

## 資産運用委員会議事要旨

## 平成29年度第4回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成29年10月23日（月）14：00～16：00

【開催場所】勤労者退職金共済機構19階役員会議室

【出席者】村上委員長、徳島委員長代理、稲垣委員、小枝委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、3.の議題のみ委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの陪席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 委員長の選任及び委員長代理の指名

資産運用委員会規程第三条第一項に基づき委員の互選により、村上委員が委員長に選任された。また、村上委員長が、資産運用委員会規程第三条第三項に基づき、徳島委員を委員長代理に指名した。

#### 2. 議事録・議事要旨の確認について

##### (1) 平成29年度第2回資産運用委員会議事録

事務局より、平成29年度第2回資産運用委員会議事録について、委員による最終確認が終了したため、7年後に公表する旨の報告が行われた。

##### (2) 平成29年度第3回資産運用委員会議事要旨

平成29年度第3回資産運用委員会議事要旨については、事務局より近日中に最終案を提示し、全委員より了承が得られた場合には、速やかにホームページへ掲載することとなった。

##### (3) 平成29年度第3回資産運用委員会議事録

平成29年度第3回資産運用委員会議事録については、次回委員会で最終案を提示する旨の報告が行われた。

#### 3. マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について

事務局から、マネジャー・ストラクチャーについて、現状説明と主要検討事項案の提示が行われ、その論点に基づいて審議が行われた。

##### (1) 経緯及び現況

事務局より、中退共資産のマネジャー・ストラクチャーの現状について、概略、下記の説明が行われた。

①現在の委託先は、基本的に平成21年度に選定された先であること

②現在までに解約した先はあるが、新たに加わった先は無いこと

③解約事由は主に運用成績の不振であり、アクティブファンド数が減少していること

- ④見直しの理由の一つは、リスク分散等を目的とした最適ファンド数の確保であること
- ⑤基本ポートフォリオの見直しと同様、当機構の特性を踏まえた最適なマネジャー・ストラクチャーについて、ゼロベースでご審議頂きたいこと
- ⑥今回のマネジャー・ストラクチャーは合同運用資産のみで実施すること

<主な質問・意見等>

- (委員) アクティブファンド数は減少しているが、資産によってはまだ多過ぎる印象がある。アクティブ運用の長所を活かしつつリスク分散を図るために最適なファンド数やスタイルの組み合わせについて、マネジャー・ストラクチャーの中で検討したい。
- (委員) 前回のマネスト以降の期間について、アクティブ運用の実績は如何ほどか。どの程度超過収益を得ることができているのか。
- (事務局) 手元にある数字では、年度により差はあるものの、概ね超過収益を上げる事はできている。機構が目指している委託運用全体の委託費用のカバーが、どの程度、達成できているかについては、今後、検証させていただく。
- (委員) 過去の運用実績については、まずまずとの評価が可能。とは言え、外国株式を筆頭に、アクティブ運用のマネジャーの選別は非常に難しいと言われており、そうした分野でアクティブ運用を行うことの適否についても改めて議論することが必要。
- (委員) マネジャー・ストラクチャー用コンサルタントを募集する際の仕様書には、その採否の判断基準として、マネジャーが主張している投資戦略の妥当性を理論的、実証的に分析して論じられる事、を真っ先に掲げて欲しい。従来のような過去のパフォーマンスや組織・人員の外形的などころを偏重する方式は、評価の仕方として適切ではないと考えている。
- (委員) 良い委託先の選択は、自分で運用するよりも難しいと言われることもあるほど大変な作業。選択に際しての運用戦略に関する説明の要求は、厳しく行う必要がある。

(2) アクティブ運用の有効性検証とアクティブ・パッシブ比率

コンサルタントよりアクティブ運用を巡る論点（有効性、アクティブ・パッシブ比率の決定方法）についての分析結果の説明が行われた。概要は以下の通り。

- ・運用報酬控除後で市場と同等以上の収益を得ようとするれば、アクティブ運用を行うことが必要（パッシブ運用の収益は、運用報酬分だけ市場平均を下回る）。
- ・国際的コンサルティング会社が運用ファンドの自己申告に基づいて作成している資産運用ファンドに関するデータを分析すると、運用報酬控除後で超過収益を挙げ得ているファンドの割合は約 5 割。廃業して申告していない先まで含めると約 4 割となっている。

