマンスありきで中小型であるとか集中株、このあたりはトラックが短いがゆえに直近の環境に乗れたような部分もあって、パフォーマンスの見栄えのいいものが多かったというところがありますので、古くからラインアップにある基幹ファンドでなく、新しく出てきたものをあえて出してきたのかなという背景はあったのかなと思っています。

○徳島委員長代理　つまり、今回は過去のパフォーマンスを5年と10年で見るという判断をしたのですが、もう少しちょっと長い期間を見るときにおけば、「市場型」がもう少し入ってきたのかもしれないですね。あくまでも結果論ですけども。

○中島委員　今徳島さんがおっしゃったのは私もそのとおりだなと思って、こちらの意図

が応募する側にうまく伝わっているかどうかというのがある。向こうが付度して、市場型はちょっとパフォーマンスが悪いからやめておこうというのは、機構さんの当初の意思とは違うリアクションだと思う。

本来のこちら側の意図を応募側にきちんと伝えるためには、ディスクリプションというお話がありましたけれども、どういう仕様書にすればいいのかという問題。先ほど guess という推測の話がありましたけれども、そういうご推測であるのであれば、「評価はカテゴリー別にやるので、カテゴリー自体が冴えなくてもそれはそれでいいのだよ」というのが、応募側に伝わるようなディスクリプション、応募要項を工夫すればいいのかなと思うのですけれども、そこら辺はどうでしょうか。

○野村証券 おっしゃるとおりでございまして、ほかの公的さんの事例でいくと、特にバリューファンドの応募が少ないということもございまして、特に外国株のケースだとバリューファンドでファンドを探していますとか。今回のケースでいくと、後講釈になりますけれども具体的にカテゴリーを示して市場型、グロース、バリュー、中小型といったところと、あとその他のような、それらのカテゴリーに入らないものからもファンドを選ぼうとしていますということを書くことは可能だったかとは思いますが、今回幅広にゼロからの見直しということもありまして、カテゴリーも運用機関さんがお勧めのファンドを見て柔軟に対応していくというやり方もあったかなというところもございまして、最初の仕様書の段階では縛らなかったというところがございます。

おっしゃるとおり、ほかの公的さんの例ではそういうような具体的なマネスト見直しの目的があります。今回のような全体的なゼロからの見直しということはほとんどなく、既存のバリューファンドが苦戦しているので、バリューファンドに応募してもらわないと何も始まらないということもあって、具体的に仕様書に書かれたというような背景もあったと思います。

○西川理事 あえていえば市場型の応募数の予定というのは、そうあるべきだと思ってそうしていたわけでもなくて、恐らくそうなるだろうという予想を基に設定したもので、これだけの市場型の応募数がなくては困ると思っていたわけではないのです。そういう意味で、もともと市場型が多数来るように誘導するような形の応募を必要もなかったということなのだと思います。

○中島委員 それはわかるのですが、先ほど話が出たのは応募側が付度をして、直近のパフォーマンスで判断されるだろうということで特定カテゴリーの応募が減ってしま

ったのであれば、これはある意味ちょっと残念なことだと思います。なので、その残念にならないような工夫がもうちょっとあったほうがいいかなという。

○西川理事 15年で決めますと言ってしまうと、今度は5年という新しいのが入ってこななくなってしまうので、そこは悩ましいところです。

○中島委員 いろいろ工夫の仕方はあると思うのですけれども。

○村上委員長 その場合、15年も見ますという形では…。10年、5年の3つを見て評価しますということで。

いかがでしょうか。

○中島委員 これは各カテゴリーごとに大体何ファンドずつ取るというのは、応募側に情報は行っているのでしょうか。

○西川理事 それはないです。

○中島委員 そういのが行っていれば、「市場型に相当数の採用枠があるのだったら、同カテゴリーの直近のパフォーマンスが冴えなくても市場型で応募しよう」というのがあったかもしれないですね。そこら辺は恐らく今後の課題ということで検討していただければ。

○稲垣委員 今の議論については私もそのとおりだと思うのですが、細かいことで1つ。17ページのスクリーニングの結果でアクティブからスマートベータに今回入れかえをした先ほどのファンド34ですが、超過収益と超過収益報酬控除後の数値から報酬率をみると25ベーススとなっています。この数値は他のスマートベータが大体十数ベーススぐらいですから、大分高いなという感じがしています。こういうのは二次審査の中で個別に折衝はできるのですか。

○西川理事 報酬率については、最終選考の前に再度提出してもらって、それで最終的に決まりますので、これは最初の言い値の部分ということです。もし我々がここと第二次面接をやって、そこでおたくの場合はスマートベータ扱いですよということについて先方の合意が得られれば、報酬率の見直しをお願いするということにはなると思います。

○稲垣委員 報酬率は、選考する上ではすごく重要な要素になると思いましたが、そういった部分も見ておいた方がいいかなと思いました。

○村上委員長 このファンドについては12ページにも説明がございすけれども、スマートベータに準じて扱う、という「準じて」というのがなかなか微妙なところだと思います。結局スマートベータというのは、あらかじめ用意されている指数に連動するファンドなの

で、パッシブファンドに近い。テクニカル的にはそういうことなのだと思いますが、このファンドは一応クオンツアクティブということで、運用機関は独自のクオンツ戦略のつもりでいるわけですね。そのところがなかなか微妙です。こちらから見ると同類のカテゴリーでいいかといっているながら、そのあたりについてどのように整理したらいいか、また先方との話の中で詰めていただくということです。

また私から意見を挟みましてすみません。よろしいでしょうか。

ほかに何かございますでしょうか。この机上配布資料については、何かコメントしますか。

○西川理事 机上配布させていただいた、「応募ファンドの超過収益率の統計的有意性」という1枚紙をご覧くださいだと思います(※)。これは委員長からご提案をいただきまして、各ファンドの超過収益率の実績が統計的に有意かどうかというのを、t検定で野村さんに計算していただいたものであります。

【※ 議事録注】

上記の机上配布資料は、算出方法に誤りがあり、記載数値にも重大な誤りがあった(例えば、良い実績のファンドほど数値が悪くなる)。このため、本資料に基づく以下の議論はミスリードされたものである点に注意が必要である。なお、本資料の誤りと議論のミスリードの原因と改善策については、次回以降の委員会では取り上げる予定である。

一般的にいうと、この数字が2より上であれば有意であるという話になるのですが、結果を見ると結構悲惨でありまして、5年でやってようやく2を超えるのが1つだけ、ファンド40です。それ以外のところはみんな2を下回っている。いわんや10年になってしまうと惨たんたる結果ということで、なかなかアクティブファンドが確実に収益をとるのは難しいという意味なのかなという気がいたします。

なのでこれをそのまま受け取ってしまうと、そもそもアクティブファンドをやる意味があるのかみたいな話になってしまうので、そうではなくて、これはやはり定性分析が重要なのだろうなというふうに読みたいなと思っております。

