

## 令和2年度第8回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年12月24日（木）10：30～13：50

【開催方法】 WEB開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

（注）新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長がWEB開催を決定した。

## 【議事要旨】

## 1. 建退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

事務局より、(1) 自家運用の基本戦略、(2) 「必要な利回り」の算定方法、(3) 算定に用いる計算対象期間と業務経費率、の3点について、追加の分析結果の報告と、事務局案の提案があり、審議が行われた。審議の結果、(1) は了承され、(2)、(3) は暫定的に了承された。

建退共事業本部及び事務局からの提案及び説明のポイントは、以下の通り。

## (1) 自家運用の基本戦略について

- ・ 前回第7回委員会では、データの制約等から、厳密なキャッシュフローマッチングが難しい中、単年度の収支差に関する過去の実績や、人口動態を踏まえた退職金と掛金収入のバランスの長期見通しを踏まえ、20年のラダー型運用を提案した。
- ・ 今回第8回委員会では、前回委員会での助言を踏まえ、退職者率の上昇率について、年齢構成等の実態を踏まえた現実味のある範囲内での想定に基づく試算（メインシナリオ及びリスクシナリオ）を行い、自家運用残高の動きを再検証した。その結果を踏まえ、前回委員会での提案よりも短い15年のラダー型運用を提案。
- ・ メインシナリオとしては、前回の議論を踏まえ「建設業技能労働者将来推計」等を加味した前回の試算Ⅱを採用。このシナリオに基づくキャッシュフロー分析では、令和18年度までは退職金給付と掛金収入の収支差はプラスとなり、運用資産残高においては、令和41年度でも現在の残高は維持可能である見通し。
- ・ 一方、リスクシナリオとしては、メインシナリオ（前回の試算Ⅱ）をベースに、前回提示した直近の退職者/在籍者比率の動向を踏まえ、足元の退職率上昇の主因である若年層（21～35歳）の退職率上昇を加味した推計を行った【試算Ⅳ】。このシナリオに基づくキャッシュフロー分析では、令和13年度までは退職金給付と掛金収入の収支差はプラスとなるが、令和14年度以降はマイナスとなり、運用資産残高においても、令和24年度以降は現在の残高対比で減少に転じる見込み。
- ・ リスクシナリオ分析の結果、現在の自家運用債券ポートフォリオを目指すべきラダー型に変更するまでの期間も含めると、20年のラダー型運用では、ポートフォリオ

変更途上で方針変更を迫られるリスクが判明したため、今回事務局として、15年のラダー型運用を提案。

<主な質問、意見等>

- (委員) ラダーを15年にした場合、既発債中心の運用となり、会計処理の複雑化等実務的な問題が発生すると思うが、その点、どう考えているのか。実務的な課題、具体的には15年債の新発債の発行自体の少なさへの対策等を、どのように考えているか。また、15年に拘らず、退職率の変化等に応じて柔軟に変更することは考えられないか。
- (事務局) 1点目については、中退共では20年ラダーであり、既発債も組み合わせて購入しているが、大きな問題はないと認識している。既発債の購入は、新発債に比べれば難しいが、協力しながらやっていきたい。その他、中退共では11年や12年のFLIP債の購入もしており、同様に購入していくことも考えられる。2点目の、調整途中での債券の年限構成の変更については、可能性は皆無ではないが、そう軽々に基本方針を差し替えるのは不適切と考えている。
- (委員) 1点目の課題については、単純に均等ラダーではなく、例えば10年ラダーと20年ラダーのように、2つのラダーを組み合わせて新発債を買い、実質的に15年ラダーとすることも候補にあると考える。
- (委員) 10年と20年の組み合わせというのは債券のデュレーション上の効果からすればそうなるが、自家運用債券を売却出来ない制約がある中で20年先のキャッシュフローと照らした場合に当初の意図との乖離が起きてくる可能性がないのか等、吟味しなければならない。
- (事務局) デュレーションマッチング的な発想に基づく年限の組み合わせというのは、以前も報告したが、これまで建退共がやっていたやり方で、10年債や20年債がいろいろと組み合わさっていた結果、キャッシュフローは毎年でこぼこが発生してしまった。したがって、基本方針としては、愚直にラダーを組み立てていくことが資金フローを安定させていくという面からはいいと考えている。ただその中で、購入対象としては、最近のゼロ金利等を踏まえると、地方債や金融債などの中で、利回りのいいものを取り入れながら収益性の改善を図っていくということだと思っている。
- (委員) 委員会として15年のラダー型運用という方針を了承したいと思う。ただし、その買い方等の実務的な部分については事務局で種々工夫をしていただくという条件付きでの了承としたい。

(2) 新基本ポートフォリオにおける期待収益率を規定する「必要な利回り」の算定方法に

ついて

- 事務局からの説明の概要は以下の通り。
  - ・ 新基本ポートフォリオにおける期待収益率を規定する「必要な利回り＝責任準備金必要利回り＋業務経費率」については、「責任準備金必要利回り」の「算定方法」の問題と、「業務経費率」及び「計算対象期間」の選択の問題に分けてご審議頂く。
  - ・ 算定方法として、責任準備金必要利回りの将来予測を、予定運用利回りの変化の影響を推計して求める方式と、過去における“予定運用利回りと責任準備金必要利回りの関係（比率）”から新しい予定運用利回りに対応する「責任準備金必要利回り」を算定する」方式が候補になるが示された。
  - ・ 前者の方式は、予定運用利回り引下げの影響度を過大評価する可能性が強いと思われる。後者は、推計値に影響を与える個々の要因の寄与度の内訳が不明という問題はあるが、より多くの要因の動きを反映させることが出来ると考えられることから、事務局としては後者を選択したい。

<主な質問、意見等>

- (委員) 予定運用利回りと責任準備金必要利回りの比率から推計する場合、比率は予定運用利回りの水準によって影響を受けるのではないか。
- (事務局) 同じ予定運用利回りの期間毎に比率を求めて平均しており、そうした要素は勘案している。
- (委員) 予定運用利回りと責任準備金必要利回りの差異は、手帳の平均更新月数が1年間を上回ることに因る部分に加え、長期未更新の存在、更新前の手帳に貼られている証紙の枚数と加算定数のギャップ、就労したのに証紙が貼られない未貼付問題、等の要因によって生じているとの理解で良いか。
- (事務局) 然り。平均更新月数は、あくまでも更新された手帳に関する数字であり、それだけで推計しようとするとも長期未更新等の要因を織り込まず、予定運用利回り引下げの影響を過大評価してしまう。
- (委員) 責任準備金必要利回りが大きく変動しているのは何故か。
- (事務局) 例えば、更新前の手帳に貼られている証紙の枚数と加算定数のギャップについては、実際に貼られた枚数よりも加算定数で推計された枚数の方が多いケースが多いため、退職金が支払われた際に責任準備金の戻入(減少)を発生させる。このため、退職金支払が多い時期は責任準備金必要利回りが低くなる傾向がある。
- (委員) 全体の比率で推計するのはやや大雑把に過ぎる嫌いがある。平均更新月数以外の要因についても個々の影響を推計して、個別に加えて推計できないか。
- (委員) 結局、責任準備金必要利回りは、付利の部分がどうなるか、つまり手帳の更新がある人がどれぐらい実績として出てくるのかに依存し、それを事前に予想す

- ることが難しいので、実績値から類推するしかない、ということだと理解した。
- (事務局) 仰る通り。中退共であれば正規労働者なので予想可能であるが、建退共の場合は非正規労働者であるため、推計はまず不可能に近い。このため、実績値を基に推計している。そうした推計値なので、選択余地がある場合は、必要な利回りは保守的に、逆ザヤになるリスクが低くなるように設定する必要があると考えている。
- (委員) 安定的な平均更新月数を用いた評価値と変動の大きな実績値の乖離を補正係数として把握して、この補正係数の変化をきちんと評価するところから始めてはどうか。
- (事務局) その誤差は、様々な制度的な要因の影響を受けて生じるものなので、長期間の平均値を取ると、制度等の変更による変化が織り込めなくなるという問題があると思料する。
- (委員) 候補の2つの推計方式について、当て嵌まり度合の比較検証は出来ないものか。
- (事務局) 当て嵌まり検証に使えるような予定運用利回りの大幅な変更が行われたケースは殆どないため、サンプルが少な過ぎると思われる。
- (委員) 「責任準備金戻入額－同繰入額」の推移をみると強い下方トレンドがある。一方で責任準備金必要利回りには上方トレンドがあるように見える。恐らく両者はリンクしていると思われるので、このトレンド要因を勘案することが必要ではないか。
- (委員) 責任準備金必要利回りは様々な要因が組み合わさって変動しているものと理解しているが、そうした中で、一定のトレンドを形成する要因があるのか検証が必要。
- (委員) 今回、議論している必要な利回りは、基本ポートフォリオ見直しに使うものと理解しているが、採用された推計方式は、今後ずっと使われることになるのか。それとも見直しの対象になるのか。
- (事務局) 見直された基本ポートフォリオが有効な間は、その有効性を検証する際には今回採用する方式を用いることになる。
- (委員) 継続的に使うのであれば、余り複雑ではない方が良いと考える。
- (委員) 絶対的にどちらが正しい方法という判断材料がない中、現場の感覚は重要ではないか。方法の選択については、現場の判断を尊重してはどうか。いずれの方法を取ったにしても、毎年、毎年検証して、どのぐらい当てはまっているのかを見ていくというのが重要。
- (委員) 責任準備金必要利回りの上方トレンドは無視し得ないものとする。この動きを織り込まない推計値は、保守的とは言えないのではないか。
- (事務局)トレンドを置くのは、一定の方向に賭けることになる。例えば経済変動を均そうとする政策が逆に変動を助長してしまう、プロシクリカルな政策になってし

まうことがあるが、そうしたリスクを取ることは避けたい。

- (委員) サイクルではなくトレンドの話である。足元の3年間は安定しているが、過去の実績をみると、自分の現場感覚からは、トレンドが存在する可能性が高いと考える。責任準備金繰入が増加して資金が流出する傾向が続いていることは無視すべきではない。
- (委員) 建退共制度については、制度の難しさや色々と変化があるということを勘案すると、長期のトレンドを推計するよりも、近年の動きから推計し、2～3年毎に見直しを行って補正していく方が現実的な対処方法ではないか。
- (委員) 向こう5年間使う指標について、短期的な見直しが実行できるとは思えない。
- (事務局) 平成24年度以降、様々な施策が打たれて環境や構造が変わっていると考えられるため、余り長期のトレンドを取ることに疑問がある。
- (委員) 様々な施策の効果で、ここ3年間、トレンドが出ていないのだとすると、効果が薄ければトレンドが復活するのではないか。「責任準備金繰入－戻入」と責任準備金必要利回りの動きは平行なので、トレンドを加味した推計が必要と考える。
- (事務局) 責任準備金繰入と責任準備金必要利回りは必ずしも平行には動いていない。責任準備金必要利回りの方は平成24年度前後で動きが変わっており、これは様々な施策の影響と考えられる。したがって、責任準備金必要利回りの推計については、平成24年度以降の実績を基にすることが適当と考える。
- (委員) 施策の効果は一時的ではなく恒久的との理解で良いか。
- (事務局) 然り。
- (委員) そうであれば、平成24年度の施策の効果が安定する平成26年度以降の動きから算定した推計値が、適切なトレンドを取り入れた推計値ということになるのではないか。
- (委員) 平成24年度以降の動きをみても上昇しており、平成29年度以降3年間は上昇していないが、こちらの方が異常値なのではないか。
- (事務局) 平成24年度から27年度くらいまでは、施策の効果が徐々に浸透していった期間であり、効果が浸透した段階で落ち着くものと考えられる。その動きがずっと続くトレンドではないと考えている。
- (事務局) トrendの問題は計算方法の問題ではなく、データの計算対象期間の問題ではないか。
- (委員) そのような理解で結構である。
- (委員) 定刻を過ぎたので所用のため退出するが、必要利回りの計算に関する提案の方法には、かなり危機的な疑念を持っているということを申し上げておく。
- (委員) 計算方法については、様々な要因を一つ一つ推計することが理想ではあるものの、それが難しいのであれば、次善の策として全体の比率から推計する方式を

採用することで良いか。

- (委員) 異論ない。
- (委員) こうした計算方法はシンプルな方が好ましいと考えるので、それで良い。
- (委員) 自分はトレンド分を加味し得るような計算方法が良いと考える。
- (委員) モデルでかっちりということが理想かもしれないが、建退共固有の環境の変化などを考えると全体の比率から推計する方式をベースに考えていくのが良いと考える。
- (委員) 暫定的にこの案を採用することとして、計算期間と業務経費率に議論を進めることとする。

(3) 必要な利回りの水準を規定する業務経費率及び計算対象期間の選択について

- ・ 事務局と建退共事業本部から、下記の説明が行われた。

[基本的な考え方] (事務局説明)

- ・ 建退共は工事現場を転々とする非正規労働者を対象に、証紙方式で退職金を積み立てている制度であり、その特性から、手帳の長期未更新、未貼付等の問題がある。建退共事業本部ではこうした問題解決のため種々の施策を実施しており、証紙の電子化もその一環。
- ・ そうした施策が成果を上げた場合、例えば電子化プロジェクトの場合、手帳の更新期間は短期化すると考えられ、必要な利回りは上昇する。
- ・ 一方、コストは当面、証紙方式と電子化が併存するため、上昇要因になりかねない。電子化によって情報セキュリティコストも増加が見込まれる。
- ・ これらの要因を総合的に勘案して判断出来るのは、建退共事業本部。
- ・ 積み立て型の資産運用を任されている機構としては、将来の見通しが不透明な時は、保守的な判断をするのが定石であり、逆ザヤの可能性のある選択肢は回避した方が良いと考える。
- ・ 中退共については、過去に多額の累損を抱えた原因を総括し、判断に迷った場合は保守的な判断を採ってきた。それが今日の強固な財務基盤に繋がっていると考えている。

[業務経費率について] (事業本部説明)

- ・ 0.28%案と0.30%案の2つの選択肢を提示。
- ・ 業務経費率は、大きな影響がある電子化プロジェクトに係る一時経費と経常経費を分けた将来の見通しを考える必要あり。
- ・ 電子化プロジェクトの一時経費は、令和元年度から令和3年度にかけて、電子申請方式の本格的実施のためのシステム開発費用等を計上。

- ・ 令和4年度以降は一時的経費がなくなるため、業務経費率はおおむね0.27%程度で推移すると見込む。
- ・ これらを踏まえ、事業本部としては、0.28%案が適切と考え提案。

[計算対象期間について] (事務局説明)