- ・こうした成功率を踏まえると、運用規模の面で優位性のある当機構であれば、アクティブ運用を行うことは推奨し得る。
- ・アクティブファンドの組み入れ比率については、リバランスを効率的に行うための原資としてパッシブ運用を確保するという考え方をすれば、パッシブ運用比率の下限、すなわちアクティブ比率の上限が定められる。また、運用報酬をアクティブ運用の超過収益で確保することを目的とすると、アクティブ比率の下限（パッシブ比率の上限）についても定める事ができると考える。
- ・これら上限と下限のどこに決めるかについては、リスク許容度に関する議論が必要。

<主な質問・意見等>

- (委員) データの母集団の数(約500)や業容(年金運用向けファンド)を勘案すると、どちらかと言うと厳選されたファンドに関する結果であるような印象を受ける。
- (委員) アクティブ運用の適否を決定する際の判断材料として、市場全体としてのリターンやコストに関する傾向値も然ることながら、個々のアセットオーナーにとって決定的な要因は、「優れたマネジャーを選択するスキル」が本当にあるのかどうかという事ではないか。
- (コンサル) 然り。アクティブ比率の決定要因として、ファンドを選ぶスキルは大きな要素である。
- (委員) アクティブ比率の上限及び下限の試算の前提となる期待収益率を見ると、かなり成績のよいファンドを前提としているように見受けられる。
- (コンサル) 試算は、実際のファンド選択時に、上位半分よりちょっと上のグループを選択できるであろうという前提に立って行ったものである。

(3) スタイル分散と最適マネジャー数の決定方法

コンサルタントよりスタイル分散と最適マネジャー数の決定方法の論点について説明を行った。概要は以下の通り。

- ・リスク分散のための投資戦略の区分については、債券については収益源泉、株式については投資スタイルにより考える事が多い。
- ・株式投資のマネジャーについては、登録されたスタイルと実際の投資行動は概ね一致しており、登録されたスタイルで分散を図ることは有効と考えられる。
- ・債券投資ではアンコンストレインド、株式投資では最小分散投資など、従来の区分に納まらない投資戦略が広がりつつあり、新戦略の導入可否と共に、導入する場合の管理方法について、継続的な検討が必要。
- ・マネジャー数については、ファンド数を増やすことでリスク分散効果によりリスク値を低減させることが出来るが、委託料や管理負担等のコストが増加する。そのバランスを取るための最適ファンド数は、超過収益率の変動幅がプラスの範囲に収まると共に、トラッキング・エラーの縮小効果が認められる範囲内、として試算した。

<主な質問・意見等>

- (委員) 株式の最適ファンド数を5とした場合、各スタイル選りすぐりの1ファンドを使う格好で、同じスタイルを複数入れることは難しいという理解で良いか。
- (コンサル) 伝統的な3スタイル(バリュー、グロース、コア)に絞り込み、同じスタイルを複数入れることも選択肢としてはあり得る。
- (事務局) 最適ファンド数の試算は、スタイルに関わらず、ファンドをランダムに抽出して実施したものであるが、異なるスタイルのファンドを組み合わせた場合、分散効果はより大きくなると考えて良いのか。
- (コンサル) 然り。
- (委員) 国内債券のアクティブ・マネジャーに関する分析結果は如何。
- (コンサル) 収益源の分析では、殆どのマネジャーがクレジットを収益源としていることが示唆された。キャリーロールダウンを収益源としたマネジャーは少ないので、リスク分散の観点からは、キャリーロールダウンを収益源とするマネジャーを含めるという考え方もあり得る。

(4) 債券格付基準設定方法の検討

事務局より継続検討事項であった債券の格付基準厳格化(最低基準の追加)の妥当性について、追加的な調査・分析結果が報告された。審議の結果、債券の格付基準については現行どおりとすることが、了承された。報告の概要は下記のとおり。