ただ、応募したところを全部面接するわけにもいきませんので、一次選考についてはそういった中で次善の策としていろいろな角度からチェックした上で足切りを行いますということで、二次選考以降では主に定性分析のほうから選考していくという方針を、改めて

これを見て確認したというふうに思っております。以上です。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○中島委員 この資料がどういう意図で出てきたかいまひとつよくわからないのですけれども、まず統計的有意性については、特にとやかく言う必要はないと思います。恐らく単純に TOPIX に対する超過リターンでやっているのようになって、野村さんの資料の 28 ページ目、ここで 2 つの超過収益率があって、1 つは単純に TOPIX との引き算ではなくて、TOPIX への感応度がどのくらいあるかを考えてやったものと、よく使われているファーマ=フレンチ型の 3 ファクターモデルでの結果が記されている。特にファーマ=フレンチ型の 3 ファクターモデルの超過リターンで見ると、恐らく統計的有意性。t 値が 2 以上のものが相当出てくると思います。

何で机上配布資料がこんなかわいそうな数字になったかということ、本来狙っていないリスクまで含めて全部がちゃがちゃ入っている、分母が大きくなったから数字が悪くなったというのが 1 つある。ここら辺も先ほどお話が出たように、ある程度スタイルとかファクターを調整してみても必要があるのではないかという話に繋がる。t 値が低いから定量分析が意味がないかということ、今言ったようにファクターとか何とかスタイルを調整してあげると、もう少し意味のある議論ができるのではないですかということです。

むしろこの表であれっと思うのは、ほぼ全てにおいて 5 年より 10 年のほうが数字が悪くなっているというか、0 に近づいているということです。本来の統計的な検定だと、期間が長くなるとこの数字が上がる傾向があります。なので本来であれば、各ファンドが持っているポテンシャルが全て同じなのであれば、大体 5 年より 10 年のほうが数字が大きくなる傾向が本来は生じるはずにもかかわらず、全て逆になっているという点はむしろ注意が必要かなと。

これは何を意味しているかということ、1 つは過去 10 年から過去 5 年の 5 年間で全てのアクティブファンドに関して非常に逆風が吹いた期間であった。それは 1 つの仮説ですがけれども、逆に言うと悲しい話で、どんなにアクティブファンドで分散してもだめなときはだめなのということなので、何のためにマネジャー・ストラクチャーなんかやっているのかということになってしまう。

別の仮説として考えられるのはバイアスですね。直近の成績がいいファンドを押してくるというか応募してくるファンドが多いのかもしれない。したがってより昔のほうはどちらかというと、ないがしろにされているというか、あまり見ないだろうというふうに思わ

れている。そんな傾向があるとも考えられます。

逆に言うと、いいところばかり集めているので、むしろ本当だったらもっと華々しい数字になると思うのですけれども…。

なお、この手の分析は横並びで見る話ではないというのは、あらかじめ注意しておいたほうが良い。例えばサイコロが10個あって、6の目が出たサイコロが一番いいサイコロだと思って、次に振るときはその6の目が出たサイコロを振るのは合理的か。たまたま出たやつがいいやつばかりを集めてきてその中で議論をしてしまうと、全体的に数字が上がってしまうというバイアスがある。見方としてはこの手のt値というのは、横並びで比較するのではなく、各ファンドを個々で見るときに使う指標だという点は注意が必要かなと思います。

ということで10年が低いというのはどう考えるのですかね。

○野村証券 中島委員がおっしゃるように、私もそのように考えています。投資環境の差というところとやはり5年だけしか出てきていないファンドが多かったことにも代表されると、直近のパフォーマンスに重点が置かれた応募だったというようなところがあるのではないかなと思います。

○中島委員 応募するには、メインは10年を見ますということを言っているのですか。

○野村証券 そこは出していないです。

○中島委員 だからこういうふうになっているのですね。わかりました。

○村上委員長 5年ぐらいのタームで大分環境が違うということもあるのですね。そういう見方もできないことはない。

○中島委員 それにしては横並びで全部というのは…。5年刻みで環境が違うというのですと、その解釈だと、ある環境のもとで全てのアクティブファンドが成績がよくなるということになってしまう。

先ほど言ったように、応募書の書き方を今後もう少し工夫というか、改善する余地があるのかなと、今お話を伺っていて思いました。

○稲垣委員 10年というと。

○西川理事 最低5年をとる言い方をしています。15年までくださいという言い方をしているので、長く見ますというのはわかると思うのですけれども。

○稲垣委員 機構さんとしては10年を基準としていた記憶があるのですが。

○西川理事 はい。私どもの評価は、10年を中心にしています。

○村上委員長 よろしいでしょうか。この点はそのようなことで、先ほど西川理事からお話がありましたように、定性評価のところではいろいろ重点を置いてやっていただきたい。

【議事録注】

机上配布資料に基づくここまでの議論は、同資料の誤った数値に基づくものであり、ミスリードされたものである。

少々時間が押していますが、ほかにご質問、ご意見等がなければ、「外国株式委託先の公募に対する応募状況について」のご報告をお願いします。

○西川理事 資料2-3をご覧ください。1枚めくりいただきまして右上の小さな表をご覧くださいだと思います。アクティブファンドが48ファンド、スマートベータは7ファンドでございます。

自己申告カテゴリーの内訳を見ますと、今回は市場型がそれなりに集まっております。18ファンド来ておりまして、スマートベータについては、低ボラティリティのタイプのみの応募となっています。現在カテゴリー分けについて検討中でございますので、案ができたところでまたご報告させていただきたいと思っております。

なお、外国株式の日程につきましては来週中を目処に一次選考を終えまして、6月に二次選考、7月に最終選考といった見通し、計画を立てております。以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。

それでは、ただいまのご説明について、ご質問、ご意見等ございますでしょうか。

○中島委員 国内株式の選考で、市場型、バリュー、グロース、その他の4つにしますというのは、応募が来る前に決めたのでしょうか。それとも応募が来てから。

○西川理事 応募が来る前に決めました。

○中島委員 今回は応募が来てから、そこら辺を決めるということですか。

○西川理事 当初の枠組みとしては国内株式と同様、市場、グロース、バリュー、その他という分類にしています。

○中島委員 外株もこれでいこうという話でしたか。すみません。忘れてしまっていました。

○西川理事 同じような格好でやらせていただいています。

○中島委員 だから外株についても既にこれでいくという大枠が決まっているということ

ですね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。したがって、応募内容をよく精査した上で、カテゴリーをふやす必要があるかどうかというのをまた検討したいということです。

○中島委員 それに従ってマネジャーさんは、この4つのうちのどれかという自己申告をそれぞれされている。

○西川理事 おっしゃるとおりです。

○中島委員 わかりました。今回は見た感じもこれ以上細かい分類は必要なさそうかどうかですか。

○西川理事 ひょっとするとその他を分ける必要があるかもしれません。ちょっとまだ十分に精査出来ておりませんのでこの場で断言は出来ません。

ただ、国内株のときのような中小型で非常に高い収益率を上げているようなところはないということではあります。それなりに性格の違うファンドが集まってきておりますので、2つに分けるということが必要になる可能性はあると思っています。