- ・ 11年案、6年案、5年案、3年案の4つの選択肢を提示。
- ・ 11年案は、リーマンショックを含む景気1サイクルをカバーする期間という発想による選択肢。
- ・ 6年案は、平成24年度までは退職金支払額が掛金収入を上回っている他、平成24年度以降に行ってきた一連の施策の影響等、環境の変化を勘案すると11年では長過ぎることを勘案したもの。
- ・ 5年案は、実績値一覧表をみると、平成25年の新・責任準備金必要利回りの水準が突出して低くなっており、この背景が分からない限り、この年度を異常値として除くことが適切と考え、6年案から平成25年度を外したもの。
- ・ 3年案は、予定運用利回りの水準をはじめ、環境をより同質的なものとするため、直近3年間を選んだもの。
- ・ 事務局としては、5年案を提案。

<主な質問、意見等>

[業務経費率について]

- (委員) 一時経費部分の電子化経費は、令和3年度までに完了したケースを想定したものであるとのことだが、システム開発というのは早く終わるとか、想定より早く終わるということはあまりない。令和4年度以降の経費が上振れる可能性も想定しておいた方がよいのではないか。
- (事業本部) 補足すると、電子申請方式はもう出来ている上で運用もしており、契約も行っている状況のため、それほど開発費用の増加はないのではないかと考えている。
- (委員) 令和3年度までで一時的経費は出尽くして、それ以降に余裕金は見えておかなくても良いということか。
- (事業本部) 然り。令和2年度中に本格実施する。
- (委員) 業務経費率が0.28%あれば、建退共の制度運営は十分できると考えてよいか。
- (事業本部) 然り。
- (委員) 何かぶれるファクターというのがあるか。
- (事業本部) 当面は、トレンドも含め、過去5年分を盛り込んだ上でのもののため、0.28%で大丈夫であると考えている。
- (事務局) IT関係の予算はこれからどんどん増えるであろうということを予想しており、特に情報セキュリティの関係の費用というのは、今後、どんどん増えることは

あっても減ることはないだろうという認識である。情報セキュリティコストの増加をどの程度織り込んでいるかが重要と考えている。

(事業本部) 最新のセキュリティで費用を積んでいる。

(委員) キャリアアップシステムとのリンケージに伴う計画は入っているか。

(事務局) キャリアアップの関係が出てきてもここに影響を与えるような費用の増加はないし、かつそういうふうな費用の増加があるとすれば断る考えである。

[計算対象期間について]

(委員) 今後、計算対象期間について新しい年度の数字が出てきた場合、5年間という年数を固定してローリングをするのか、それともサンプル数を増やしていくのか。

(事務局) 基本的にはローリングではなく、サンプル数を増やしていくことを想定している。ただし、来年度については予定運用利回り引下げ直後ということで異常値が出る可能性が高い。その場合は、新しい年度のデータを加えないことはあり得る。

(委員) 異常値と思われる年度を除いた5年というサンプル数は如何にも少ない。保守的な見通しを入れたもう少し大きい数字を目標に考えたほうが良いのではないか。

(事務局) 保守的な上乗せを明確な根拠なしに行うのは不適切と思われるので、保守的な要素を織り込むとすれば、計算期間と業務経費率の選択肢の中で、必要な利回りが高めになるものを選ぶということかと思う。

(委員) 保守的な要素が入るのであれば、やり方には拘らない。

(委員) 平成25年から環境が大きく変わったのだとすれば、それ以前の環境をつなげる必要はないので、11年はあり得ないと思う。最近の7年間から、上下1つずつ突出した年度を除くというのは、統計的にも良く使われる手法であり違和感はない。

(委員) 保守的にという観点からは、平均値ではなく、最も悲観的な数字を使うという考え方もあり得る。今回の予定運用利回りの引下げ幅はかなり大きいので、資金繰りを悪化させ責任準備金繰入額を増やす可能性があるため、より保守的な対応が必要ではないか。

(委員) 今回の話は、必要利回りを求めるための比率を計算する期間をどこに取るかという話であるため、保守的というのも、数字が高い低いという話とも少し違うのではないか。

(委員) 期間をどう取るかという議論だとすると、平成24年度にかなりファンダメンタルな変化、かつパーマネントな変化が起きているのだとすると、構造変化が起きている期間は外すのが一つの考え方。現場として、平成24年度の効果



が出尽くしたのはいつ頃との見方か。

(事業本部) 平成 26 年以降と考えており、平成 26 年以降の方が安定していると考えている。

(委員) 平成 26 年以降の方が安定しているということ、また平成 25 年は過渡期であったということ、それから平成 28 年も利回りが大きく変わったのが反映されているということである意味で過渡期であったということであれば、期間 5 年というのが有力な案になってくるのではないか。

(委員) 5 年案が自然で良いと考える。

(了)

## 令和2年度第9回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年2月19日（金）13：30～16：10

【開催方法】 WEB開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

（注）新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長がWEB開催を決定した。

※資産運用委員会規程に基づき、議題1については委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの同席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 建退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

##### （1）建退共における必要な利回りの算定方法について

建退共の“必要な利回り”の算定方法については、前回委員会において暫定的に承認されたが、事務局が、これまでの議論を整理・総括し、今後取り組むべき課題を確認、改善に向けて継続的に取り組む方針を明確にした。これを受けて、必要な利回りの算定方法が、改めて正式に委員会として了承された。事務局の説明の概要は下記のとおり。

- ・前回委員会で暫定的にご承認いただいた算定方法に、委員から2点ご指摘をいただいた。
  - ①逆ザヤと剰余金枯渇リスクというジレンマを抱えた建退共では、必要な利回りの水準に精緻さが求められる。
  - ②暫定的に承認された算定方法は、全体の水準を推計するもので、精緻な要因分解が出来ないため、改善が必要。
- ・従来、高水準の累積剰余金を有していた建退共では、必要な利回りの水準について十分な検討が行われていなかった。
- ・今回、その重要性が再認識され、その変動要因等に関する理解が大きく前進した。
- ・しかし、精緻な要因分解のためのデータ整理や分析にはなお時間を要する。
- ・従って、精緻な要因分解は今後の継続検討課題とし、今回は前回委員会で暫定的に承認された方法を用いることとする。

#### <主な質問、意見等>

- （委員） 当委員会自体は資産運用委員会なので、資産運用の妥当性を確保、検証することが目的であるが、そのためには負債サイドから求められる必要利回りを正確に把握することが前提になる。
- （委員） 当委員会では資産運用に関係する分野の専門家が集まっているが、それぞれが得意とする分野は異なっており、個々の問題について基本的には各人の専門

的な立場から意見を言っている。したがって、単純な多数決で結論を出すことは避けるべき場合もあると思料する。

(委員) 必要な利回りの算定方法に関する事務局案については、改善の余地はあると思われるが、システム面の制約等からすぐに対応が難しいということは理解出来るので、継続検討が行われるということでもあり、了承する。

## (2) 自家運用債券ラダー再構築の検討について

建退共事業本部より、前回委員会では了承された15年のラダー型運用を行う場合の具体的な債券の年限構成について、試算結果の報告と、それに基づく方針案が示され、審議の結果、了承された。

- ・15年債の既発債と10年新発国債により15年ラダーを構築するパターンに加え、委員からご提案いただいた20年新発国債を組み合わせて平均残存年数を15年ラダーと同等にするパターンについて試算を行い、比較した。
- ・結果を見ると、20年新発債を組み入れた場合の期待収益率の改善度合いは限定的であり、その結果取ることになる期間のリスクに見合わない判断された。このため、自家運用の投資方式としては、10年新発国債と15年既発国債の組み合わせを採用することとしたい。
- ・ただし、15年新発債の入手可能性の低さと、既発債の収益性が相対的に劣ることに鑑み、地方金融機構が発行するFLIP債や金融債等、利回りの高い新発債券を購入する等工夫を行うことで、期待リターンの引上げを目指す。
- ・2030年以降の償還金額（ラダーの高さ）が400億円となるよう再投資を行うシミュレーションであるが、2029年までは年度によって余剰キャッシュが発生するため、効率的な投資方法を検討する。
- ・自家運用の運営方法が決まったため、今後は、委託運用部分の検討を行う。具体的には、期待リターン等について変動許容幅を設定するためのリサンプリング法の検討、期待リターンの推計方法の見直しを含めたヘッジ付外国債券採用の可否の検討、ベンチマークの再確認等を行い、委員会における審議の上、最終的なアセットミックス案の作成・提示を行う予定である。

## <主な質問、意見等>

(委員) 超長期の試算における長期金利見通し如何。

(事務局) 金利については現状のゼロ近傍での横這いを想定している。将来、長期金利が上昇基調に転じた場合には、基本ポートフォリオと共にこの見通しも見直すことを検討することになる。

(委員) コロナ禍における投資中断といった事態が今後も想定されるが、そのような場合にラダーを維持していくための対策等は検討しているのか。

- (事務局) ラダーが乱れる事態の発生はあり得るが、国債だけで構築しているわけではないので、商工債やFLIP債なども組み合わせることで想定しているラダーに戻していくことは可能と考えている。
- (委員) FLIP債について、投資先の集中リスクには留意が必要。これは、クレジットリスクということではなく、制度自体が比較的新しいものであるため、マーケットへの影響や購入方法といったものが変化する可能性があるということ留意しておく必要があるということ。その点を除けば、FLIP債の活用は合理的な選択と史料する。
- (委員) 国債15年債の既発債について、債券市場において十分な流動性があるのか。15年にこだわらず、その前後の年限の既発債を購入しても良いのではないのか。
- (委員) 今回提示されたのは、あくまでも年限構成を見るためのシミュレーションという理解。具体的な投資対象については、今後、中退共の例も参考にしながらルールを詰めて欲しい。
- (委員) 自家運用債券の利回り等を前提として、次の段階として最適ポートフォリオの議論に入っていかなければならないが、併せてマネジャー・ストラクチャーについても議論が必要。それらのスケジュール感を、ぜひ事業本部の方から出していただきたい。
- (事業本部) そうしたスケジュール感を提出させていただく。
- (委員) 建退共については、マネジャー・ストラクチャーが、かなり変則的な委託の仕方になっている。バランス型委託であるにも関わらず各委託先へは必ずしも基本ポートフォリオの相似形でもなく、委託資産が2資産だったり3資産だったり、各機関においてばらばらである。これは全体のアセットミックスを管理するのに非常に難しい形態と史料する。全体のアセットミックスの管理というのは実際にどのようなルールでリバランス等を実施しているのか疑問に感じている。
- また、個別の資産クラスについて、スタイルミックスがどのような考え方で行われているのか、そうした点についても、過去の実績のレビューを含めてお願いしたい。その場合、個別資産のリスク・リターン、アセットミックスについてのリバランスのルール、実際のアセットミックスと政策アセットミックスの乖離状況とその管理方法、といったものについて分析したものをご提示いただきたい。その分析の上に立たないと、スケジュールを作っても議論が出来ない。まずは、改善すべき点を整理した上で進めるのが良い。
- (事業本部) 御指摘のような方向で検討し、次回の委員会に提出させていただきたい。
- (委員) これまでの状況に関するレビューは大変重要。また、近年の展開として、林退共や清退共での合同運用開始等様々な変化がある。そうした経験や、建退共の自家運用について実施した様々な分析、そうしたものを生かせるような形で

レビューを是非やっていただきたい。

なお、建退共の場合は運営委員会に対してきちんとした説明をする必要があり、理事長代理がその重責を担っている。この資産運用委員会としても、それを全面的にサポートすべき。そのサポート材料としても、過去の経緯と実績はなるべくクリアな形で御提示いただきたい。

(事業本部) 御意見を踏まえて作業をさせていただきたい。

## 2. 資産運用におけるガバナンスについて

事務局より、機構の資産運用におけるガバナンスについての現状認識と考え方についての説明が行われ、審議の結果、委員会として了承された。

説明の概要は下記のとおり。

- ・日本版スチュワードシップ・コードの累次の改訂に代表されるように、ガバナンスの観点から資産運用業務に携わる機関に求められる事項、要求水準は確実に上昇していると思われる。そうした中、中退共については、スチュワードシップ活動を含めて実質的な体制整備が進んだものの、建退共においては、これから整備していく状況。このため、改めて機構の資産運用におけるガバナンスについて現状認識を関係者間で共有させていただくとともに、今後の課題を確認しておきたい。
- ・当機構における資産運用業務に関するガバナンスの議論の出発点は、平成 25 年 12 月 24 日に閣議決定された「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」において、「金融業務を行う」法人と位置付けられたことにある。
- ・平成 27 年 4 月に改正された独法通則法において、中期目標管理型の法人に分類されており、平成 30 年度からの第 4 期中期計画における中期目標では、資産運用がその重要性に鑑みて、中期目標の最初の項目に位置付けられた。
- ・独法通則法改正では、役員の職務忠実義務や、業務方法書への内部統制の体制記載、主務大臣による適材適所の人材登用が規定された。  
内部統制については、資産運用の統制環境を煎じ詰めたものとして、下記の理事長方針が示されている。
  - 「金融業というのは、元々公共的な使命を帯びているので、高い職業倫理が要求されていることに加え、情報の非対称性がある業務なので、機構には共済契約者並びに被共済者に対して、リスクの指摘責任がある」
- ・人材については、役員は高度な知識及び経験を有する者のうちから任命することが明文化され、役員の果たすべき機能への要求水準が高められている。
- ・独法通則法改正に合わせて改正された中退法では、実効性あるリスク管理体制の整備の具体的施策として当資産運用委員会が設置された。
- ・こうした法整備を背景に、中退共では、歴代勤生課長にブリッジ役を果たしていた

だくことで、資産運用委員会、労政審の中退部会、厚労省、機構という関係者間でリスク、リターン、累積剰余金の関係等に関する理解・認識が共有されるなど、ガバナンス体制が構築された。

- ・清退共・林退共は、中退共との合同運用に参加することで、中退共が構築したガバナンス体制のメリットを共有している。
- ・一方、建退共については、独自運用を続ける中、これから、運営委員会等関係機関の間での理解・認識を共有する体制を確立していく段階にある。
- ・アセットオーナーに対するスチュワードシップ活動の要請が一段と強まっているが、投資先企業にガバナンス強化を働きかけるスチュワードシップ活動を展開するには、自らの制度におけるガバナンスが確立され、維持・向上が図られていることが前提。この点、中退共・清退共・林退共では、トップ面談、活動報告会の複層構造で展開する活動が年々充実、当機構の無形資産になりつつある。
- ・一方、単独運用を行っている建退共については、スチュワードシップ活動の拡充も今後の大きな課題。
- ・機構役職員には、運営委員会等関係機関に対し、十分な説明を行う責務があると共に、運用業務において、専門家として注意義務（ブルーデント・エキスパート・ルール）を満たす行動が求められるが、機構全体として均質なサービスを提供することが、今後の課題。
- ・今後は、役職員間でこうした問題意識を共有、改善するため、行動規範的なものを整備出来ないか、検討してまいりたい。