- ①委託先へのヒアリングでは、最低格付基準追加へのシステム対応は可能、との回答
- ②ただし、特殊対応先との位置付けになるため、対応速度が落ちる可能性がある
- ③同様の基準を設定していた先が過去に2先存在したが、現在は無い
- ④限界的な変化が影響するため、海外格付機関による情報量が少ないための低格付けや、格付辞退の影響等の問題が発生し得るため、海外格付機関の取扱いの再検討等が必要となる
- ⑤委託手数料の増加可能性や、事務ミス発生可能性の上昇も懸念される

<主な質問・意見等>

- (委員) 現在の国内債券格付基準は、ベンチマーク対象銘柄の選定基準と一致しており、その意味で整合的な基準との評価が可能。  
現時点で最低格付基準を導入する必要はないが、国内格付機関の間で大きく評価が異なる銘柄については、注視していくことが必要。  
一方で、海外格付機関による評価については、然程、重視する必要はないのではないか。
- (委員) 最低格付基準を採用していた2つの前例が無くなった理由は如何。
- (事務局) 1先は委託契約の解除、もう1先は有効性に疑義ありとの判断により取り止

めた由。

- (委員) 大手機関投資家が自家運用する場合は、むしろ最低格付けで判断するのが基本。保守的な運用をするのであれば、むしろ最低格付けをみるべき。しかし運用を受託した場合は、ベンチマークに合わせるため、1社でもシングルAを付ければ選定するという使い分けをしている可能性がある。
- (委員) 日銀の金融緩和により、スプレッドが縮小する中、格付けを下げてもリターンが取れない可能性がある点には注意が必要。
- (委員) スプレッドがタイトになっている債券に無理して投資を行うことはやってはいけないこと。その意味で、クレジットだけでリターンを狙うファンドは高リスクになっているところが少なくない。
- (委員) 最低基準を入れることはしないまでも、A格未満の格付けがついているような投資先については、運用委託会社に慎重な対応やレポートを求め等、実践的な対応でカバーすることも一案。

#### (5) マネジャー評価基準の検討

事務局より現行のマネジャー評価・選定基準を提示し、マネジャー・ストラクチャーにおいて改善するための意見を求めた。その場での主な質問・意見等は以下の通り。

各委員においては本件について継続検討し、意見等を事務局へ伝達することとなった。

#### <主な質問・意見等>

- (委員) トラッキング・エラーは、アクティブ・マネジャーが高い手数料に見合う積極的な運用をしているかどうかを計る指標になるので、アクティブ・マネジャーの定量評価としても利用すべき。
- (委員) 安定的で安全な運用というスタンスから考えると、超過収益率を評価するにあたっては、効率性を考慮したインフォメーション・レシオでも評価することが適当ではないか。
- (委員) マネジャーの評価における定性評価と定量評価の比重については、定性評価を重視する、場合によっては定性評価だけで判断するような動きがある。従来の企業年金とは異なる方向性である。当機構においても、こうした動きを踏まえて議論することが必要。
- (委員) 定性評価重視の動きは、定量評価の結果、芳しい運用成績が挙げられなかったという過去の実績を踏まえたものであろう。実際、実証分析の結果を見ると、過去5年間の超過収益の実績の、それに続く5年間に於ける超過収益に対する説明力は高くない。このことは、マネジャーの選定・評価基準において定量評価を重視し過ぎると、判断を誤ることを示唆する。また、マネジャーの運用スタイルの選択においても、スタイル間の優劣が周期的に入れ替わる傾向があることを勘案して評価期間の長さ等を定める必要があるなど、検

討課題は多い。

#### 4. 自家運用対象債券の検討状況について

長期国債金利マイナス化を受けて開始し、継続検討案件となっていた自家運用対象債券の拡大可能性について、事務局がその後の検討状況を報告した。委員会として現状に関する認識を共有し、自家運用対象債券の拡大については、当面は見送ることとなった。事務局からの説明の概要は以下の通り。

- ・自家運用の購入対象債券の拡大可能性を検討するため、金融債や財投機関債について、自家運用対象債券としての長所・短所を比較した。
- ・検討対象としては、中小企業退職金共済法の「できるだけ中小企業者の事業資金、またはその従業員の福祉の増進のための資金に融通されるように配慮されなければならない」との規定に適い得るものを選択した。
- ・何れの債券についても、格付上の問題はないが、年限構成、入手可能性や流動性の面で制約があり、国債の代替としては難がある。