○村上委員長 スマートベータの応募は、揃って低ボラだけなのですね。外国株式はこのようなマネジャーの傾向なのでしょうか。

○野村証券 インデックス自体はむしろ外国株のほうが、提案というかインデックスベンダーがたくさん出ているのですけれども、やはり公的年金を中心とする国内年金での実績、ここが外国株のスマートベータは、国内株に比べてかなり遅れているというところもあって、カテゴリーでみてもファンダメンタルはなく低ボラだけになってしまったのかなということかと思います。ファンダメンタルがあっても全然不思議ではなかったのですけれども今回はなかった。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。

それではほかにご質問ご意見がなければ、「マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について」は、運用委員会として報告を了承することといたします。

それではこの方向に基づいて、ご選考のほうはよろしく願いいたします。

野村さん、ありがとうございました。

(3) 「資産運用における社会的に優良な企業への投資」に係る検討結果について

○村上委員長 それでは次の議題に移ります。議題3の「資産運用における社会的に優良な企業への投資」に係る検討結果についてです。事務局からご説明をお願いします。

○西川理事 資料3、横長の資料をご覧ください。まず1枚おめくりいただきまして2ページをご覧くださいますと、「社会的に優良な企業への投資を行うことで、労働環境の改善及び雇用の安定に寄与する仕組み」の検討及び実施と申しますのは、当機構が現第4期中期計画におきまして、厚生労働大臣に設定していただいております中期目標の一部であり、それを受けた平成30事業年度計画における課題でもあります。2ページにそれを具体的にお示したところでございます。

上の中期目標と書いてあるのが、本件に関する抜粋部分、下段の段落が30事業年度計画における当該部分の抜粋でございます。

「GPIF等がやっている“S要素に注目したESG投資”を機構でもやれないか」ということを一般化して言うところなるわけですがけれども、当機構は積立型基金でございましてもっぱら受益者の利益のみを勘案すべきであるという、フィデューシャリー・デューティーの制約がより強い形でありますので、「安全かつ効率的な運用を害しない範囲内で」、あるいは「可能な場合は」といった但し書きがくっ付いているということでございます。

そうした中、当機構としては専門家を招いての意見交換会や外部セミナーへの参加、さらにはコンサルタントを通じて情報収集に努めて参ったところであります。また、そうした調査結果等を踏まえまして、当委員会におきましても、国内株式のマネストについてご審議いただきました折、委員の皆様からESG投資への取り組み方針についてご意見を頂戴したところでございます。

この報告書は、そうした情報収集・検討の過程・内容と、検討の結果についてまとめたものでございます。提出先をどうするかについては、これから勤生課さんのほうとご相談させていただければというふうに思っております。

4ページをご覧くださいますと、こちらに調査・検討結果を踏まえた、ESG投資全般に関する現状認識をまとめさせていただいています。ESG投資の目的や投資方法がまだ固まり切っていないことや、収益性については評価が一致していないこと、そうした中、本邦におけるESG投資は、ここ1、2年で急増しているものの、大宗はエンゲージメントや議決権行使等既存の投資をESG投資に評価替えしたものであること、あるいはエンゲージメントもESGに係るものはまだ限定的であって、特にS要素に係るものは少ないことなどを列挙させていただいております。

この後の後ろの方の7ページ以降、別紙が何枚も続いているわけですがけれども、この一連の別紙群につきましては、今申し上げたような認識の根拠となる資料をお示したもので

ございます。いずれも既に資産運用委員会の方でご覧いただいたことのある資料やその改編版でございますので、個別の説明はとりあえず省略させていただきたいと思います。

1 ページお進みいただいて 5 ページでございます。そうした認識を踏まえ、社会的に優良な企業への投資を行うに際しての、当機構の問題意識と取り組み方針をまとめたものです。当機構が求められているのは、“労働環境の改善及び雇用の安定に寄与する” ような“社会的に優良な企業への投資” を、フィデューシャリー・デューティーに反しない形で行うことですが、近年の社会情勢を勘案すると、これは可能ではないかというふうに考えております。

すなわち、経営資源の中で人的資源の希少性が高くなっている中、例えば働き方改革とか教育等の人的資源への投資といったものによって良好な労働環境を実現し、人的資源を集められる、活用できる企業は、将来的な持続性も高くなると考えられますので、そういった面に注目した投資というのは中長期的にはフィデューシャリー・デューティーに反しない投資になるものというふうに考えられます。

ただ、投資方法については、ESG 投資の収益性に関する調査・研究がまだ発展途上にあつて、特に社会的要素については事例も限られているため、特定のファンドへの新規投資や投資回収といったインベストメントやダイベストメントといったものについては、当面、調査・研究の状況を見定める必要があるものというふうに考えております。したがって、当面はエンゲージメントや議決権行使の活用で社会的に優良な企業への投資を実施していくことが適当と考えております。この点については、当委員会でもご賛同をいただいているところです。

その実施方法でございますけれども、具体的には、公的機関のアセットオーナーとして、運用委託機関とのエンゲージメントにおいて、労働環境改善の重要性について発信していくこととなりますが、厚生労働省の政策体系の中で、中小企業の従業員の福祉の増進と中小企業の振興に寄与することを目的に掲げる当機構といたしましては、中小企業とその従業員を意識した投資活動を行えば、当機構の存在意義にかなう、より望ましいというふうに考えるところでございます。

この点についても、中小企業の存在が不可欠な我が国のサプライチェーン構造と、そこで深刻化している人手不足問題等を勘案すれば、大企業のみならず下請け企業群まで労働環境改善の輪を広げることの重要性を強調していくことは、大企業の持続性向上にも寄与し、フィデューシャリー・デューティーにもかなうことなのではないかというふうに考え

ているところでございます。

さらにいえば、本邦企業の持続性を向上させることは、本邦資本市場の成長路線の構築にも寄与し、ひいては年金等の資産運用成績向上を通して勤労者の老後の生活の安定にも資することが期待されるところと思っております。

したがって、当機構としては、本邦企業の経営における社会的な要素の重要性を、運用委託機関等とのエンゲージメント等を通じ発信していくことで、中小企業の退職金資金をお預かりして運用し、確実にお支払いするという執行機関であることにとどまらず、労働環境改善の動きが中小企業まで波及することを促すことはもとより、公的な機関投資家として本邦資本市場の本質的な成長路線の構築に貢献し、年金等の資産運用を通して勤労者の老後の生活の安定にも資することを目指したいというふうに考えているところでございます。