#### <主な質問、意見等>

(委員) 建退共に関する意思決定の場である運営委員会等での決定はインフォームド・ディシジョンでなければならない。運営委員会等にきちんと御理解いただくのは大変重要であるが、執行部門で運営委員会等への説明を担当する理事長代理には是非、頑張ってください。この資産運用委員会としても理事長代理による説明を支えるために出来ることを全てやる必要がある。そうした活動がスチュワードシップという大きな概念と強く結び付くものであるといったことがよく理解出来た。

(委員) 中退法で規定された資産運用委員会の役割である「監視」については、悪いことが行われていないかを監視するだけではなく、出来ることは全部やっているかを監視することも重要と史料。

建退共の基本ポートフォリオ見直しについて言えば、資産運用委員やコンサルタントの知見、機構が近年資産運用分野で達成したレベルアップの経験、そういったものを全て活用し、また考え得る選択肢を全てテーブル上に並べた

上で、公正に長所短所に関する情報を提供して分かり易く運営委員会等の方々に説明する、そうしたことが理事長代理の下で行われているかどうか、を見ていくことも資産運用委員会の仕事である。

例えば、合同運用という選択肢は、林退共、清退共での実行済みの経験としてあるので、そうした経験も活かすことが必要。

(委員) 中退法には資産運用委員会による「建議」という行為も規定されているが、建退共に関することで建議を行う場合、提出先は理事長か理事長代理か。

(事業本部) 法律の文言のとおり、理事長である。

(委員) 各法人の業務遂行が適切に行われていれば建議には至らない。そのためには、考え得る選択肢について、メリット・デメリットをフェアに整理して提示する、そうしたプロセスをきちんと踏んで証跡として残していく、後から検証可能な形で残していくことが重要である。

(委員) 今回のガバナンスの議論の出発点は、以前に委員から行動規範を設けることを提案されたことであつた、とのことであるが、行動規範とガバナンスの関係如何。

(委員) 提案した数年前にイメージしたのは、基本的には忠実義務と注意義務に関してもう少し具体的な行動を表現したものであり、資産運用業務を行うに際して常に念頭に置くべきことを規範として書いておくことであつた。しかし、資産運用業務に携わる者に求められることは進化しており、ガバナンスのような広い観点から整理したものを共有しておくことでも良いと考える。

(事務局) 議論したいことはガバナンスをどうしていくかであつて、行動規範について一から議論しようとしている訳ではない。行動規範は、理事長方針として示したことに集約されている。この理事長方針は、ガバナンスの要でもある、内部統制における統制環境であり、これを前提として、内部統制、ガバナンスについての議論をしたいと考えた次第である。

(編集注) 独法通則法改正で法人内部のガバナンス強化が求められ、業務方法書にガバナンスの要でもある、内部統制の体制を記載することになった。(第28条)

(委員) 資料の中で、「フィデューシャリー・デューティー⇨受託者責任」という記述があるが、ニアリーイコールの意味合い如何。

(事務局) 両者の意味が微妙に異なり、イコールと言い切る自信が無かつたためである。

(委員) 例えばフィデューシャリー・デューティーの解釈について、お客様第一と訳される場合もあるが、本来のフィデューシャリー・デューティーは、第一というような次元ではなく、受益者の利益に専念するルールで、他の利益のことを考えてはいけないというルールである。当初、行動規範のようなものを提案した時には、そうした概念を正確に理解するためのもの、という意図もあつた。

- (理事長) フィデューシャリー・デューティー≡受託者責任、このニアリーイコールに非常に大きな意味がある。今、この審議を聞いている機構の職員、理事には、このニアリーイコールという意味をぜひ追求してもらいたい。それを踏まえて次の基本ポートフォリオの議論に入るといい議論になるのではないかと思う。フィデューシャリー・デューティーの解釈については完全に定まったものはないが、一般的な解釈である受託者責任とイコールだとすると、資料にもあるとおり、忠実義務と注意義務に分解される。あえて、『≡』としたのは、理事長は忠実義務と注意義務に加え、資産運用業務を受託している者のフィロソフィー、即ち統制環境のようなものを包含した概念であると捉えているからである。
- (委員) 行動規範という言葉は、服務準則のようなものではなく、もっと概念的なものではないか。機構は、金融に関する専門集団、実務遂行集団である以上、公共的な使命を帯びると共に、顧客との間に情報の非対称性が確実にある。また、資産運用委員会と、財務問題・基本問題検討会あるいは運営委員会の間でも情報の非対称性がある。そうすると、機構と当委員会にはリスク指摘責任があり、エキスパートとしての責任を果たさなければいけない。これはちょっとおせっかいかもしれないけれども言わなければいけないというぐらいの責任を課すルールではないか。行動規範については、どういう精神を、スピリットを込めるのかということ、よく議論しておくべきものである。
- (委員) 他人の大事な資産を預かっている、運営している、その業務に携わっている者は、高度な専門家としてのプロセス責任をきちんと果たしているかどうかを常に自分に問いながら行動していなければいけない。またそのことを皆が共有しておかないと、根拠のない意思決定をして加入者の利益を損ねる可能性があるため、そのような事態を極力排除したい、そんな意図から行動規範というものを提案した。
- (委員) 近年資産運用に携わる者の心構えをめぐる環境が劇的に変わっているのではないか。今や金融界あるいはパブリックセクターにおいて、この辺の判断あるいは評価のバーというのはものすごく高くなっている。このバーはこれからまだまだ上がっていくと思われる。この委員会でのガバナンスをめぐる議論というのは、議論が全部記録として公表される訳なので、内容の質が低ければ後世に指弾される、そうした認識と覚悟を持って議論に取り組む必要がある。また、この件については厚労省の皆様とも倫理感、フィロソフィーについて認識を相当一致させていくことが非常に重要と思料する。
- (委員) 大変有意義な議論が行われたと思う。ぜひこれらを共有して、今後もこの委員会として貢献してまいりたい。



### 3. 議事録の確認

事務局より、令和2年度第5回、第6回、第7回及び第8回資産運用委員会議事録(案)について、3月上旬を目処に各資産運用委員から修正の要否を事務局に連絡することが了承された。

### 4. 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)

事務局より、令和2年4月から12月までの6経理(注)の運用状況について、概略以下のとおり報告があり、審議の結果、了承された。

(注) 合同運用資産(中退共給付経理、清退共給付経理、林退共給付経理)、建退共給付経理・特別給付経理、清退共特別給付経理

- ・国内株式は年度初から3割強、外国株式は5割弱と、国内外共に株価の上昇傾向が続いており、利回りについて各経理とも委託部分は+10%前後、全体でも+3~5%程度の伸びとなった。
- ・運用受託機関のパフォーマンスの観点では、建退共給付経理の外国株式、建退共特別給付経理の外国債券で若干のマイナスとなった以外は、全ての経理、資産クラスで超過収益を上げた。
- ・合同運用資産のアクティブ運用受託機関の動きについて、期待されたパターンのパフォーマンスを示しており、スタイル分散が機能していると考えられる。

#### <主な質疑応答等>

- (委員) 中退共の外国株式や建退共特別給付経理の国内株式における時間加重収益率の超過収益率について、非常に大きな超過収益が出ているが、リスクの観点でこれは問題ないのか。
- (事務局) 各市場の収益率自体が大きく伸びている中での高めの超過収益であるため、大きなリスクを取っているわけではないと認識している。
- (事業本部) 建退共特別給付経理の国内株式については、1社で行っていることからぶれが大きく、ポートフォリオのリスク管理の面からも適切とは言えないため、給付経理との合同運用を予定している。

### 5. 中退共の自家運用債券について

事務局より、来年度実施予定の中退共の基本ポートフォリオ見直しに向け、被共済者数の将来予測についての報告が行われた。審議の上、委員会として情報が共有された。

また、コロナ禍における資金収支の急変に対応するために再投資を止めていた自家

運用について、十分な流動性が確保出来たと考えられることから、当面、継続的な購入が必要な債券を購入するとの報告があり、併せて、次回の資産運用委員会では、流動性確保の現状報告と、それを踏まえた再投資再開を議題とすることが予告され、了承された。

被共済者数の将来予測に関する報告の概要は以下のとおり。

- ・実施したのは、被共済者数（在籍者数）の将来予測。政府の労働力人口の見通しを基に、過去における中退共被共済者数と労働力人口の割合の推移等から、被共済者数の長期見通しを予測したもの。
- ・労働力人口については、今後 20 年間に、シナリオに関わらず大幅に減少することが予測されている。
- ・中退共の被共済者数（在籍者数）が労働力人口に占める割合は、近年、上昇傾向を辿っている。このため、この対労働力人口比率が上昇傾向を続けた場合と、同比率が今後横ばいで推移する場合の 2 つのパターンを想定し、労働力人口に関する政府見通しの 3 つのシナリオ（成長達成、ベースライン、ゼロ成長）それぞれについて試算を行った。
- ・中退共被共済者数の割合が上昇を続けるケースでは、ベースラインケースでも被共済者数は概ね維持され、成長実現ケースでは若干ながら増加するとの試算結果。しかしゼロ成長では加入率ではマイナスになる。
- ・中退共被共済者数の労働力人口に占める割合が現状横ばいで推移した場合は、労働力人口と同じペースで減少するため、2040 年までにベースラインケースで 15% 減少、ゼロ成長ケースでは約 20% 減少。
- ・被共済者数が減らないように事業推進活動は実施していきたいが、景気動向にも左右されるため、動向を見極めながら、自家運用部分のラダーの維持可能性を点検し、必要に応じて調整を行っていきたい。

#### <主な質疑応答等>

- (委員) 労働力人口の予測が 2020 年以降下降トレンドを辿るにもかかわらず、中退共の被共済者数が横這いしないし増大となる見通しは、楽観的に過ぎるのではないか。労働力人口と同じペースで減少する方のシナリオの方を主に見るような慎重な対応を望む。
- (委員) 基本ポートフォリオ見直しにおけるシナリオを作成するにあたり、中小企業の従業員数に占める中退共の被共済者数の割合についての過去の実績やトレンド、これらの変動し得る要因を提示してほしい。
- (事務局) 承知した。
- (委員) 債券購入再開について、コロナ禍における事業所や被共済者の加入・退職状況を提示してほしい。

(事務局) 承知した。

6. パッシブファンドのマネストについて

事務局より、合同運用資産のパッシブ運用に係る運用受託機関および管理受託機関の最終選考結果についての報告が行われた。

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が実施中の選考に影響を与える可能性に配慮し、後日、選考結果等を総括する資料の中で公表することを予定。

(了)

## 令和2年度第10回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年3月15日（月）13：30～17：05

【開催方法】 WEB開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

（注）新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長がWEB開催を決定した。

### 【議事要旨】

#### 1. 資産運用委員会議事録の確認

事務局より、令和2年度第5回、第6回、第7回及び第8回資産運用委員会議事録について、委員による最終確認が完了したため、7年後に公表する旨の報告が行われた。

#### 2. 資産運用におけるガバナンスについて

前回の委員会で審議を行った独法通則法の趣旨を踏まえたガバナンスの在り方、金融業を行う公的機関に求められるガバナンスに続き、今回は役職員の行動規範について審議が行われた。審議の結果、委員会として現状に関する認識を共有したことと、今後も継続的に議論を深めていくことが確認された。

事務局からの説明の概要は下記のとおり。

##### (1) 令和3年2月の機構理事会における理事長コメント

- ・理事長は、これまでも折に触れて、特に理事会では繰り返し、役職員に対し金融業を行う公的機関における職業倫理の重要性について説明し、理解・浸透を図ってきた。今回は、資産運用を主な題材に、独法通則法改正以後の機構の経験や、金融業界における他機関の事例を具体的に示しつつ、高い職業倫理を踏まえて、やるべきこと、やってはいけないことを説明した。
- ・まず、内部統制における統制環境である以下の理事長方針を確認。  
「金融業というのは元々公共的な使命を帯びているので、高い職業倫理が要求されていることに加え、情報の非対称性がある業務なので、機構には共済契約者並びに被共済者に対してリスクの指摘責任がある。」
- ・次にコンプライアンス委員会の外部有識者委員の下記の意見を紹介。  
「公的機関であり金融機関である機構においては、世の中一般よりも一段上を行く高潔さを持った対応やこだわりが必要」
- ・その上で、資産運用業務について以下の3点を指摘。
- ・資産運用の受託者として、エキスパートとしてのリスクの指摘責任があり、お節介をやくような行動が求められる。
- ・金融業界関係者は、高い職業倫理が求められているにも関わらず、それに反する行

いをして厳しい制裁を受けた経験・事例を共有しているので、そうした行為に敏感であるが、金融業界経験者でない場合は注意が必要である。

- ・資産運用業務に携わる役職員は、フィデューシャリー・デューティー（≒受託者責任）、プルーデント・エキスパート・ルール並びにスチュワードシップ・コードの原則1という、資産運用業務の根幹に関わるルールを踏まえる必要がある。

(2) GPIF行動規範

- ・受託者としての責任の項目は、「専ら被保険者のために」、「プルーデント・エキスパート・ルール」、「受託者責任」と、今までの議論の要素が凝縮された内容。
- ・役職員が自己研鑽と専門性の向上に努めるべきことも明記されており、今後、機構における行動規範を制定する場合には、参考にするべき内容と考える。

(3) 確定給付企業年金に係る受託者責任ガイドライン

- ・ガイドラインの性格、位置付けとして、具体的な行動指針であり、法令そのものではないが、裁判所が判断を下す場合の参考とされるところと書かれており、リーガルリスクを判断するためにも重要な資料と考えられる。
- ・善管注意義務や忠実義務に反した場合は損害賠償責任があること、義務を果たしたか否かの判断は運用実績ではなくプロセス責任によって判断されるべきことなどが明記されている。

<主な質問、意見等>

- (委員) 何年前前の委員会で、行動規範があっても良いと提言した際には、このGPIFの行動規範が念頭にあった。非常に簡潔に書かれたものだが、共通して持つべき心構えや基本姿勢が非常に端的に表現されており、こうしたものを関係者で共有すると良いと思われた。
- (委員) 企業年金のガイドライン自体は1997年からもう既に存在していたが、運営に魂が入っていなかった観があって、AIJ事件等が起こり、後手に回った形で2012年に大幅改正が行われた。
- (委員) このガイドラインは企業年金のものなので、当資金の運用とはやや異なるが、当機構の運営する資金はもっと公共的かつ大規模なものなので、社会的・公共的な影響度からしてさらに一段上の厳しさが要請されるのではないか。
- (委員) 「運用実績の結果で判断するのではなく、職務遂行の時点を基準として、職務遂行の過程が適切かどうかにより判断すべきものである。」という文言があるが、これは、対外的に説明する際、例えばインデックスに対してプラスだから良いという説明をしてはならないということを意味する。
- (委員) 長期的投資家として相場下落時にも信任を持ち続けてもらうためには、毎年毎年、毎月毎月、プロセスはちゃんとやっているということを言えなければいけない。我々が責任を問われるのはプロセスであり、プロセスを持続可能なも