#### <主な質問・意見等>

- (委員) 長期国債のマイナス金利が既に解消されている中、年限構成等の問題を勘案すれば、投資対象債券をすぐに拡充する必要は無い。10年国債の利回りが再度マイナスになった場合には導入を再検討する、という方針でよいのではないか。

#### 5. その他

##### (1) 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応

前回（平成29年度第3回）資産運用委員会での審議内容を踏まえて作成された、対外公表文等の対応案を事務局より提示した。各資産運用委員において当該案について検討し、10月末を目処に意見を事務局に連絡することとなった。事務局においては、受領した意見を踏まえて最終案を作成し、次回の委員会に提出することとした。今回提示された案の概要は下記のとおり。

- ・日本版スチュワードシップ・コードの改訂を受入れ、その旨を「日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応について」という対外公表文で表明する。
- ・「運用の基本方針」における委託先管理に関する条文について、議決権行使を積極的に求める書き振りに改める。

#### <主な質問・意見等>

- (委員) スチュワードシップ・コードに係る取り組みのコストは如何ほどか。どこまで対応するかはコストとの兼ね合いと思料するので、委託手数料や機構における投入マンパワーなど広い観点からの所要コストを把握したい。

(事務局) これまでのところ、スチュワードシップ・コード対応の為に委託手数料が上がったことはない。機構における投入マンパワーについては、委託先に対するヒアリングや、その結果の取りまとめ、対外公表用資料の作成など、それなりに手間を掛けている。詳細は後日、報告する。

(2) 第 67 回労働政策審議会勤労者生活分科会中小企業退職金共済部会（以下、労政審中退部会）について

オブザーバーである厚生労働省勤労者生活課長より、10 月 16 日に開催された労政審中退部会の模様について報告があった。概要は以下の通り。

- ・ 予定運用利回りの水準及び付加退職金の支給ルールについて審議が行われた。
- ・ ①予定運用利回りを維持した上で、目標とする累積剰余金水準を引き上げ、目標水準を下回らない範囲内で利益金の半額を付加退職金として支給、②予定運用利回りを維持した上で、付加退職金は支給しない、③予定運用利回りを 0.5%に下げてもリスクを抑制した上で、利益金の半額を付加退職金として支給する、の 3 案を提示した。
- ・ 制度の安定性や、累積剰余金の目標水準の妥当性、目標水準達成プロセス等について議論があり、継続検討となった。

(3) 林退共ポートフォリオの抱えるリスクについて

事務局より、平成 29 年度第 3 回資産運用委員会で提出した林退共ポートフォリオの抱えるリスクに関する資料について、委員会での議論を踏まえた改善および追加点の説明が行われた。概要は以下の通り。

- ・ 合同運用によって委託運用部分の期待収益率は上がったが、リスクも上昇したことがより明確になる資料とした。
- ・ 一方で、合同運用による運用効率向上効果や委託コスト削減効果を明示した。
- ・ 株式相場の変動の大きさを明示するためのグラフを追加した。
- ・ 退職金等の支払額の急激な増加にも対応し得るために必要な自家運用の水準を試算し、平成 10 年度以降で最大の収支ギャップが再現した場合に備えるためには、現在の自家運用水準が必要であることを示した。
- ・ 林業業界の状況について、減少傾向を続けていた産出額、従事者に、ここ数年間、底打ち感がみられることを示すグラフを追加した。
- ・ 林退共の在籍者数にも底打ち傾向がみられるが、業務繁忙化の中で高齢者の引退が見送られ、高齢者の割合が増加している可能性を示唆するグラフを追加した。
- ・ 林退共被共済者の高齢化が進んでいることを示唆する、年齢構成に関する資料を追加した。
- ・ 平成 22 年度に実施された運営費交付金廃止の財務面への影響の大きさを示す資料を追加した。

<主な質問・意見等>

(委員) 本資料については、今後も加除、変更が行われた場合や、関係者への説明に使用された際には、その内容や模様を委員会にて報告してほしい。

(了)