6 ページにお進みいただいて、具体的実施方法です。こちらでは、エンゲージメントを重層的に実施することの重要性を強調したような書き方になっております。これにつきましては、スチュワードシップ活動報告会やマネストの面接時に、ファンドマネジャークラスに ESG 投資の話を聞くと、やはり現場の関心は短期的な収益性に集中しがちで、ESG 担当部署によるエンゲージメントでも S 要素はほとんど取り上げられていないというのが実情であることがわかります。また、ESG をテーマに取り上げたファンドも出てきてはおりますが、やはり短期的なアルファ獲得を目指すものが多くなっているように受け止めておりまして、私どもの目指す中長期的な ESG 投資とはやや違うのかなという印象も持っています。

したがって、サプライチェーンまで含めた広い視野、あるいは中長期的な視点に立った問題意識を共有し、実効的なエンゲージメントを行うためには、運用機関のトップとエンゲージメントを実施する必要があると考える次第であります。

さらに、こうした働きかけは、定期的・継続的に実施する必要があると考えております。トップの方々の時間をいただくのはかなり大変なのですが、比較的早めをお願いをしたこともあり、既にこれまでに実施した先からは毎年 1 回の面談について、ご了解を得ているところです。別紙 6 という縦型の 1 枚紙がございますけれども、この裏面に計画というところがあります。既にこの中に盛り込んだような格好になっておりますが、一過性でないこういった取り組みをまずは作り上げることができたと考えております。

いずれにいたしましても、本件は単に年度計画上の宿題を片付けるということではなく

て、資産運用を通じて、我が機構の設立目的をより戦略的に達成していくことを可能にする取り組みだというふうに考えておりますので、今後も調査・研究を続けつつ、継続的に取り組んで参りたいと考えております。とりあえず、私からのご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、ただいまのご報告についてご質問、ご意見がありますでしょうか。

いかがでしょうか。

私のほうから少々述べさせていただきます。フィデューシャリー・デューティーの観点から資産運用上不利となる判断とか選択はできないというようなことも、この資料の組み立ての中にあるのですが、そもそも PRI というものの成り立ちというか、そこを原点に遡って見ておくというのが必要なのではという感じがしています。そのあたりについては、もともと 2006 年、PRI が公表された当時の国連事務総長であったアナン氏の演説内容を見ますと、持続可能な成長をもたらす世界を作るために、そういうことに努力しようとしている企業はたくさんあるけれども、金融面での支援というのが足りていないので、そのところがきちんとサポートできて、結局投資家がそのようなことに関する全てのリスクや機会を評価できる枠組みをきちんと提供していくことによって、そういう世界が実現できるのだということで、特に銘柄をピックアップして投資しろとかそういうことを精神としているわけではない。メッセージとしては、そういうことを十分考慮した上で、そういうことに対しての評価も含めた上で投資を行うということが、持続可能な成長をもたらす社会に結びついていくというような内容であったと思います。

ですから本来は何で評価されるべきかといったら、そのような社会の実現に向かって投資行動が結果をもたらす方向に向いているかどうかということが本来は評価の軸であって、ベンチマークに対して超過収益が得られるとかそういう次元の話をしているわけではないというのが、このこと本来だと思うのです。

超過収益が得られる、得られないという議論は多少運用業界のビジネス的な中に巻き込まれた議論ではないかと私は思っております。むしろ長い目で見れば、そのような社会の意向を踏まえた企業というのは適者生存で、そういう意味で、長期的なパフォーマンスにも影響し得るということなのだと思います。そのように解釈して、もう少々大所高所からの考え方で、我々は方針を考えていくのだというようにしたほうがいいのではないかと考えています。こここのところも議論を詰めないといけないところかなと思っています。

6 ページにある結論は、これでよろしいのではないかと考えています。以降の議論の中ではそのような点も踏まえて考えていく必要があると考えます。

○水野理事長 多分これがいきなり出ているので、そういうふうに取りれたかもしれませんが、私どももそういう問題意識です。したがって只今現在では、ESG ファンドに飛び付くつもりはないということを言っています。もっと中長期的に本来の持続可能性という視点で取り組みたいと思っています。去年の7月ぐらいから、アセットマネージャーの親会社のトップと1時間ずつ話をしましたが、親会社のトップの方達は本来の趣旨をわかっているし、我々の考え方に共感もして頂きました。ところがその後、事務レベルとのスチュワードシップをやり、今回マネジャー・ストラクチャーをやると、子会社のアセット会社の方たちの言っているエンゲージメントというのは、私の目指しているエンゲージメントとは違うのではないかと感じました。アクティブのアセットマネージャーのエンゲージメントは、「社会的に優良な企業への投資」の一環というより、基本的にはアルファを取るためにやっている訳です。ただ、それはアセットマネージャーとしては当たり前のことではないのか、とも思います。

断定的なことは言えませんが、アセット子会社の社長さんは収益責任を負っているので、どうしてもそういう行動になりかねない。例えばガバナンスについていっても、ガバナンスに問題があるところは、アクティブで買っていないことが多いので、我々は買っていないからエンゲージメント対象外という答えが来る。そういう面でいうと、アセット子会社の社長さんではなくて、資源配分権限を持っている、親会社のトップに持続可能な成長を促すようなエンゲージメントにも、軸足を置ける様な資源投入をする方向なのかについての確認をしつつ、本来の趣旨へ仕向けていく、そういう話をする訳です。それこそまさに民間でもできなくはないが、優先順位からいうと、おざなりになりがちなことを、我々みたいな公的機関の機関投資家がもっと発信をして促していくという事だと思います。

そう考えて行くと、最後に行き着くところはパッシブに於けるエンゲージメントになってくると思うのです。ただ、これはもうちょっとテーマが重いので、より研究を重ねた上でやりたいというのがこのレポートの趣旨であります。多分委員長がおっしゃったこととほとんど同じではないかと思っています。

○村上委員長 ありがとうございます。

○徳島委員長代理 2月にヨーロッパに行って、いろいろ ESG に関して欧米の方々ともいろいろ議論をしてきたのですが、今委員長と理事長が言われているとおり、一番大事なの

はアセットオーナーであって、必ずしもアセットマネージャーではないのだと。アセットオーナーが受益者のためを思って取組むことが ESG のスタート地点であり、アセットオーナーが ESG 投資を推進するために、アセットマネージャーの皆さんは、ESG 投資の形を作ることにより一生懸命注力されていらっしゃる。それ自体が決して悪いことではないのですが、根元がどこにあるかを意識する必要があると思います。

今回調査して来た認識としては、日本はやはりアメリカ、ヨーロッパから見れば取組が 10 年以上遅れている感じです。その辺りについていろいろ意見を聞いてきたのですが、例えばアセットマネージャーが ESG の分析組織を作っているとか、エンゲージメントの対応チームを作っているというのは、将来的には要らなくなるべきだという主張がありました。それらが自然に全部の運用スキームの中に織り込まれていったら、ESG 投資やエンゲージメントは当然のことになるので、そう言った取組みだけで運用者が評価されるということとはなくなるはずのものです。ただし、それは今ではなく、もう少し未来の姿の話だと考えているといわれました。特に日本の場合、はさらに将来の話になると思っています。