のにするような仕掛けをちゃんと構築しているのか、統制環境を用意しているのか、あるいは組織文化を醸成しているのが重要。

(委員) 「ガイドラインは裁判所が判断を下す際の参考にされるものと思われる」という表現は相当気合いが入っていると思料。世の中の常識はこうなんだということ把握する点で非常に参考になる文章ではないか。

(委員) プロセス責任というのは、将来のことは分からないわけで、考えるべきことをいろいろと考えた上で判断をしたかどうか、中途半端な形で結論を出していないということが非常に重要。

(委員) 機構は、基本ポートフォリオの策定やマネジャー・ストラクチャーの決定はかなり精緻にやっている印象だが、方針決定後の検証についてはもう一段改善の余地があるのではないか。例えば運用受託機関のパフォーマンス評価では、期間中の超過収益率の平均値が良ければ良いというものではなく、取るといったリスクをきちんと取っているのかという形での検証も必要である。

(委員) 長期というのは短期の積み重ねであり、短期の積み重ねとして検証していく必要がある。

(事務局) 検証について改善の余地ありとのご指摘についてはその通りと考える。中退共については2年以内に完成させたいのでぜひお力をお貸しいただきたい。

ただし、建退共はともそのレベルには至っていないので、評価の前の段階のマネジャーの見直しを行う必要がある。

行動規範については、体制整備や意識改革を進める中、漸く実効的な形で導入する準備が整ったのではないかと感じている。

GPIFとの大きな違いとして、受託者責任の書き振りが異なる。GPIFは「専ら被保険者の利益のために」とあるが、我が機構では、最終受益者は被共済者と共済契約者と2つある。この点については、再改訂された日本版スチュワードシップ・コードの原則1の「最終受益者の視点を意識して」という言葉の解釈について審議した結果、この制度の持続可能性が双方の最終受益者の利益に適うものであり、重要ということになった。

理事会へのコメントで理事長が非常に言いたかった大事なことは、特退共は業界がつくった退職金制度なので、業界の意向は十分に尊重されるべきであるが、機構は金融業を行う機関として、業界の意向は尊重するけれども、制度の持続可能性の観点から責任を持って判断することが、忠実義務、善管注意義務として求められている、ということ。業界の意向を調整することに重きを置き過ぎて、本当にそれが被共済者のためになるのかという切り口を忘れてはならないということである。

損害賠償については、金融機関経験者のように不良債権問題等鉛筆をなめたり都合の良い数字をつまみ食いした結果の懲罰の恐ろしさを経験していないと、

中々怖さが実感できないため、金融業を行う公的機関として高い職業倫理が必要ということに加え、それを踏み外したときの制裁は大きいという注意喚起も始めたところである。

(委員) 企業年金は個々の企業がつくっているが、企業からは意思決定としては独立させる形で存在し、企業ではなく、企業年金の受益者のほうを見て意思決定をすることが求められ、企業の意向を十分尊重しなさいという話は基本的には出てこない。

一方で、特退共については、業界がつくった退職金制度だとしても、業界の意向を尊重するというのは、企業年金ではあまり表には出てこない話だと思う。企業年金との対比でご教示願いたい。この点、補足説明をお願いしたい。

(事業本部) 特退共は、昭和40年の少し前に、建設業団体から、業界内を転々と移転するという雇用形態を持つ建設業界に見合った退職金制度をという強い要望に基づいて創設された。そういう経緯を踏まえ、いろいろな運営の場面で運営委員会をはじめとする共済契約者の御意見を伺いながら今まで事業を運営してきたという経緯である。

(委員) 企業年金は元々母体である企業とは切り離された存在で、企業との間の利益相反が発生しないように行政から指導されている。

建退共における運営委員会との関係は、企業年金と企業との位置関係から見るとかなり異質、風変わりに見える。最終受益者の利益に対して、業界の意向を十分に尊重することが利益相反を生じないのかという難しい問題が出てくるのではないか。

(事務局) 建退共制度というのは資産運用だけではない。また、被共済者は企業と1対1の関係ではなくて、建設現場を転々とする人たちのために、業界がつくった制度である。したがって、制度自体に関することについては業界を代表する運営委員会で議論することになっている。その中で、例えば予定運用利回りは労働政策審議会の審議を経て閣議で決定されるが、業界から要望が示される。だからといって利益相反に直接結びつくわけではない。業界がつくって、積み重ねている退職金制度だから、やはり業界の意向を酌む必要がある。

(委員) 企業年金では、年金受給権をいかに保護するかが軸になっている。受給権の保護が主目的なので、企業は企業年金を企業経営に都合のいいように使ってはいけない。また、年金運用の意思決定者には、受給権保護のために最大限の努力を払うように忠実義務、注意義務が課されている。

例えば米国のエイボン・レターという事件では、企業の年金基金が保有する自社の株の議決権行使において、企業の意向ではなく、あくまでも受給権者の利益を考慮して年金基金が行使すべきことが当局から示された。

そうした観点から見ると、中退法において被共済者と共済契約者が並べられ

ている構成は、受託者責任が非常に曖昧になっているのではないかと史料。

業界の年金制度ということでは、以前は、全国建設厚生年金基金とか、製紙業や自動車販売業の地域毎の厚生年金基金等が多数存在したが、そうした業界がつくった厚生年金基金制度の理事も、受給者の利益に反するようなことであれば業界や経営者の意向を受け入れてはならない。そういうことが義務づけられている。年金基金の場合は明確にそのような構造になっている。

建退共制度においては、この業界との関係が今一つはっきりしない。運用において、業界の利益と受給者の利益の仕切りをいかに作るかということが、この制度の課題ではないか。

(委員) 理事会のコメントについては、建退共制度について、受給権の保護、最終受益者の利益を大事にするということをもっと明確に打ち出した方が良いと史料する。

(委員) このキーワードはやはり金融業務を行う中期目標管理型の法人ではないか。金融業務は、非常に情報の非対称性等があるため、リスクの指摘責任までであるという要素を持つ。また、機構の場合には金融業務と公共機関の掛け算になっているうえ、中期目標管理型の法人という特定の存在の仕方決められている。

中期目標管理型の独立行政法人としての評価や、主務大臣との関係、そういった様々な在り方を全部満たした上で、さらに専らその利益を図るべき最終受益者を根拠法で明確に定義することは難しいのかもしれない。しかし資産運用委員会の一種の合意としてのスピリットとしては、被共済者、労働者のほうが最初に来るということが共有されていると私は思っている。そうしたスピリットと、共済契約者や業界との関係に関する文言との間にちょっとしたずれがあるのかもしれない。しかし、そのずれは修復不能ではなく、いずれ種々な概念が時代とともにこなれていけば、結局は我々のスピリットと融合するような気がしている。

(事務局) 全くおっしゃるとおりで、実は金融業務という言葉に全てを込めている。いろいろな法律とか、閣議決定とか、その中で許される言葉を使わざるを得ない中で、金融業務であれば当然のこととして受け入れられ易いということ。本来は、基本法に「専ら被共済者のために」という言葉が入れば非常に分かりやすくなるが、現状、執行機関のトップとして許される表現としては、ここがぎりぎりだということ。究極的には、やはり被共済者のためと思っている。

(委員) 恐らくGPIFの行動規範というのは、対外説明用に、情報の非対称性を解消するために明確で分かりやすく簡潔な資料を用意したものではないか。一方で、理事会の資料は、中退共制度を熟知した機構の役職員向けであるので、資産運用委員にとっては、情報が足りないところがある。出来れば、この資料のポイントを資産運用委員でも理解できるように、かみ砕いた内容にしたものを



ご提供頂けると良い。

(委員) こういう議論を重ねていくことで認識がさらに深まっていく部分もあると思われる。日常的に、本当にこれが受託者責任にかなっているかという観点で、胸に手を当てながら議論し、また行動することが重要。

委員会に向けたかみ砕いた資料を、というリクエストについては、折々また機会を見ながら議論し、まとめる方向で努力していく、まとめ方については御相談しながら決めていくということでしょうか。

(事務局) 受託者責任等の問題については、もう少し役職員に理解してもらったほうがいいと強く思っており、昨年から理事会でメッセージを出している。今後も継続的に出していくつもりであり、その過程で、機構の中で議論を深め、また委員会にお示しできるものがあればお示しする。

(委員) 行動規範については、資産運用に関わる部分を切り離してつくるというのの一つの手ではないか。企業年金法の中でも、特に資産運用に関わる理事はという表現の部分もあるので、そういうところを切り出してつくる方法がある。そういうことも含めて御検討頂きたい。

### 3. 建退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

建退共事業本部より、前回までの委員会での議論を踏まえて、建退共資産運用業務の現状及び課題について報告が行われた。続いて事務局より、現在の運営体制の問題点解決のために、委託運用部分を中退共・清退共・林退共との合同運用へ移行する方針が提案された。審議の結果、合同運用移行方針が、条件付きで了承された。

建退共事業本部及び事務局からの説明及び提案の概要は、以下の通り。

#### (1) 建退共資産運用業務の現状（事業本部からの説明）

- ・ 現在のマネジャー・ストラクチャーは、平成15年度のマネスト見直し時に導入された不完全なバランス型のマネジャー・ストラクチャーであり、バランス型の本来持つリバランスアウトソース機能が享受でき難い構造となっており、資産配分効果のマイナスに繋がった。個別資産効果についても、資産毎に最善の委託先を選択できないバランス型運用の制約の下、リスク分散効果の低下、割高な運用報酬負担、アクティブファンドによるリバランスコスト等によりマイナスとなった。
- ・ 年度末には、アセットアロケーションのリバランスに合わせて、委託シェアの見直しも行っているが、直近数年間のパフォーマンス(超過収益率)を重視してきた結果、スタイルの偏りによるリスク分散機能低下を助長する形となった。
- ・ こうした現状と、単独バランス型運用、単独特化型運用、合同運用の4つの運用体制について、メリット、デメリットを比較すると、建退共における資産運用の人員体制の限界や、規模によるコストメリットなどから、委託比率変更時やリバランスに係る事務負担を除いては、総じて合同運用にメリットがあるという結果となった。

た。

- 平成 16 年度から令和元年度までの建退共の包括信託（資産全体）超過収益の推移をみると、期間全体、直近 10 年間、直近 5 年間では、報酬控除前で見れば超過収益率はわずかにプラスとなっているが、報酬控除後では何れの期間で見てもマイナスとなっている。
  - 前回のマネジャー・ストラクチャー実施時の資料に、リバランス機能を維持する方針が記載されているにも関わらず、不完全なバランス型運用が採用された理由は、当時の資料からは確認できず、不明である。
- (2) 建退共における委託運用部分の合同運用移行の考え方（事務局からの説明）
- 現在のマネジャー・ストラクチャーは、リスク分散のための体制上の不備、すなわち、スタイル分散という概念を持たずに運用受託機関を管理してきた結果、スタイルに偏りができてしまっており、必要な利回りを最小限のリスクでという意味での安全かつ効率的な運用ができていない状況にある。
  - したがって、マネジャー・ストラクチャーを見直す必要があるが、現在の、資産運用の専門家が 1 名という陣容では、マネジャー・ストラクチャー見直しの実施は困難というのが実情。
  - これは、独法通則法改正の趣旨の一つである P D C A サイクルを機能させることができないということであり、こうした状況を放置することは、運用受託機関として忠実義務違反に問われかねず、早急な対応が必要と思料される。
  - その場合、建退共事業本部単独で対応しようとする、特化型委託は、陣容上も資金規模上も実施が難しく、バランス型委託も① 3 千億円規模の資金を一括委託する場合、集中リスクが大、② 資産クラス別スタイル分散が困難、③ バランス型運用を受託している機関が少なく、選択肢が乏しい、④ 特化型と比べ手数料が高いといった問題がある。
  - また、マネジャー・ストラクチャー見直しには 2 年は要するが、その間、現在の歯抜けのバランス型委託を続けるは、これも忠実義務違反に問われかねず、更にもその間に金融ショックが起こって多大の損失が発生したような場合には、損害賠償責任も問われかねないという危機感がある。
  - さらに、増員によってマネスト見直しの実施体制を整えることは、資源制約上、困難というのが事業本部の判断。
  - 以上を踏まえると、合同運用が、コスト面、所要時間、手間、いずれの面からも優位性があり、合理的な判断と思料される。
  - もちろん、合同運用は万能薬ではない。必要な利回りの水準が中退共とあまりに異なれば、合同運用が効率的なアセットミックスにならなくなる、あるいはそこから大きく乖離する可能性がある。
  - しかし今年 10 月に予定されている予定運用利回りの引下げにより、必要な利回

りの水準は中退共とあまり変わらなくなるため、現状、その点は大きな問題にならず、合同運用により、委託報酬等の経費削減効果や、整備・強化されたマネジャー・ストラクチャーに相乗りできる等大きなメリットが提供可能と思料する。

- ・ 実際、「単独運用で新たな必要な利回りを満たす基本ポートフォリオ」と、「中退共との合同運用した場合の基本ポートフォリオ」のリスク、リターンを試算すると、合同運用によりリスクが下がり、効率性が上がる可能性があるとの結果も出ている。
- ・ したがって事務局としては、この機会に合同運用に移行することが適当と考える。
- ・ なお、合同運用に移行する場合、バランス型運用を前提に書かれている中期目標を変更する手続が必要。これは、厚労省、財務省、総務省まで巻き込んだ手続となる。

### (3) 建退共の資産運用業務の課題（事業本部からの説明）

- ・ 建退共のマネジャー・ストラクチャーについては、基本的に、建退共の資産運用を担当する職員が、専任で、中退共の資産運用を担当する職員とは別に作業を行っている。運用受託機関との契約も、中退共とは別々に行っている。その結果、事務処理体制上の制約などもあり、① 委託手数料率が高い、② 運用受託機関の固定化、③ バランス型のメリットが享受できていない、④ 運用受託機関のシェアの偏り等の問題が生じている。
- ・ 委託運用の選択肢は、現在のまま、単独運用・特化型、合同運用の3通り。
- ・ 単独運用・特化型は、現在の建退共の体制では対応できないため、選択肢は現在の単独運用バランス型か、合同運用かになるが、現状の運用には大いに反省するべき点があり、これを続けることは困難。
- ・ 仮に単独運用を継続する場合には、令和4年度中にマネジャー・ストラクチャーの見直しを行い、令和5年4月に資産の移管を行うこととなる。
- ・ 中退共との合同運用とする場合には、今年6月30日に建退共運営委員会・評議員会、さらに財務問題・基本問題検討委員会で合同運用に向けた検討開始の報告を行い、基本的な方向を御了解いただいた上で、同年11月17日の財務問題・基本問題検討委員会で合同運用内容の具体案を提示して採用の是非を決定し、来年3月に中期目標・中期計画の修正と、運営委員会・評議員会での合同運用の採用の是非を決定するという段取り。
- ・ なお、遅くとも令和3年10月には合同運用の開始に向けた実務上の諸手続を開始することが必要。また、中期目標・中期計画の修正、運営委員会・評議員会での審議等の手続により、日程が変更される場合があるが、令和4年4月からの実現を目指して関係者への説明を進めていきたい。
- ・ この場合、特別給付経理の合同運用も同時に実施することになる。
- ・ 建退共の3,168億円の委託運用資産の信託報酬合計額は8億円、委託手数料率0.25%であるが、中退共の委託手数料率は0.11%である。林退共、清退共とも合同

運用により委託手数料率は低下した。

- ・ 手続面では、運営委員会・評議員会は、合同運用の開始または終了について審議することとなっている。
- ・ 建退共では平成 17 年度以降の 15 年間に 8 回、退職金支払資金確保のため、包括信託から自家運用への移管を実施している。また、独法化前簿価会計時の平成 9 年度から平成 13 年度まで、5 年連続して自家運用から包括信託への移管を実施している。今般、自家運用債券の構成を見直したことにより、当面、包括信託から自家運用への移管が行われる可能性は低いと考えられる。
- ・ 中期計画では、建退共は、委託運用部分について、毎年度、複合ベンチマーク収益率を確保すると記述されている。これは、建退共の委託運用がバランス型となっていることを反映したもの。一方、特化型委託運用を行っている中退共・清退共・林退共では、委託運用部分について、各資産のベンチマーク収益率を確保すると記述されている。

#### <主な質疑応答等>

- (委員) 運用形態としてバランス型であったがために足かせとなってベツトすべきところが取れてなかったのか、そうした分析はされたのか。このことは、合同運用の是非、要否の話につながっていくと思われる。
- (事業本部) 超過収益率(報酬控除前)の要因分解については、毎年度、資産配分効果、個別資産効果、複合効果をご報告している。本来、バランス型運用の場合は資産配分効果が限りなくニュートラルに近くなるべきところ、マイナスになっているのは、不完全な形でのバランス型になっている結果である。
- (委員) 16 年間の累積で見ると、資産配分効果のマイナスと個別資産効果のプラスが丁度相殺する結果になっているという理解で良いか。
- (事業本部) 然り。
- (委員) 運用受託機関によるリバランスについては、タイミングを計ってプラス  $\alpha$  の収益を狙うことを許容しているのか、それともリバランスコストを抑える目的の中で、その頻度やタイミングを任せているということか。
- (事業本部) 後者である。
- (委員) 年度末に機構においてリバランスを行うということだが、3 月末に中央値からの乖離が生じている年がある。乖離を許容した年があるということか。
- (事業本部) 年度末のリバランスは、1 月末の実績を基に 3 月末を予想して実施するため、その期間中に大幅な相場変動が発生した場合など、乖離が生じることになる。
- (委員) 資産配分効果は 1 年に 1 回きちんと合わせにいけばそんなに大きく出ることはないと思われる。実際 16 年間の実績を見るとマイナス幅は大きくなく、基本ポートフォリオ並みに運用されていると評価できる。

市場効果と個別銘柄効果を合わせて16年間でゼロだというのは、プラスアルファ部分で報酬部分を稼いでいたということなので、結果論ではあるが単純な平均値で見る限り大きな問題はなかったと言えよう。

一方で、この16年間で運用受託機関が約半分に減り、しかも委託内容がばらばらなので、現実問題としては、かなり非効率的なマネジャー・ストラクチャーになっていると考えられる。今後の対応については、もしバランス型を今後も続けていくのであれば、かなり思い切った改善が必要になる。

一方、今後の選択肢に関するメリット・デメリットの整理では、合同運用について、同じリスクテイクが各経理同様に適用される。自家運用比率を柔軟に動かさない実情を踏まえると、中退共以外の経理のリスクテイクの大きさが適切でなくなる可能性がある。この点は、×と評価すべき。

(委員) かつて運用受託機関19社に大体似たような金額を委託していたのが、最近だと9社で、社によって資産の数も異なる。こうしたシェア変更は、事実上マネストをしたようなもの。こうした変更をどういう考え方でやっているのか、ということをお今日の議論が終わった時点で分かってほしい。

事業本部の説明では、なぜ歯抜けのバランス型でもリバランス機能が維持可能と考えたのか分からない、との説明であったが、実質的にマネストと同じことをやったにも関わらず理由が分からない、記録がないというのは、相当違和感を覚える。

(事務局) 建退共の基本ポートフォリオについては、平成30年度第7回資産運用委員会(平成30年12月)において、基本ポートフォリオの見直しが必要な状況との見方が示された。しかし、翌年令和元年12月に財政検証が労政審で開始され、予定運用利回り引下げも見込まれたため、基本ポートフォリオの改定は、新・予定運用利回りに合わせて行うこととした。

財政検証の結果、令和2年8月に、予定運用利回りは3.0%から1.3%への引き下げが適当とされ、また、令和3年10月をめどに実施されることが適当とされた。

実施時期の目途が令和3年10月と後ろ倒しになったのは、新予定利回りへのシステム対応等の準備に加え、建退共事業本部において、証紙電子化プロジェクトの本格的実施が令和3年3月に予定されていることも要因である。

以上のことから、資産運用委員会で基本ポートフォリオの見直しが必要となつてから、通算で3年弱の後ろ倒し計画となっており、建退共事業本部固有の事情があるとはいえ、これ以上のスケジュールの後ろ倒しは、資産運用業務としては許されるものではないと考えている。

さらに、足元のグローバルな金融情勢を見れば、リスク分散機能に問題のあるマネジャー・ストラクチャーの見直しにこれ以上の猶予は与えられるもので

はないと考える。

合同運用の場合、まず、運営委員会の審議、中期目標・中期計画の修正など  
手続面のハードルは低くないが、建築現場で働く 220 万人にも上る非正規労働  
者の汗の結晶である退職金資金の棄損につながりかねない状況をこれ以上続け  
ることは看過できない。

資産運用業務は最先端の金融業務であるが、機構の陣容、制度的な枠組みか  
らして、先頭を走れるものではないし、先頭を志向した場合のリスクの大き  
さに鑑みて先頭を走るべきでもないと考える。ただ、先頭を走らなくとも、先  
頭から離されないようについていく義務はあると思っており、スピードは先頭  
集団と同じ水準を保つことが必要。絶え間なく進化している業務である以上、  
今の陣容でできる範囲のことにのみを行うのでは、受託者責任を果たせないもの  
と認識している。

(委員) 現実問題は理解できるが、資産運用委員会はそもそも論をまず論じるべき。  
中退共のように、アセットアロケーションを決めた上でマネジャー・ストラク  
チャーを構築するのがベストな選択ならば、ほかの経理についても同じような  
形で臨むのが本来である。特に建退共の場合は 1 兆円近くのパンドであり、  
本来であれば中退共並みの運用があつてしかるべき。専門家が 1 名しかいない  
のは、あくまでも機構の事情。

合同運用の場合、リスクテイクに関する建退共の自由度が下がって、運用の  
適切性が阻害される恐れがある。目先は、中退共と建退共の必要利回りが偶々  
それほど違わず、大きな問題がないにしても、合同運用に転換することの是非  
は極めて慎重に考えるべき。自由度を大きく妨げる恐れのある合同運用に拙速  
に切り替える前に、例えばパッシブ運用だけの特化型とするなど、代替案を考  
えるべきではないか。

(委員) 現状は非常に良くない状況であることはよく分かった。特化型は運用会社の  
スキルを最大限に活かすという意味で、合同運用へのシフトの意義は理解した。

ただ、合同運用を行った場合に想定される問題について、より明確にした方  
が良いのではないか。例えば過大なリスクを取ることはならないのか。

(事務局) 合同運用以外の選択肢については、いろいろと検討した。アクティブ運用を  
諦めてパッシブ運用を選択することについては、「中退共と同じレベルのサービ  
スを提供する」という観点から疑問があると考えた。

合同運用の場合のリスク量については、大まかな試算値では許容し得る範囲  
内と考えているが、今後、さらに確認する。

(委員) 中退共の運用スタッフと建退共の運用スタッフを合同させるという考え方は  
そもそも取れないのか。

(事務局) 区分計理であるため、中退共のコストは中退共の資産運用業務にかけるのが

原則である。建退共の自家運用の検討について中退共が助力したのは、必要な利回りという共通の基本概念に関する検討であったため。中退共も課題は山積しており、それを犠牲にして建退共の資産運用に資源を割くことは出来ない。

加えて、合同運用という回答がある中、中退共の人間が自分達の業務を犠牲にして総出で取り組んでも、規模的な問題から取り得る選択肢が、合同運用に比べて優れているとは言い難いバランス型単独運用だとすると、職員にとっては徒労感が大きい。

あるべき姿をまず考えることは重要と認識している。1兆円規模のファンドが単独運用できなくて良いのか、そのための資源を投入すべきではないか、との問題は理解できるが、制度全体を司る理事長代理が、電子化プロジェクト等を踏まえ資産運用にまで資源がつけられないと判断したのであれば、資産運用を優先させるべきとは言えない。機構の持続可能性のため電子化プロジェクトは、基本ポート以上に非常に大事なプロジェクトなので、そちらを優先させるという理事長代理の方針は、正しいと考える。そうなると、資産運用については、当面、ない袖は振れないということになる。

ただ、合同運用で決め打ちをしているわけではなく、議論のプロセスが非常に大事であり、善管注意義務の点からいっても、議論をした上で決めなくてはならないと考えている。

(委員) ない袖は振れない中、ある袖の中での選択肢の一つとして合同運用ということになったと思うが、かなり安易に飛びついている印象を受ける。資産運用理論の基本である分離定理では、資産運用は、リスクをトータルでどれだけ取るのかと、中身をどのように効率的にするのか、その2つの意思決定で構成される。これに対し、合同運用では、そのうちの1個を完全に放棄することになる。一方、全額パッシブとすることは、袖が十分ではない中では合理的な意思決定と思われるので、2つの意思決定の一つを完全放棄することには極めて慎重に臨むべき。

合同運用とする場合でも、あくまで便宜的な扱いとして、例えば向こう3年間、一時的に合同運用とし、その間にやり方を考えて整理する、ということであれば議論の余地があるのではないか。

(委員) 本日の受託者責任に関する議論におけるキーワードはプロセス責任。この資産運用委員会としては、必要なプロセスを踏める体制を構築するために出来る限りのことをする、これが我々の義務だと思料する。

そこで、プロセスに関して建退共事業本部に2点聞きたい。一つは、歯抜けバランス型になっている理由が分からない、というのは公的機関としては考えられないことなので、2003年以降のシェア変更も含め、考え方を示した記録は本当はないのか、ということ。

もう一つは、自家運用と委託運用間の資金移動について、何か資金繰り上の根拠があったのか。昨年、自家運用について、人口動態が考慮されない形で20年債購入の提案があり、それはまずいという話になった。したがって、過去15年間における委託運用と自家運用間の資金移動について、どのような考え方があったのか、20年債購入提案も含め、整合的かつ一貫した説明をお願いしたい。

(事業本部) 歯抜けバランス型となった理由について調べたけれども分からなかったということについては、2003年9月の資料からはこれ以上のことは分からなかったという現状について説明させていただいたものである。

その後2003年以降は、個別ファンドの運用状態だけに注目し、全体的なバランスを取ってこなかったということであり、非常な反省点であると考えている。

自家運用と委託運用間の資金移動については、平成17年度から平成24年度頃に行われていたが、掛金収入が退職給付金を大きく下回っていた時期で、資金が中期的に十分でないと見込まれる中、中期目標・中期計画でもある程度のキャッシュアウトを前提し、予算を組み資金の移動をしたものである。

(委員) 第一の質問に対しては答えがないということか。つまり歯抜けで問題ないと認識し、個別の運用受託機関の運用結果の悪いアセットクラスを抜いていくことで、バランス型から特化型に一目盛り移っていく、そういうことが起こっていたということか。

それを繰り返した結果、こうなることは分かり切っているはず。やったことは明白で、その結果は分かり切っているにも関わらず、議論した形跡はないということか。マネジャーのシェア変更については毎年、企画会議等やっているはずだが、どのような記録が残されているのか。そこで全体像についての検討がないとしたら、それはプロセスの決定的な欠如である。それについて調べたけれども分からなかったというのでは資産運用委員会として二の句が継げない。これはプロセス責任として全くだめなのではないか。これは到底看過できない。会議の資料、決裁書面はどうなっているのか。

資金繰りについては、毎回異なっている1回ごとの金額の決定理由について、一貫した説明が欲しい。資金移管時にも人口動態等について考えていなかったのだとすると、非常に重大なプロセス責任の欠陥になるので、説明の必要がある。

建退共については理事長と決裁ライン、責任のラインが別になっており、上は理事長代理で止まってしまうため、労働者のために理事長代理や理事長を監視する立場にある資産運用委員会に対して、理事長代理にご回答をお願いします。

なお、先程の事務局説明で訴訟リスクが言及されたが、これは決して絵空事ではない。企業年金において、年金局長が、ガイドラインは裁判で使われるかもしれないと、受託者責任という言葉の重みについての相場感を、ずっと昔に



打ち出している。民間の年金基金の多くもそうした考えで業務を行っている。当機構は「金融」と「公的機関」の掛け算だから、受託者責任の持つ意味はもっと重いということを勘案すれば、何年も前に理事長が懸念されたように、訴訟リスクは現実のものである。

したがって、過去の資料等をもう一度ちゃんと調べていただきたい。分かりませんで済む話ではない。

現体制では適切なプロセスがうまく実施できないのであれば、とりあえずプロセスを確立するまでの間、合同運用に避難するというのは非常に分かりやすい話になる。

(委員) ここはもう少し機構のほうで調べるプロセスを経る必要があるという問題意識に同意する。意思決定に関する書面が全く残っていないのかどうか、プロセス責任を果たす上で、この委員会というのはそういう点を確認する立場にもあるので、調べた結果を次回にでも報告いただきたい。

(事業本部) 次回、調べた上で報告をさせていただきます。

(委員) 背景の考え方が分からないと検証ができず、次のステップにも行けないので、過去の経緯、考え方の確認は重要である。

また、プロセス責任は、どこまで考えた上でそうなったのかが重要。それが分かれば、何が考え足りていなかったか検証ができ、資産運用のプロセスが進化する。当委員会としては、そうした方式で取り組みたい。

なお、安易に合同運用に行くべきではないとの意見があったが、合同運用というのはあくまでも包装紙のようなもので、運用の一形態と考え得る。

重要なのは運用の中身であるが、やはり中身をできるだけバランスの取れたマネジャー構成にしたほうが良い。建退共について、中退共とかなり異なったレベルのサービスを提供するというのは委員会としても認め難い。同質のサービスを提供するには、中退共と同じようなマネジャー・ストラクチャーにした方が、中身としてはパッシブ運用のみよりは良いサービスが享受され得ると思われる。