今回提示されているペーパーの中でも、特にこちらの機構の存在意義を考えると、S の要素はすごく大きな意味があると思います。日本の ESG の中では、ヨーロッパもそうですが、割と E と G に取組の偏っている傾向があります。特に、E は外から見えやすいものです。最近のヨーロッパの ESG に関する議論の中では、気候変動への対応といった話がどんどん出てきます。それはあくまでも E の一部であると思っていますし、G に関しては議決権とかガバナンスの話というのでやはり外から見えやすいものです。こちらの機構の存在意義を考えると、やはり S が大事な観点になると思っていますので、今回の方向性に関して全く違和感はありません。こちらの機構から、どんな形かわかりませんが、発信を続けていかれることが、対世論もあるし、また、対アセットマネージャーということもあると思いますが、何らかの形で ESG に対する考えをお伝えいただくことで、日本の運用業界に対する貢献ができるのではないかと考えております。

○村上委員長 ありがとうございます。

ほかにこの件に関して何かございますか。よろしいでしょうか。

ほかにご質問ご意見がなければ、「資産運用における社会的に優良な企業への投資」に関する検討結果については、運用委員会として報告を了承することといたします。

(4) その他

○村上委員長 それでは次の議題に移ります。議題４、資料４－１「外国債券運用における投資対象債券の選定について」です。事務局からご説明をお願いいたします。

○西川理事 資料４－１をご覧ください。以前に、運用委託先の投資対象商品は、基本方針のほか、ガイドラインや個別指導など多層的に決めているとご説明いたしまして、今後は、できるだけガイドラインに明記することとし、ガイドラインの内容については当委員会でご審議いただくこととしたいと申し上げたところであります。

ガイドラインについては、マネスト終了までに現在のものから改訂したいと考えておりますが、それまでの間は、ガイドラインに記載することになるとされるルールを決める際には、当委員会でご報告し、ご審議をいただくことといたしたいと思います。本日は、外国債券における資産担保証券の扱いについて、ご意見をいただきたいと思います。本日は、外国債券における資産担保証券の扱いについて、ご意見をいただきたいと思います。

外国債券の運用委託先募集についてご審議いただきました際、外国債券については、BBGAの組入対象であって当機構の格付基準を満たすものは、自動的に投資対象として認めている旨ご説明をしたところであります。

問題は、BBGAの組入対象になっていない債券の扱いです。特に資産担保証券については、比較的新しい商品ということもありますが、格付基準を満たしていても安心できない場合が少なからずありそうなので、エージェンシーMBSやカバードボンドのような信用力の高いものを除き、基本的に個別相談とすることにしたいというふうに考えております。

資料４－１には、過去のAA格の資産担保証券における格落ちの動向を参考でお示ししてございますけれども、AA格では、それなりに格落ちや最終的にデフォルトに至ったものが存在していることがご覧いただけるかというふうに思います。今回、新しいガイドラインについては、いずれ取りまとめてご相談することを予定しております。本日このタイミングでご相談いたしましたのは、新規の委託先からBBGAの組入対象になっていない資産担保証券の購入可否について問い合わせがあったためでございます。

具体的には、（ご参考）として記載しております英国RMBS（UKプライム）です。本件については、商品性、デフォルト確率等に鑑みて認めて問題ないと思っておるわけですが、常にこうした信用力の高い商品が持ち出されてくるとは限りませんので、当面は慎重に対応したいというふうに考えているところでございます。

規定上は格付基準しかありませんので、実際の運用が規定と若干離れた形になりますけれども、ガイドラインに明確に盛り込んだ上で、そういった運用をしていきたいというふうに考えておりますので、この点についてご意見を賜ればというふうに思っております。

ご説明は以上です。

○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、ご意見はございますでしょうか。

○徳島委員長代理 基本的な方向性に関して異論はないのですが、運用会社と事前協議をされたときにどこまで特徴や問題点が理解できているのかというところ、機構のリスク管理チームが本当にわかっていらっしゃるのかどうかとか、やや危惧をいたします。エージェンシーMBS とかカバードボンドなど割と制度的に形が決まっていたり、何らかのギャランティがついているものであれば、懸念は小さいと思うのですが、それ以外のものについて事前協議された場合に、運用会社が言うことに対して反論できるかどうか、懸念を持ちます。

今回例として挙げていらっしゃる UK プライムの RMBS だったらいいのかなという肌感覚はあるのですが、中身を全然見ずに感覚で申し上げるしか出来ません。運用会社との事前協議が本当に機能するのか、しっかり勉強して機能させてくださいというしかありません。

○西川理事 努めさせていただきますとしか言いようがないのですけれども、もちろん引き続きコンサルも雇っておりますので、相談しながら間違いのない判断をするようにしたいというふうに思っております。また、メール等でご相談させていただくこともあると思いますので、よろしくお願いいたします。

○稲垣委員 前にもガイドラインを議論したいという話があったと思うのですが、今のガイドラインというのは、1 ページ一番上にあるように、国債～A以上、国債以外～AA以上というこれしかないという見方でよろしいですか。

○西川理事 そうです。おっしゃるとおりです。

○稲垣委員 そうすると、個別銘柄の設定を含めたガイドラインを作るということですか。

○西川理事 個別銘柄まではいかないのですけれども。

○稲垣委員 イメージが伝わってこなかったものですから。

○西川理事 そういう意味では、今申し上げたような、例えば資産担保証券のうちのエージェンシーMBS については格付けで満たしていればオーケーですと。ただし、それ以外のABS とか CMBS についてはご相談くださいみたいな、そういうことを書いておくということだと思います。

○稲垣委員 個別の銘柄まで含めるということですか。

○西川理事 それは無理だと思います。

○稲垣委員 新しい商品がどんどん出てきますし、メンテナンスも難しいですから、そういうものはどう考えていらっしゃるのかと思ったのですが、いずれにしても原則論をきちんと整理しておけば良いのではないかと思います。

○水野理事長 限定的にやるということですね。英国 RMBS、UK プライムなら何となくというようなレベル感です。そこをそうはいっても何となくではなくて調べて大丈夫と。

○中島委員 これはあるファンドマネジャーからこういうものを入れたいというお話が機構さんのほうにあって、もう既にオーケーというお返事をされているのでしょうか。

○西川理事 まだしていません。

○中島委員 そうすると、こういう話があると、必ずこの資産運用委員会でこういうのが諮られるということなののでしょうか。

○西川理事 個別銘柄ごとにお諮りすることは意図しておりません。個別銘柄を決めるための枠組みについてご意見を頂きたいということです。ガイドラインで何を決めておくか、という点についてご意見を頂き、それを基に、今後ガイドラインを決めたいと思っています。何故、今回、ガイドラインの全体像に関する案の無い状態でお諮りしたかと言いますと、実際問題として1件相談が持ち込まれたため、対応方針をご相談させて頂いたということでもあります。