まず経済的な観点から同様のマネジャー・ストラクチャーを提供するという判断があり、あくまでもそのためのツールとして合同運用という手段があると捉えられるのではないか。言い換えると、最初から合同運用に突っ込むという意思決定をするということではなくて、中退共と同質のマネジャー・ストラクチャーを提供するための器として、合同運用という投資形態が存在するという整理ではないか。

なお、将来的に必要な期待収益率のレベルが乖離してきた場合等の対応についても予め検討しておく必要がある。例えば部分的には合同運用で、パッシブの単独運用で補完をする等、いろいろな方法論が考えられるので、今後、並行

して検討していけば良い。

資料にある忠実義務違反やエキスパートルールへの抵触等の言葉は、とにかく速やかに対応し、現状を放置するわけにはいかないという問題意識を反映したものの。とにかく急いで事を起こさなければいけない状況にある、ということだと認識している。

(委員) マネジャー・ストラクチャーの器としての合同運用という考え方に異論はない。ただ総じて、マネジャー・ストラクチャーに目を向け過ぎていると感じる。アクティブ運用の報酬控除後のアルファが本当にあるのかどうか、これは詰まるところ分からないと思う。はっきり分かっているのは、いろいろな意思決定の中で、政策アセットミックスの設定が一番重要だということ。合同運用では、この政策アセットミックスの独自の策定権を放棄することになる。このため、恒久的な手段としての合同運用というのはまずあり得ない。緊急退避的な形としての一時的な採用、次の施策を考えるまでの繋ぎという位置付けと考えるべき。

(委員) 政策アセットミックスの決定が非常に重要で、資金の性格をよくよく勘案する必要があることは全くそのとおり。ただ、合同運用といっても資金全体の丸ごと合同運用ではなくて、今回の提案は、自家運用をやらない部分のみを対象とした部分的な合同運用である。政策アセットミックス自体はその枠組みの中で考えればいいということになり、部分的な合同運用の採用が必ずしも固有の政策アセットミックスを放棄することにはならない。

(委員) 現状、簿価評価の自家運用部分は決まっており、残りの委託運用部分については中退共の政策アセットミックスがそのまま適用されるという提案ではないのか。

(委員) 中退共のアセットミックスではなくて、中退共の委託運用部分と建退共の委託運用部分を合同するという。政策アセットミックスというのはあくまでもそれぞれの資金全体についてのアセットミックスである。

年金の場合、個別資産ごとの合同ファンドがいろいろあり、その合同ファンドを組み合わせる。ここではその組み合わせがカセットのようにまとまっているイメージであり、それが政策アセットミックスの目指すものと乖離した場合は何らかの調整項を設ける、そうした対応になるのではないか。

(委員) 要するに今回、提案された合同運用は、中退共が管理している委託運用を一つのプロダクトと考えて、それと自家運用とを組み合わせ、建退共の判断で運用するという事ではないか。

(委員) 然り。資金を出し合って共同運用するイメージ。

(委員) 一種のマザーファンドを中退共が始めるので、その子供に建退共になるという言い方も可能。したがって、合同運用は政策アセットミックスの編成権限、

責任の放棄ではないという考え方が理解し易い。

(委員) 全体として、各資産のウェートを許容範囲内に収めることをアセットミックスの管理というのであれば、アセットミックスを全部放棄しているわけではないという理屈はよく分かるが、ずっと続けられるものではないであろう、という意味での懸念は共有する。

(委員) 技術的に詳細を検討する必要はあるが、それぞれの資金全体の政策アセットミックスが大きく変わり、合同運用と自家運用の組合せだけでは政策アセットミックスを実現することが難しくなった場合には、例えばETF等を個別資産で買って継ぎ足す等の調整の仕方も技術的には検討する必要がある。ただ、コアの部分については、合同運用しても、今のところは大きな支障はないのではないか。

(委員) その点はよく分かる。

(委員) 自家運用部分と委託運用部分は分けて考える必要がある。簿価評価の債券と委託運用の比率を大きく切り替える自由度は極めて限られている。そうすると今の単純な合同運用だと、委託運用部分の資産比率まで完全に中退共に合わせる形になるため、建退共としての資産配分の自由度が奪われる。したがって、合同運用はあくまでも一時的な避難措置であって、これを定着化させることは避けるべき。

今回は合同運用になるであろうが、それはあくまでも一時的な措置であり、3年とか2年の間に抜本的な見直しを図って頂きたい。

(委員) 合同運用のアセットミックスと、あるべきアセットミックスの差異がどのくらい出るのか、またその差異が大きくなった時にどう対応するかは、これからの実務的な課題でもある。それについては検討を続行していかなければならない、そのような問題だと理解している。

(委員) 今回合同運用をやるにしても、2～3年レベルを超えたスパンの話としてもっといい方法があるのではないかと検討はしていただきたい。

(事務局) 合同運用は、一回入ってしまったら絶対抜けられないというものではない。ただ、資金の性格から言って、選択する資産の種類が経理間で大きく異なることにはならないと思われるので、必要な利回りに大きな差異が無ければ、合同運用の場合と単独運用の場合の資産の構成に大きな差異は生じないと思料する。自主性の喪失が大きな制約になるまでに、両経理の運用体制が進化して資産の選択余地が拡大するには、まだ暫く時間が掛かると思われる。

また、少なくとも当面は、合同運用によって人材を最大限有効活用できるというメリットは大きいと考えている。

(委員) 目標利回りの差が大きくなると、そのままカセットで当てはめれば良いという話にはならない。たまたま今回合同運用できるのは、たまたま目標収益率が

近いところにあるからで、今後それと同じ状況が担保される必然性は全くない。このため、あくまでも目先数年間に限った話という形にしておく必要がある。

(事務局) 今の話は、アセットの選択権を放棄するという問題に絞ってのものであり、予定運用利回りが未来永劫変わらないと申し上げた訳ではない。中退共と建退共の必要な利回りが大きく乖離すれば、もちろん合同運用できなくなるというのはそのとおり。

予定運用利回りの改定の検討は、通常は5年に一度の財政検証においてであり、また必ずしも財政検証毎に予定運用利回りが改定される訳ではないので、目先1年、2年で変わるというものではないが、必要な利回りが大きく変わったとき等に備え、対応を継続検討する必要があることはご指摘の通り。

(委員) 合同運用に際し、中期計画で改定しなければならないところは、建退共の「委託運用部分について、毎年度、複合ベンチマーク収益率(複合市場平均収益率)を確保する。」の部分のみか。

(事業本部) 然り。

(委員) 最近、GPIFの目標では、以前は各資産についてベンチマークを確保するだけの表現だったのが、全体としては複合ベンチマークを凌駕する収益率を確保するということが付け加わっていると思う。

したがって全体的なところでのトーンの見直しも必要なのではないかと思う。GPIF等を参考に表現については検討していただきたい。

(事業本部) 承知した。その点は整理して、また次回御説明させていただく。

(委員) 検討については継続するということであるが、理事長代理におかれては、運営委員会等業界関係者の方々への適切な御説明をお願いする。事務局には、機構を挙げてのサポートをお願いしたい。

過去の経緯等については、もう一度調べ、次回に御報告いただきたい。

(事業本部) 次回、報告させていただく。

(委員) 合同運用に向けての準備のほうもよろしく願います。

#### 4. 流動性管理の見直し

事務局より、コロナ禍における資金収支の急変に対応するため基本的に再投資を止めていた自家運用について、十分な流動性が確保出来たと考えられることから、再投資を再開したいとの提案が行われ、審議の結果、流動性水準の維持を条件に了承された。

また、中退共資産における掛金等収入等の将来推計結果について、前回委員会での報告の追加報告があり、審議の結果、現状認識が共有され、分析を継続し適時報告することを条件に、中退共自家運用は従来の20年ラダー型運用を継続することが了承された。

事務局からの説明の概要は以下の通り。

##### (1) 再投資の再開について

- ・ 昨年5月14日、第2回資産運用委員会において、コロナ禍により未曾有の経済活動の停滞が発生する中、資金収支についてもどのような事態が発生するか予想がつかないため、自家運用の再投資を抑制し、流動性の確保に努めることを御了承いただいた。その後、約10カ月が経過、清退共で退職金が増加した以外は収支が堅調に推移し、各経理とも流動性は順調に蓄えられ、年度末の預金残高見込みが、全ての経理で10カ月以上の水準に達した。
  - ・ 変異種の動向など先行き不安要素はあるが、現状の流動性水準を維持すれば全く掛金収入がないような状態でも1年はもつので、再投資を開始したい。
- (2) 中退共の掛金等収入等の将来推計について
- ・ 政府の労働人口の長期見通しと同様に被共済者数が減少すると仮定すると、最悪の場合、今後20年間で掛金等収入は約2割減少するとの試算結果となった。
  - ・ 今後の労働力人口の動向とその影響は注視していく必要があるが、下記の諸点に鑑み、当面は現在の20年ラダー型運用を継続することとしたい。
    - 建退共と異なり債務の期間構造は比較的明白かつ安定的であること
    - 労働力人口の減り方の推計値にかなり幅があること
    - 中退共の加入者数と労働力人口の関係も流動的であること
    - 毎年の償還金額の水準（即ちラダーの高さ）は、景気変動等で収支が大きく変動しても（マイナスになっても）問題ない水準に設定されており、償還金額が減り始めても、すぐに流動性不足に陥るといった訳ではないこと
    - キャッシュフローが想定する水準を下回る場合は、残存期間11年以上の債券の購入を減らす運用をしており、超長期債を買い過ぎてしまうリスクも限定的と考えられること

<主な質疑応答等>

- (委員) ゼロ成長ケースでも償還金額の水準が一定以上の水準を保っているので問題ない、というのが結論か。
- (事務局) 現在の自家運用におけるラダーの水準は、かなり余裕を持って設定した水準なので、この水準が多少下がっても問題はないと考える。ただ、不安のない水準というのは、その時々動向によるので、継続的に分析を行い、リスクを点検する必要があると考えている。
- (委員) 最悪のケースどおりに行くと、2030年頃にはラダーを考え直す必要が出てくるということか。
- (事務局) 2030年頃まで手を拱いているということではなく、最悪ケースが実現する兆候が出てくれば、それ以前に対応する必要があると考えている。

5. その他

(1) 合同運用ファンドのアクティブ・マネジャーのパフォーマンス

事務局より、参考資料として、合同運用ファンドにおけるアクティブファンドのパフォーマンスに関する資料が提示された。説明の概要は下記の通り。

- ・ ファンド毎にパフォーマンスが分散していること、それぞれのスタイルに期待されているとおりのパフォーマンスを上げているということにご注目頂きたい。
- ・ 超過収益率の動向の他に、3カ月に1度、TE等についても我々が想定している範囲内の動きをしているかどうかといったことはチェックをしている。

<主な質疑応答等>

(委員) TEの情報というのは、いつ頃に、資産運用委員会のお示しいただけるか。

(事務局) 次回お示しさせていただく。

(委員) 趣旨としていい資料と思う。できれば全部を一つのグラフでまとめるのではなく、委託先ごと作成し、累積グラフだけではなくて月毎の超過収益率の棒グラフもあれば分かりやすい。それによって、リスクテイクの水準が一目瞭然で分かる。

また、採用選考時のファンド特性について、委託運用開始後の状況を評価して提示して頂きたい。

(事務局) 前半のグラフについては次回、提供させて頂く。最新データによるファンド特性の一覧表については、提示する方向で検討する。

(委員) ファクターの影響を除いた純粋なリスクテイクというのも拝見したい。

(事務局) 承った。

(2) 次回委員会の予定等

(委員) 建退共の基本ポートフォリオの検討については、事実上検討することがないのでないか。

(事務局) 本日いただいた宿題の報告、それと合同運用になると、中退共の基本ポートフォリオの見直しはその合同運用の中身になってくるが、その日程感や検討項目の内容等についても報告する。

(委員) 建退共の基本ポートフォリオにおいて、現在の中退共等の合同運用をカセットで入れたままの状況でも運営が可能かということについての確認は今までやっていたなかった。建退共の当面の基本ポートフォリオについての議論はやはりこの委員会でしておかなければならない。

(事務局) 然り。そちらも併せてやらせていただく。

(委員) 長期のシミュレーションはやっておく必要がある。

(事務局) 具体的に、モンテカルロ・シミュレーションということか。

- (委員) 然り。例えば50パーセンタイル値が下を向いていないか、ないしは上を向いていないか。下を向いているということはリスクが過小だし、上を向いているということはリスクが過剰だということになる。
- (事務局) 当然のことながら中退共の新しい基本ポートフォリオというのは決まっていないので、仮定を幾つか置いた上でのものとなる。
- (委員) 前提条件付きにならざるを得ないかと思う。
- (委員) 現状の、今の中退共の基本アセットミックス、基本ポートフォリオでシミュレーションしているものをお願いしたい。
- (事務局) 必要な利回りに合わせるような格好で、自家運用の部分の比率を調整したもので良いか。
- (委員) 今の自家運用比率を前提としたものが良い。
- (事務局) 承った。

(了)

## 令和3年度第1回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年4月19日（月）13：30～17：00

【開催方法】 WEB開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

（注）新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長がWEB開催を決定した。

### 【議事要旨】

#### 1. 議事録の確認

事務局より、令和2年度第9回及び第10回資産運用委員会議事録（案）について、5月上旬を目処に各資産運用委員から修正の可否を事務局に連絡することが了承された。

#### 2. 委員会宿題の棚卸し

##### （1）委員会宿題の棚卸し

事務局より、これまでの委員会において提起され、未了となっている課題について、経理別に分類・整理した資料が提示された。今後は、この資料を用いて課題の進捗状況を管理していくとの報告が行われ、委員会として了承された。

##### （2）資産運用に係る会議体の変遷

事務局より、機構における資産運用に係る会議体の変遷について、会議体設置の目的、主催する経理、構成員、設置された期間のほか、設置される契機となる法改正等が説明され、委員会として情報が共有された。事務局からの説明の概要は下記の通り。

- ・大きな流れで見ると、委員会の設置は中退共が先行、やや遅れて特退共が別途の委員会を設置するというパターンがみられる。
- ・中退共と特退共の会議体が別々に設けられており、こうした体制がシナジーの発生やノウハウの伝播を妨げ、運用受託機関の管理方法の違いにもつながっている模様。
- ・資産運用評価委員会は、一見、一本化された委員会だが、経理ごとに別々に設定された「資産運用の基本方針」にそれぞれ合致した運営が行われていたか否かを別々に評価を受けるものであり、一本化とは言い難い。
- ・その意味では、現資産運用委員会が初めての一本化された会議体。
- ・規制緩和の流れの中で、資産運用に関する機構の自由度が上がるにつれて資産運用の効率化と外部委員によるチェックが求められ、同時に役員に課される責任も重さを増すというような流れが続いている。