○中島委員 ということは、新しいガイドラインを今後作りたいということですね。

○西川理事 はい。今のガイドラインを修正していきまして、そのガイドラインの内容、枠組みについては当委員会でお諮りいたしますけれども、個別の商品を入れるかどうかの審査については、私どものほうでやらせていただきたいというふうに思っています。即ち、今申し上げたような資産担保証券の中でエージェンシーMBS やカバードボンドについては格付基準を満たしていればオーケー とし、それ以外の ABS や CMBS については、その都度、事務局が銘柄の特性等を調査した上で決める、そういう方針で良いか、ということをお諮りしたということでもあります。

○中島委員 頭が悪くて申し訳ないのですが、今のガイドラインではカバーできない状態になっていると。新しいガイドラインをなぜ作ろうとしているかという、「BBGA 組入対象であり、かつ当機構格付基準を満たすもの」以外のものをカバーしたいからということで、とりあえず例として出てきたのがエージェンシーMBS やカバードボンドであり、これらは、今のところ BBGA 組入対象銘柄であるが、当機構の格付基準を満たすものには含まれていないということですか。

○西川理事 いいえ。これは全部入っているのです。ただ、この中のエージェンシーMBSでも BBGA の中に組入の対象になっていないものもあるわけです。

○中島委員 それはアンド条件の最初に反するので本来であれば除外されているということなのですか。

○西川理事 そうです。今回検討対象としている商品は、これまでは運用対象に含まれていないものですが、規程上の除外対象ではないということです。

○村上委員長 こちらの資料の1と2までは一応ガイドラインに含まれている。今回、3のところの上のほうも何行かの趣旨をご理解いただきたいということですね。1と2はもう現在のガイドラインから読める部分ということで。

○中島委員 3のBBGA組入対象外というので、とりあえず2とは違いますということですね。

○西川理事 今まで対象外のところをどうするかについては、ガイドライン上書いていないのでそのあたりを。

○中島委員 最初のポチでエージェンシーMBS、カバードボンド以外は事前協議を必須とするという、このエージェンシーMBSとカバードボンドは事前協議で大丈夫ということを新しくガイドラインに書き込むということですか。

○西川理事 そんなふうに考えております。

○中島委員 ということは、今ガイドラインはあるのですね。それを修正してまずBBGAに入っていないけれども、エージェンシーMBSとカバードボンドは入ってなくても大丈夫ということにしますというふうにまず書きかえる。それ以外については全て門前払いにするのではなくて、事前協議を必須とする。この事前協議というのは、機構さんとファンドマネジャーの間の事前協議をする。それについては資産運用委員会としては、特に関知はしないという。

○西川理事 そういうふうに思っています。

○中島委員 個別協議の内容については関知しないということによろしいですね。何でもこんなことを言っているかということ、今お話のあったUKプライムは大丈夫かと言われて、大丈夫とはちょっとは何とも答えられないので、個別のところは資産運用委員会で挙がってきてもちっと困るなというのがある。一方で、我々が困るようなものを機構さんのほうに任せていいのかと。ちょっと心配だなというのがあるので、そのまま大丈夫ですと言ってしまっているのかなというのは不安なところが残るのですが、徳島さん、どうなのです

かね。

○徳島委員長代理 例えば、今回挙げていらっしゃる UK プライムの例ですが、UK プライムの過去のデフォルト率が低いと書いてありますけれども、別に過去は関係なく、問題は将来のデフォルトです。そういった将来を見据えて評価してオーケーをしてくださる必要がありますし、オーケーできる判断が出来るように勉強してくださいをお願いします。

○中島委員 そういう組織体制をとりますよというのが、少なくともこちらのほうに話がか来ないと、こちらの希望を伝えるだけになってしまうので、そこはどうすればいいんですかね。こういう組織体制を執るから大丈夫だというふうに言われれば、「それなら大丈夫だね」とか、私たちとして言えると思うのですけれども、今の話だと何か漠然としているというか、どう話を返していいのか困ってしまう。

○西川理事 そういうことであれば、他機関における体制とか判断基準とかをそういうものを調べさせていただき、私どものほうでそれが用意できるかどうか、検討させて頂いて、その結果を改めてご報告させていただくということでよろしいでしょうか。

○中島委員 よろしく願いいたします

○稲垣委員 資産運用委員の委員の役割とは何か、そこに帰結してくるのではないかと思います、いずれにしても個別運用の問題ということになると、ちょっと違うのかなという感じがします。

○西川理事 これはあくまでも個別のところは、こちらの運用上の話だと思っております。まさに3でお示したような運用をやるということが大丈夫かというところが、まさにご審議いただく部分だと思っています。

○村上委員長 それに対して今ご意見をいただいたということです。あとはこのような特殊な証券の場合、リスクの在り処を全部把握仕切れない場合がありますので、ヒアリングをする際に、先方に考え得るリスクの一覧表、銀行等の検査で使われているリスクアセスメントみたいな形で、それがどういうレベルで起こるのか、網羅的にリスクを書き出したものの一覧表を提出させて議論をするというのも、1つの手立てだと思います。

○西川理事 はい。

○村上委員長 それで載っていないリスクが出現したら、これはもう説明義務違反になるわけです。そのようなところのやり方も含めて、宿題にということでよろしくお願いいたします。

では、ただいまのガイドライン変更の件については宿題が残りましたが、これは時間的

には大丈夫なのでしょう。

○西川理事 期限はありました。

○藤木調査役 すぐやるわけではありません。

○西川理事 準備が整い次第ということです。

○村上委員長 それではこれはこの場で了承とまではいきませんが、もう一度事務局のほうで追加検討をいただいた上でご説明をいただけたらと思います。

では続きまして、資料4-2の「運用委託先の運用ガイドライン違反について」です。事務局からご説明をお願いいたします。

○西川理事 はい。ご説明申し上げます。資料4-2をご覧ください。本件は、個別委託先の事務ミスの案件でございますので、本来であればこの委員会でご審議いただくようなことではないのかもしれませんが、今後、同様の案件が発生した場合の対応方法に関する1つのメルクマールになる案件と思われましたので、ご報告させていただくものです。

事案は、資料4-2の1.概要に記載いたしましたとおり、国内債券のアクティブ運用委託先が、当機構の格付基準に反する債券を購入してしまったというものであります。本来であればシングルA格以上といっているところをトリプルB格の債券を購入してしまったという事象であります。

原因は先方のケアレスミスでございまして、プロとしていかなものかという気はいたしますが、マネジャー入れかえに伴う資産移管作業というレアケース事務の中で発生したものであるので、若干の情状酌量の余地は全くはないということでございますが、お粗末ではあります。この部分については、また後ほど言及いたします。

本日の主要テーマは、こうした違反、誤った資産を購入してしまった場合の賠償責任の範囲についてです。先方は、違反した債券の売買によって発生した損失と、問題発生時点から弁済までの期間の遅延損害金について賠償する意思があることを早々に連絡して参りましたが、正当な債券を購入していたら得られたであろう逸失利益については、賠償の対象に入れて参りませんでした。