- ・平成10年1月に特殊法人としての勤労者退職金共済機構が発足。
- ・平成11年7月の独法通則法制定は、中央省庁改革の一環として行われたもの。このときに想定された独立行政法人は国の機関を切り出して法律的に運用するというもの。主に国の研究機関などが独立行政法人化されたのが、最初の独立行政法人。
- ・この中央省庁改革は平成13年1月6日に施行され、中央省庁の大規模な再編が行われたが、この時期、行政改革上残された大きな課題の一つが特殊法人改革。
- ・平成13年に、一つ一つの特殊法人について事業の見直し及び組織形態の見直しについて精力的な議論が行われ、同12月に「特殊法人等整理合理化計画」という閣議決定においてそれぞれの特殊法人についての改革の方針が示された。
- ・勤労者退職金共済機構については独立行政法人化することが適当とされ、事業見直しの一つに、明確な運用目標の設定、適切な事後評価、運用管理・チェック体制の充実強化が盛り込まれた。
- ・この閣議決定を受け、勤労者退職金共済機構の独立行政法人化のための中退法の改正が行われ、平成14年12月に公布、平成15年10月に独立行政法人化ということで施行された。
- ・通常、組織の変更に合わせて事業の見直しも行われることが多いが、組織の変更の前に別の改正が施行されている。
- ・それは、平成14年5月公布、同年11月施行の中退法改正であり、従来は法律で定められていた予定運用利回りについて、経済及び金融の情勢に的確に対応できるよう政令で定めることとされた。これは、当時中退共が2,000億円を超える責任準備金の積み立て不足を抱え、中退法の改正を行う緊急性が高かったということ。
- ・この改正の際、勤労者退職金共済機構の資産運用体制の充実の一環として、資産運用に係る役員の忠実義務の規定の新設なども行われている。
- ・なお、平成27年4月に施行された独法通則法の改正により、ガバナンス強化の一環として、資産運用以外の業務を含めた独立行政法人の業務全般についても役員の忠実義務が規定されることとなった。

### 3. 建退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

建退共事業本部より、令和2年度第10回資産運用委員会において提起された疑問に対する回答として、平成15年に実施した建退共のマネジャー・ストラクチャーの検討内容、不完全なバランス型運用を採用した理由およびその後の運用の経緯、委託運用と自家運用間の資金移動の理由等について、調査結果の説明が行われた。

また、合同運用に関する建退共財務問題・基本問題検討委員会や運営委員会・評議員会での説明の案が提示された。

審議の結果、来年春の合同運用開始に向けて、準備を進めていくことについて委員

会として了承された。事業本部からの説明の概要は下記の通り。

(1) マネジャー・ストラクチャーに関する調査結果

- ・ 前回（平成 15 年）のマネジャー・ストラクチャー見直し時に不完全なバランス型運用を採用した理由については、当時の関係する会議体資料や議事録等を全て確認したが、それについての議論は見出せなかった。
- ・ 状況から推測すると、管理負担軽減及び運用成績不振先を排除するための運用プロダクト数削減を抜本的なマネストを行わずに達成しようとした結果、と考えられる。
- ・ こうした案を資産運用検討委員会に提出する前に、資産運用部内で検討が行われた形跡が見当たらないことについては、資産運用専門職が 1 名のみであったため、不完全なバランス型運用について、内部で Pros&Cons 等の議論を深めることなく委員会に案が提出されたものと推測される。
- ・ 関係する会議体での検討状況については、アセット・アロケーション検討委員会において、特化型の方が望ましいが、バランス型から一気に特化型に移行することは無理なので順次時間をかけて移行した方がよいとの意見が見られた。
- ・ 資産運用検討委員会では、スタイル分散等の質疑は行われているが、不完全なバランス型運用委託への変更について質疑が行われた形跡はなかった。
- ・ 資産運用評価委員会では、運用受託機関及びプロダクト数の減少が評価されたが、不完全なバランス型運用委託としたことには言及されていなかった。
- ・ 次にスタイル分散については、基本方針や部内運営ルールにスタイル分散等を考慮した再配分に関する規定がなく、運用成績によるシェア変更が繰り返された結果、スタイル分散が崩れたものと考えられる。
- ・ 専門職 1 名という資産運用体制の問題もあり、内部的に問題が指摘されることもなかった。外部専門家を交えた会議体においても、マネスト以降、スタイル分散まで踏み込んだ議論は行われていない。
- ・ 規程面でも、資産運用の基本方針では、受託機関の評価結果に基づき、シェア変更を行うことのみ規定している。資産運用評価委員会は、基本方針に沿っているか否かの評価が中心であるため、スタイル分散について指摘を受ける機会はなかった。
- ・ 現在の資産運用委員会となって、バランス型運用の是非、不完全なバランス型運用の問題点が指摘されたが、体制面での制約等を理由に見直しは行われなかった。
- ・ 委託運用へのキャッシュインの理由については、平成 7 年度の運用開始から平成 13 年度までは、収益機会拡大を企図したものの。
- ・ 委託運用からのキャッシュアウトについては、収支状況に応じ、退職金支払い、自家運用債券再投資の流動性確保のために実施したものの。
- ・ キャッシュアウトの金額は、直近 3 年平均の収支等から算定したバックワード・ルッキングな予測値に基づいて決定され、中長期的な人口動態や景気動向予想等フォワード・ルッキングな要素を勘案したものではなかった。なお、キャッシュアウト

が必要な場合、委託運用における解約金はその資金として使われたことも、スタイルバランスの偏りにつながったと考えられる。

(2) 中期目標・中期計画における委託運用に関する記述

中期計画における委託運用部分の記述については、合同運用に移行する場合は、中退共と同じ内容とすることになる。清退共の前例に倣って変更を行う必要がある。

(3) 委託運用部分の合同運用に関する運営委員会等での説明案

- ・ 建退共では、運用受託機関の管理を、建退共の資産運用を担当する職員が専任で中退共の資産運用を担当する職員とは別に作業を行い、運用委託契約も中退共とは別に独自に締結している。その結果、要員上の制約等もあり、以下の問題が生じている。
  - ① 約1兆円の資産規模を有するにもかかわらず、リスク分散等に優位性のある特化型委託を採用できず、小規模な企業年金等が採用するバランス型委託を選択せざるを得ない状況が長年続いている。
  - ② 平成15年以来、本格的なマネジャー・ストラクチャー見直しを行わず成績の悪い運用機関の退場のみを重ねた結果、適切なリスク分散が行われておらず、金融ショック発生時に大きな損失を被る恐れもある。
  - ③ 運用形態そのものの問題に加え、委託手数料率も特化型委託に比べ割高。
- ・ 上記の問題への対応案は以下の2案。
  - A案：基本ポートフォリオの改定を経て特化型の運用委託を行う（実現時期は最速で令和6年4月）
  - B案：中退共が管理する中退共・清退共・林退共の合同運用口（特化型）に建退共も加わる（実現時期は令和4年4月）。
- ・ A案を行うには要員の増強、基本ポートフォリオの改定、運用機関の見直しが必要であり、直ちに要員が採用できても実現までに最低3年間を要する。また、現在の金融情勢下でリスク分散等に問題のある現在の運用形態を続けることは、機構の忠実義務の観点から取り難い。また、利益剰余金の水準がリスクに見合う額に比べ不足していることも不安材料。
- ・ A案の問題を踏まえると、当面の対応としてはB案が優るとするのが機構並びに資産運用委員会の意見であるが、B案の採用には、運営委員会・評議員会の審議を経た上での決定が必要。
- ・ 合同運用を行う場合の基本ポートフォリオの決定過程をまとめると、建退共事業本部が基本ポートフォリオの主要な部分（自家運用の期待リターン、責任準備金必要利回り、業務経費率、必要な利回り、委託運用の期待リターン）を決定することに変更はなく、合同運用は、委託運用の期待リターンを達成するための措置。

- ・今後の日程としては、令和3年6月30日が運営委員会・評議員会及び財務問題・基本問題検討委員会で合同運用に向けた検討開始の報告。令和3年11月17日に財務問題・基本問題検討委員会で合同運用の採用の決定(合同運用内容の具体案の提示)。令和4年3月に、中期目標・中期計画において合同運用の位置づけを行うとともに、運営委員会・評議員会で合同運用の採用を決定。令和4年4月、新基本ポートフォリオに従って資産構成を見直し、合同運用を開始。
- ・ただし、遅くとも令和3年10月には、合同運用の開始に向けた実務上の諸手続を開始することが必要。また、中期目標・中期計画の位置づけ、運営委員会・評議員会での審議等の手続等により日程が変更される場合がある。
- ・なお、建退共の基本ポートフォリオについては、資産運用委員会において、令和2年度第4回以降令和3年度第1回まで、既に8回にわたり検討を続けており、議事要旨はホームページ上で公表済み。

<主な質問、意見等>

- (委員) 前回委員会で経緯について質問した際には、不完全なバランス型運用が適切という議論があったと想定していたが、実際には、適否に関する議論は明示的にはなかったということか。つまり、不完全なバランス型運用では最適な運用にならないということに思いが至らなかったということか。
- (事業本部) 今残っている会議体の資料等では、不完全なバランス型を取ることは是非に関する議論が見当たらなかった。
- (委員) スタイル分散が崩れた理由として、再配分に関する規定がないとされたが、つまり運用成績の悪い受託機関から引き上げた資金の取り扱いに関する規定がなかったということか。
- (事業本部) 然り。
- (委員) 規定がない場合は毎回判断したはずであるが、その内容が不明である。委託運用と自家運用の間で資金が動いていることと、再配分に関する規定がないことは何か関係するのか。
- (事業本部) 当時の具体的なことは即答できないが、それぞれその都度検討していたと考えられる。
- (委員) 資料を見ると、前回委員会の資料には、15年間に複数回、退職金支払資金確保のため金銭信託から自家運用への移管を実施と説明されている。一方、今回の平成21年度の資産運用委員会の記録を見ると、当面の退職金支払資金額と自家運用債券購入資金額の記載があり、退職金支払資金確保以外の理由で自家運用に移管されたことが示唆される。規定がないのであれば一貫した考え方がないということではないか。
- また、前回は、一貫した考え方があるような説明があり、支払資金確保であ

ればその際に用いた将来に亘る資金繰りや退職人数等フォワード・ルッキングな推計を調べるように依頼した。しかし、本日の資料ではバックワードで実施したとあり、そうであれば、退職金支払資金確保のための資金移動という前回の説明と矛盾するのではないか。

(事業本部) 当時、退職金等支払が掛金等収入を上回る状況の中で、手元資金を確保するために資金移管が行われたと理解している。

(委員) 自家運用と委託運用をきちんと分けることが重要であるが、その扱いに関する規程が、今日までない。通奏低音としての思想もなさそうであるが、前回の資料では何か一貫した考えがあるかのように書いてある。どうなっているのか説明が必要。

ともかくちゃんとやっていなかったというのであればそれは仕方がないが、何故そうなったかを国民に示す必要がある。今回の資料を見ると、約10年前に、プロダクトが過剰と判断されたが、専門家が1人しかいないのでマネストはできなかった。そこでプロダクトを削っていったが、返ってきた資金をアセットの管理の中でどう位置づけるか、あまり真剣には考えずに来たのではないか。

(事業本部) ご指摘のとおりかと思う。その点の反省に立って、合同運用が現時点で取り得る最適の選択と判断した。

(委員) バランス型の場合、特化型に比べて運用報酬率が割高との説明があったが、合同運用になると、現在0.25%の運用報酬率はどの程度下がるのか。

(事業本部) 0.11%まで下がることになる。現在の委託手数料が年間約8億円なので、これが4億円以下になる計算。

(委員) そうすると1日約100万円の差が出る。そうであれば、6月30日の運営委員会・評議員会あるいは財務問題・基本問題検討委員会に出した後、来年3月の運営委員会・評議員会で決定するとなると、9カ月間も待つことをどう説明するのか。運営委員会・評議員会は臨時開催出来ないのか。

(事業本部) 合同運用を来年の4月に実施するには実務上の準備作業を10月にスタートさせる必要がある。また、中期目標・中期計画を含めた政府内での説明について厚生労働省に御対応いただく必要がある。そうしたことを考え合わせると、実施時期は来年の4月になる。

(委員) 官の世界のそうしたスケジュール感は分からないではない。しかし、資産運用は民間人も多数参加している世界であり、国民の常識は必ずしも官の常識とは一致しない。一致しない場合、官が国民に歩み寄るしかない。しかも独立行政法人は、民のやり方の良いところを取り入れるのがそもその趣旨なので、厚生労働省等は、中期目標などの作業はあるとは思いますが、民間的なスピードを本来の姿として追求するはず。

したがって、事業本部もなるべく早くやりたい意向だと思料する。今回の変更を国民あるいは被共済者にちゃんと理解、御支持いただくためには、スピード感も官 100%ではない独法らしいものであったと、御納得いただければ困るはず。関係筋には極力前倒しに説明し、1日100万円のコストを踏まえ、できれば早めに進めていただくように要望する。

(事業本部) 心して進めさせていただく。

(委員) 合同運用をするに当たって運営委員会・評議員会の審議を経た上での決定が必要となる根拠如何。

(事業本部) 特定業種退職金共済規程の中で定められている。

(委員) 再配分の規定がなかったという以前に、スタイル分散の運営方針が元々希薄だったのではないか。元々の基本方針のつくり方自体が不十分であったのではないか。

また、会議体の持ち方として、運用の検討委員会と評価委員会が分かれ、メンバーも違うが、運用のプロセスのPDCAの一環としては、計画・方針の思想が守られているか否かという観点から、同じ組織体でチェックする方がより機能する。

その意味では今の資産運用委員会のような体制の方が、当初の考え方に沿って行われているかも同時にチェックできる。今後、過去の反省を生かして留意してやっていくべき点ではないか。

(事業本部) 御指摘のとおり。5年半やっているが、反省することが多い。今日の資料を検討し、反省を活かして改善させていただきたい。

(委員) 特退共の外部委員会について開催回数をみると、活発とは言い難い。

また、資産運用評価委員会がチェックを、運用検討委員会が企画を担当しているが、審議内容を見ると、専らアセット・アロケーションに着目し、マネジャー・ストラクチャーとかスタイルリスクの管理は検討対象から外れている印象を受ける。

さらに、特退共では資産運用専門職は1名のみかつ金融機関からの出向者で2~3年で代わっていくということから考えても、深い検討というのはマンパワー的にできなかったのではないか。10年ほど前の状況は、今とはかなり違うという理解でよいか。

(事業本部) 資料等からそのように推測している。

(委員) 今回の資料は、経緯と現状の背景を理解する上で非常に有用。

合同運用について、マネジャー・ストラクチャーだけを共有して、アセット・アロケーションはまた独立して自由にコントロールするというタイプの合同運用というのはできないか。