当方といたしましては、フィデューシャリー・デューティーの観点から、法律に抵触しない範囲内で、金商法の損失補填のような問題が発生しない範囲内で取れるものは取る必要があると考えまして、受託者責任と損失補填禁止規定とのバランスにおいて、逸失利益の賠償をどのように考えるのか、先方の見解を求めたところであります。

一方で当方も、当機構顧問弁護士に加え、証券・金融商品あっせん相談センターという、

これは個人ですとか企業の年金基金が、運用委託先とのもめ事について相談する機関でございますが、そういったところにも相談をいたしたところでございます。その結果としては、逸失利益の賠償を求めるというのはなかなか難しいという結論が、各先から出て参りました。今後、同様の事案が発生した場合には、今回と同様の賠償を求めることとしたいというふうに考えているところでございます。もちろん、結果の異なる判例が出てくれば別ですが、現状ではそうしたことかなと思っております。

なお、賠償は賠償として、こうした事務ミスについては、当然、委託先の定性評価に反映させることになるというふうに思っております。従来ですと、ガイドライン違反にはかなり厳しい態度で当機構は臨んでおりまして、過去2回の事例ですと、いずれも委託金額3割カットというようなことをやっていたのですが、内部規程上はガイドライン違反が発生した場合は減額することができるという、できる規定になっておりますので、必ずそうしなくてはならないわけではございません。ただ、過去2回はそうした対応をしております。いずれも資産運用委員会成立以前のお話でございます。

今回のマネストでは、委託金額についてもかなり詰めた分析を行って決定しているということもありますし、また、今回の事例については、ケアレスミスということ、かつ実害も軽微であったということもありますので、イエローカードということで、もしまた問題があれば、より厳しい対応をしたいと考えております。

いずれにいたしましても、今後、委託先の評価基準を改定する際に、こういった事務ミス等に対する対応の仕方についても見直す予定でございますので、その中で事案の軽重判断基準や処分の区分なども含めて、ジェネラルルールを決めて参りたいと考えております。その際、また改めてご審議をお願いしたいというふうに考えております。とりあえず私からのご説明は以上になります。

○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、ご意見等ございますでしょうか。

○徳島委員長代理 最終的に、今回の経緯を踏まえて、どういったガイドライン違反が発生した場合の対応ルールを作ろうとされているのでしょうか。結局、あまり具体的には書き込めないだろうなと思います。新しいルールを作るといっても、例えば軽微な損害というのは幾らまでなのかとか、重大な損害というのは何なのかとか、具体的には定義できないと思います。あまり表現に関しての過大な努力はされないほうがいいのではという気がします。

結局、何らかのミスが発生した場合に、その発生理由が委託者として感覚的に許容できるものなのか、できないものなのか。理由は許容できるものでも、損害が巨額に上る場合には、異なった判断となる可能性があります。つまり、あまりに厳密なルール化は困難だと思います。結局、理由や損害額から絶対に許せないと思うものだったら、一発でアウトということもあると思います。

今回のマネストでは、バックアップマネジャーも決めていますので、一発でアウトになった場合も代替のマネジャーを新しく探す必要がありません。そのあたり少し柔軟なルールをお作りいただけるとよろしいのではないかと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかによろしいでしょうか。

○中島委員 今回は間違ったことが割とすぐわかって、すぐ解消したわけですね。そうすると間違った時間は短い。ところが気が付くまでに2年とか3年かかってしまったというのがあった場合、そのときも逸失利益の補償は求められない。今回は短かったから逸失利益のどうこうはという専門家の方のご判断でしょうか。

○西川理事 2年、3年というのはあり得ないと思うのですけれども。

○中島委員 必ずしもない話ではないと思います。

○西川理事 以前の判例の中で、基本ポートフォリオの組成を間違ってしまったというのがあったようです。

○中島委員 訴訟になった案件があるのですか。

○西川理事 そのときは結局、逸失利益は認められなかったということらしくて、また先ほど相談センターのほうでもそういった逸失利益にまで話題が及んだことがないというような回答だったので、ここにも書かせていただきましたけれども、確実に取れるかどうか分からない。損失が出た可能性もあり得るという中で、プラスだというふうに前提を置くのはあり得ないというような考え方らしいです。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 委託している側としては腑に落ちないところがあると思うのですね。もしも株式ファンドだったりしたときに、その間に株価が暴騰しているというようなことだと、本来は多大な逸失利益になるということです。

もう1つ今考えていて、例えば何か事があったときに、逸失利益の基準として市場ベンチマークを用いるというようなことをあらかじめ契約するということとはできないでしょうか。そもそも、そういうことを示してしまうという契約自体が無効なのではないでしょうか。

○西川理事 利益保証みたいなことになりかねないというのがあって、恐らく金商法のほうに抵触しそうだなど。今回も交渉の過程で、おっしゃるようなベンチマークとの対比とか、あるいはこの問題部分を除いたほかのところの平均収益だとか、いろいろと提示はしてみたのですが、いずれも難しいという回答が返ってきました。

○村上委員長 後講釈だったらそういうことかもしれないのですが…。それが予め契約に盛り込まれているということにしても、そのこと自体が金商法違反になってしまうということでしょうね。

○西川理事 そういう保証をしてしまうような格好になってしまうので難しいかなと。

○樋田調査役 顧問弁護士にはその点を確認いたしまして、そのような文言が既に入っている契約を結んでいけば、確かに委員長がおっしゃったとおり、逸失利益の議論はできる可能性がある。ただし、やはり投資一任契約書にそういう文言を入れることは、金商法の観点から疑問が出るのではないかと。そういう回答をいただいております。

○村上委員長 ありがとうございます。

○宇野勤労者生活課長 オブザーバーですが、もし質問してよろしければ。委員の先生方、機構、どちらでも構わないのですが、お伺いします。今回事前に機構にお伺いしたところ、このA社は新しいマネストの結果で選ばれたところで、そこが違反をしたということです。そうすると、今一生懸命長い期間をかけてマネストをやっているのですが、今のマネストの手続きとか選定方針に影響を与える可能性はあるのでしょうか。それともこの手のものは、どんなにやったとしても、ある程度一定確率で出てくるものであって、その中ではむしろおっしゃったとおり、起きることを前提に後に対してそのときのための対策を打つほうがよろしいのか、感覚的なものも含めて教えていただければと思います。

○西川理事 もう少し具体的に何が起こったかというのを説明すると、当機構がトリプルBは認めていないということを認識していなかったわけではなく、十分に認識はしていたと考えています。というのはマネストのときに、私どもの条件、格付基準はほかのところよりも厳しいけれども、その影響はどのくらいですかという質問までしているので、それは十分に認識してた筈です。

問題発生の経緯は、先方が利用している基本ポートフォリオ管理ソフトにおいて、格付けをブルームバーグからダウンロードしておりまして、それに基づいてファンドマネジャーがポートフォリオの組み立てをやるわけですが、このデータダウンロードプログラムをコーディングする際、この作業はコンプライアンス部がやっているようですが、そ

のコンプライアンス部がコーディングを間違ってしまった、というものです。

本来であればそれぞれの債券の格付けを引っぱってこないといけなかったのを、会社の格付けをダウンロードしてしまい、ファンドマネジャーは当然正しいものがダウンロードされていると思って選んでしまったら、実は間違っていましたということです。もちろん、コンプライアンス部のチェック体制がちゃんと整っていないのではないかという問題はありますが、この手のケアレスミスは、100%排除することは難しいかなという気はいたしております。最終選考段階では候補先のオフィスを訪問して事務運営体制・環境もチェックしているので、一見して事務の堅確性に不安を抱かせるような状況であれば、そこで落とすことは可能です。

○村上委員長 そんなに頻繁ではないのですが、どうしても人が介在するので、ある程度の小さい確率で起こってしまうというのが、過去の傾向であると思います。なかなかマネジャー・ストラクチャーのときに、そこのところまでは、事務ミスが起こらないか、ミスが0かまでは評価ができないということだと思います。

○宇野勤労者生活課長 マネストの議論とは別の次元の話だということですか。

○村上委員長 そうですね。幾らコンプライアンスとか事務体制がしっかりしたところでも、何十万件に1件とかは起こってしまう可能性があるというものなのでしょうね。それが2度3度続くということは、逆にあり得ないのではないかと思います。そうしたら本当にペナルティというか、もっと見なければならなかったということにもなるかもしれないのですけれども。

この問題はよろしいでしょうか。

この文書の書き方ですが、項目2の対応のところ、段落が少しあいているところの前に、「それらを要求しなくても受託者責任違反にはならないものと判断した」という表現がありますが、これは内部的にはこの表現でいいような気がするのですけれども、外に出したときに何か自分で自分の免責を言っているようなことにも取られかねないようなところがあると思います。外部的に出すとしたら受託者として考えられるプロセスを全部尽くしたみたいな表題のほうがいいような気がします。むしろ受託者責任違反ではないかどうか見るのは、自分ではないという視点も必要です。

○西川理事 ありがとうございます。公表するつもりはありませんけれども、直させていただきます。

○村上委員長 この文書自体は資産運用部の名前になっていましたので、1つの部署がそ

うという判断で提出したということであれば、特に大丈夫だとは思いますが。

ほかにこの問題はよろしいでしょうか。ほかにご質問、ご意見等がなければ、委託先の運用ガイドライン違反については、運用委員会として報告を了承することといたします。

一通り今日予定の議事がこれで終了いたしました。本日の議事を通してほかにご質問、ご意見等ございますでしょうか。

○西川理事 机上配布資料の最近の中退共の運用状況について。こちらの横表とグラフでございます。

まず横表のほうでご覧いただきますと、いつもの表でございます。右下のほうの赤い四角をご覧くださいと、3月末で金銭信託が197億円のプラス、自家運用の利回り金利収入が161億円で、合計で358億円のプラスという格好になっています。予定運用利回り相当分プラス業務コストが450億円ぐらいかかる場合が多いので、全体でいうと、100億円ぐら이가欠損金になるという形かなと思っております。今、前年度末の剰余金が4,330億円程度でございますので、4,200億円強ぐら이의剰余金は引き続き維持されている状況にあると思っております。

グラフのほうは、最近3年間の委託金銭信託の残高をグラフ化したものでございます。赤い横線点線のところが、前年度末の水準から自家運用益分を引いた水準でございます。茶色の横線実線、ここから上に行くと剰余金を積み増せる水準ということになりまして、一番右の欄をご覧くださいと、30年度につきましては、水面上に顔を出したのはほんの一時でございまして、株価、債券価格がかなり高水準になってきていますので、プラスに持っていくのが苦しい状況になってきたということでございます。

最後の着地点を見ていただくと、欠損金が100億円程度に納まるような水準まで上がってはきたということです。一時は1,000億円近くマイナスになるのではないかと懸念していたのですが、ここまで戻ってきたということでございます。以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。

○中島委員 オレンジ色の二重線が前年度末の残高で、そこから自家運用益を引くのは、どういう理由でしたか。

○西川理事 ここから下にいってしまうと、運用資産全体として運用差損が出るという意味です。

○中島委員 自家運用で下駄をはいた分を全部使うというので、これ以上損をするとバックアップも使い果たす。そこから必要収益が、赤い点線から乗っているのは、なぜ赤い点

線ベースに乗るのでしたか。オレンジのところから乗るのではなくて。

○西川理事 つまり赤い点線と茶色の実線の幅のところが、ちょうど私どもの予定運用利回りと業務コストを足した金額ということです。

○中島委員 赤い点線から何で足すのでしたか。

○西川理事 まず、委託金額の前年度末の数字というのは、黄色い二重線のクロスのところですね。その分を引く。

○中島委員 そうか。だから所得収益、ピンクのところだけを見ると、オレンジの二重線で見ると、その下のほうは自家運用でカバーされているので、委託運用で求められるのはピンク全部ではなくて、オレンジ以上のところだけやれば。

○西川理事 おっしゃるとおりです。オレンジ以上のところを稼げれば賄える。

○中島委員 とりあえず。さらにそこに付加退職金を乗せたのが、目標とすべきところであって、それを超えると剰余金が増えるということですね。だからこの剰余金がストックベースではなくて、フローベースで、年度でこの茶色を超えると、その年度は剰余金をさらに積み増したことになる。赤字黒字の関係ですね。

そうすると、ずっと過去2年度は黒字決算だったけれども、今年黒字になったのは6月ぐらいにちょっとのぞかただけで、今のところで見るとわずかな赤字で終わりそうだという見方ですね。わかりました。

あと28年度に付加退職金に乗っていないのは、そういう判断をしなかったからという。

○水野理事長 剰余金が足りなかった。

○中島委員 このときはまだなかった。わかりました。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

ほかにありませんでしたら、事務局より次回の委員会についてのご報告とご案内をお願いします。

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は5月27日月曜日の開催を予定しております。通常の開催時間は1時半ですが、今回は異なりまして、午前開催で9時半、ご連絡はさせていただいておりますけれども、9時半開始になりますのでご注意ください。ればと思います。

次回につきまして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の報告、マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について、あとは表題については委員の方からのご指摘を踏まえまして、今後検討いたしますが、平成30年度の評価報告書

案について等を予定しております。

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、よろしくお願いいたします。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご説明についてご質問、ご意見等がございますか。よろしいでしょうか。

宿題についてもう一度確認しておきたいと思います。

今日は議事録が3つ、第1議案でございましたが、これは5月10日というのは、金曜日ですね。例の10連休明けの新しい年号になってから、5月10日までということでご確認のほうはお願いいたします。

もう1つ議事要旨が皆様のところにご連絡がいつている、最終確認というのがございますので、合わせてよろしくお願いいたします。

3. 閉会

○村上委員長 それでは、特にほかになければ、本日の資産運用委員会は終了いたします。本日も長時間議事運営にご協力いただきましてありがとうございます。

(了)