(事業本部) かなり難しい御指摘と受け止めている。現時点では、あくまでも、中退

共のアセット・アロケーションを前提として合同運用口に加わせていただく  
ということを考えている。ご提案の点については、今後検討したい。

(委員) 提案タイプの合同運用の導入は、来年の春に、ということではない。合同運用の採用理由が、単独ではよりよいマネジャー・ストラクチャーができない、ということならば、それはアセットクラスごとの委託先の選択の問題。提案タイプの方法であれば、マンパワーをそれほど割くことなく、かつ各経理の主体性も持たせることが可能になるので、御検討いただきたい。

(委員) 今の御意見は、将来に向けた検討課題の一つに乗ってくるものと思うが、来年の春に実施する対応案の合同運用とは切り離して考えることで良いか。

(委員) 当面は建退共と中退共の必要な利回りがほぼ同水準なので、同一のアセット・アロケーションでも構わないと思う。

(委員) それでは、とりあえず来年の春を目指して行うこととは分け、事務局において、将来的な検討課題の一つとして認識するというところで如何か。

(事務局) 只今の御提案は、今は4資産全部をまとめたものの中で、建退共の保有比率を決めることを想定しているが、それを資産クラスごとに異なる保有比率を決めていくというイメージで良いか。

(委員) 然り。

(事務局) 了解した。検討させていただく。

(委員) これは資産クラス別の合同運用の採用など、従来とかなり建て付けを変えないと恐らくできず、建退共だけの問題ではなくなってくる可能性があるので、技術的に別途御検討いただくこととして、来年春の合同運用実施までに解決すべき課題とは切り離した上での一つのテーマとの位置付けで良いと思われる。

(事務局) 了解した。リバランスをどうするかなど難しい問題があるかと思われるが、検討させていただく。

(委員) この件については、建退共事業本部のマンパワーの制約が様々な形で関与している。独立行政法人としては、投入可能な資源量、人員や経費は明確に中期目標で決まっており、いくらメリットが大きくても、総務省、財務省協議を経て、次の中期目標において、厚労大臣からこの経費の天井が上がる可能性は非常に低いと思われる。

そうした前提の下では、合同運用という選択は、今の中期目標で投入可能な資源の利用効率を大幅に高めて各経理のベストパフォーマンスを目指すことにつながる。したがって、当面、勤退機構の今あるリソースを最大限活かすことを目指して頂きたい。

(委員) 当面の対応としては、今の考え方に強く賛同する。投資の分離定理の話と類似するが、全体の資源配分というのがもう決まっている中で、どのように効率的に人材を活用するかという問題の回答を求めることと解釈できる。

一方、長期的には、受託者責任を果たす上で最低限必要な装備ということを考え、訴えていく必要はある。本来受託者責任を果たすために絶対的に必要な資源のレベルについては、それを配分するかどうかは国側の責任になる。資源配分について交渉の余地が乏しいことは察せられるが、リスクが顕在化してから動いたのでは遅いので、機構としてリスクの所在を指摘する責任があると考ええる。長期をにらんだときはそうした議論も必要。

(事務局) 2つの重要なポイントをご指摘頂いた。幾ら資源が足りなくても受託者責任がある以上、資源がないからできませんでしたとは言えないと考える。

今回、平成13年までさかのぼって調べた結果をみると、建退共には大変厳しい評価になり、事業本部長から反省の弁が述べられたが、反省を如何に次につなげるかが重要。

一点目は資源投入の問題。中退共については確かにスタイルバランスを考慮しているが、一応あったという程度。今のレベルに何とか来たのは、この5年間の成果である。

中退共ができて建退共ができなかった理由は、担い手の人数の違い。中退共は担い手が、平成7年度に3人に増員され、現理事長着任後間もなくの平成28年には4人、今は5人になっている。一方で、建退共は電子化プロジェクト等もあって資産運用分野には専門家が1名しかつかなかつた。担い手なきところに施策なしであるが、そうした中で受託者責任を全うするためには、機構の中で資源の再配分を行う可能性も模索する。加えて厚生労働省とも、次期中期計画の策定の機会も捉えて、対応を議論していきたい。

もう一点は、合同運用は飽くまでも当面の施策とすべきとの指摘であるが、1兆円も運用する基金が、いつまでも基本ポートフォリオもつけれない、マネジャー・ストラクチャーもできない陣容ではやはり受託者責任を果たしたことになると思われる。来年4月の合同運用への移行はお許しいただくとして、再発防止策を理事長代理とも相談の上で作り、資産運用委員会でお諮りする。

(委員) 運用の専門家の方が出向者であり、2年ごとにロールされてきたとのことだが、出向元への配慮が、思い切ったマネジャー・ストラクチャー見直しを躊躇させたということはないのか。

(事務局) 私が認識している限りそうしたことはないが、そうした疑念を抱かれ得ることは意識しており、この5年間で出向者から中途採用への切替を行った。

(事務局) これは経営の本当に大事なところなので一言申し上げる。資産運用委員会の設置以降、基本ポートフォリオ等、全てゼロベースでの見直しを行った。特にマネジャー・ストラクチャー見直しについては、民間企業では到底なし得ないような、従来のしがらみのようなものを全く考慮しない形で見直しを行っている。



建退共はどうしても業界との関係があるが、結果的にはゼロベースで見直しをさせていただいたということ。過去やっていたかは分からないが、今はそういった御心配は不要である。

#### 4. 中退共のマネジャー・ストラクチャー見直し及びその後の管理方法について

事務局より、平成20年度に実施した際の中退共のマネジャー・ストラクチャーの検討内容、シェア変更の方法およびその後の運用の経緯について説明が行われ、委員会として認識が共有された。事務局からの説明の概要は下記の通り。

- ・中退共が前回マネストを実施したのは平成20年度。昨年度に終了したマネストは約10年ぶりの見直しであった。
- ・前回マネスト見直しに際しては、まず、内部の委員会である旧資産運用委員会で、実施目的を検討、①成績不芳先の解約・減額と新規先の導入、②バランス型委託の廃止、③運用委託先の適切な社数の確保と委託金額の適切な配分、④リスクの是正、を挙げた。このうち、④リスクの是正について、手法等は今回とは異なるが、ファンドごとのリスク特性を踏まえたリスク分散が図られている。
- ・その後の毎年度のパフォーマンス評価に基づくシェア変更では、精緻なものではないが、一応グロースとバリュースタイルバランスについて勘案している。しかし、新規のマネジャー採用を行わなかったために運用受託機関の数が少なくなり過ぎ、スタイル分散が困難になったため、平成27年度にマネスト見直しを決定した。
- ・当初、平成28年度に実施される予定であったが、当資産運用委員会において基本ポートフォリオ見直しの必要性が指摘される中で、同時実施は実務上困難であったため、基本ポートフォリオ見直しを先行させ、マネジャー・ストラクチャーの見直しは29年度に1年遅らせて実施した。
- ・中退共は、多少なりともスタイルバランスについて気を配ってはいたものの、全体としてのバランスを見られておらず、結局マネジャー・ストラクチャーの見直しが必要になったという点で、大同小異であった。それだけ、この5年間での変化が大きかったということである。

#### <主な質疑応答等>

(委員) 平成20年度はマネジャー・ストラクチャーのスタート、要は「Plan」の段階で、その後10年間にマネジャー・ストラクチャーを変更するときにはどのような議論が行われたのか。

(事務局) あまり建退共と変わらず、運用成績に基づく減額や、運用体制変更を受けた解約等が発生し、資金の再配分が行われた。

建退共と大きくは変わらないが、再配分の際、グロースとバリュースタイルの比率

についてやや気にしていた点が若干異なる点である。

(委員) そうした議論はALM研究会のような外部委員による会議体で行われていたのか。

(事務局) 基本的には毎年のシェア変更については内部の旧資産運用委員会での審議によって決定していた。その決定の妥当性について、年に1回、資産運用評価委員会で点検を受けていた形。

(委員) スタート時点ではALM研究会の方で報告・審議し、実際にマネジャー・ストラクチャーが動き始めてからは、まず内部の資産運用委員会できろいろと決めて、その結果を資産運用評価委員会に報告していたということか。

(事務局) 然り。

(委員) 建退共よりも一手間多いという理解でよいか。

(事務局) 基本的にはプロセスは同じである。

(委員) やはり中退共も建退共もそれほど大きな違いはなかったという理解でよいか。

(事務局) 然り。

## 5. 中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

事務局より、中退共の基本ポートフォリオ見直しについて、想定される主な論点が挙げられ、その概要が説明された。併せて、大まかなスケジュール感の報告が行われ、委員会として了承された。

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が市場に影響を与える可能性等に配慮し、後日、見直し結果を総括する資料の中で公表することを予定。

## 6. その他

厚生労働省勤労者生活課より、令和3年3月15日に開催された労働政策審議会中退部会の模様についての説明が行われ、委員会として情報が共有された。説明の概要は下記の通り。

- ・令和2年度の中小企業退職金共済事業の収支状況を見込み、それに基づき付加退職金の支給率を大臣告示という形で3月中旬に審議会に諮り、決めている。
- ・今年度は、付加退職金が605億円となり、0.0142という付加退職金の支給率を中退部会に諮問させていただき、公益、労側、使側から妥当である旨の答申をいただいた。本件については、3月末に大臣告示を行ったところ。

<主な質疑応答等>

(事務局) 付加退職金は労働政策審議会のマターであるが、機構にとってリスクバッファである財務基盤を直撃するだけでなく、その性格から長期的な視点でリスクを取って運用できるという中退共制度の利点を生かし切れないという問題を内在しているため、一言申し上げたい。

何が問題かという、期待リターンを越えて利益が出たときには予定運用利回り分に付加退職金を足したものが支給される一方で、期待リターンを下回ったときも予定運用利回り分は支給しなければならないという非対称性。

資産運用委員会でも数回にわたり議論し、その内容については勤生課長の努力により労働政策審議会でも議論してもらい、前回の財政検証では、次回の財政検証に向けての検討課題とされた。

今回 605 億円という巨額な付加退職金が出てしまうが、ぜひ見直しをよろしくお願いしたい。

(勤生課長) 引き続き検討課題とさせていただきたい。

(委員) 今回はこのような形での付加退職金支給となるが、引き続き検討すべき課題として願います。

(了)

## 令和3年度第2回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年5月24日（月）13：30～16：40

【開催方法】 WEB開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

（注）新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長がWEB開催を決定した。

※資産運用委員会規程に基づき、議題1については委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの同席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

##### (1) 中退共の基本ポートフォリオ見直し

中退共の基本ポートフォリオ見直しについて、前回委員会で確認した論点についての説明及び審議が行われた。

（注）上記に関する審議内容については、その公表が市場に影響を与える可能性に配慮し、後日、見直し結果を総括する資料の中で公表することを予定。

##### (2) 資料1－4資産運用委員会および運営委員会の法的位置づけについて

事務局より、資産運用委員会と運営委員会に関する法的な位置づけの相違点と、それを踏まえた、今後、基本ポートフォリオ見直し作業と合同運用に関する関係機関への説明を同時並行的に進めていくに際しての情報の取扱方針について、説明が行われ、委員会として認識が共有された。

- ・資産運用委員と運営委員の中退法上の要件を比較すると、資産運用委員は資格要件が厳しく制限されており、独法通則法における機構役員と同じ規定が適用されている。また、忠実義務、秘密保持義務も明示的に課されている。それだけ資産運用に係る資産運用委員の発言は重いということであり、また対外秘公表の情報へのアクセスが認められている。
- ・一方、運営委員については、忠実義務も秘密保持義務も規定されていない。また、評議員会が同時に開催される場合が多いということも踏まえると、説明に使用する資料の内容には注意が必要。
- ・従来、労政審に対しても、ブリッジ役の勤生課長が公表済みの議事要旨を使って説明している経緯を踏まえれば、説明資料は基本的に議事要旨を用いたものとするのが適当。
- ・事務局としては、議事要旨について、出来るだけ詳細な内容のものを早期に作成・公表するよう努める。

- ・なお、設置目的の文言も、資産運用委員会は、「資産運用業務に関して、業務の適正な運営」を図るために設置され、かつ業務の実施状況を監視することが規定されている一方、運営委員会については「業務の円滑な運営」となっており、資産運用委員会にはより厳格な対応が求められているものと考えられる。

<主な質問、意見等>

(委員) 回によっては、議事要旨としてはかなり詳細なものとなっているが、これは運営委員会等で提示できるというような趣旨か。

(事務局) 然り。

(3) 予定運用利回り、付加退職金の水準が基本ポートフォリオの前提条件に与える影響  
村上委員長から資料「予定利率、付加退職金の水準が運用の基本ポートフォリオの前提条件に与える影響について」が提供され、金融業・資産運用業という運用を預かる立場にある機構として、基本ポートフォリオ組成等の前提として、厚労省や労政審等ステークホルダーとの間で確認しておくべきこと、について説明が行われた。説明の概要は下記の通り。

- ・金融業・資産運用業という運用を預かる受託者の立場に立つ機構としては、リスクを取るに際しては、制度の管理者、設計者あるいは委託者、受益者の意向を十分に確認することは、金融を営む者の基本中の基本。意向と違ったリスクを取ってしまうと適合性の原則にも反することにもなりかねない。
- ・保有している長期国債利回りが下がっていったしまった場合、予定運用利回りが変わらないとすれば、結局はリスク資産投資によるプレミアム獲得の部分というのを増やしていかなければならない。つまり、長期国債運用利回りが予定運用利回りに達しない部分について、さらにリスク資産投資を上乗せして行って稼ぐ必要がある。
- ・予定運用利回りが変わらないとすれば、市場の金利水準の変動に従って、時点時点でリスクの取り方を変えて行く必要がある。そうした運用が、望ましいと考えられているのかどうか、再確認する必要がある。制度運営側の意思というものが明確に文章で書けるぐらいに示されていなければならない。
- ・付加退職金が支払われるとすると、長期的には予定運用利回りの水準だけを目標としていたのでは足りないということになる。長期的に見込まれる付加退職金の平均水準を上乗せした利回りを目指さなければ財産は目減りする。そのように、より高い期待収益率を設定してリスクも増やすことを、制度を委託している共済契約者、被共済者、労政審、厚労省等が望んでいるのかどうか、確認する必要がある。それが受託者としての善管注意義務でもあり、また適合性の原則に合っているか否かを計るメルクマールになる。

<主な質問、意見等>

(委員) 適合性という言葉は、90年代の半ばぐらいから金融界で使われ出しているが、勤退機構も含め金融商品を提供する側の義務と責任が、適合性という言葉の下、非常に重くなってきている。

付加退職金は、普通の積立貯蓄とは属性が異なる。付加退職金が支払われることによって、今の労働者と将来の労働者との間にいろいろな関係の変化が生じるなど、ごく普通の人に対して説明するのは、結構難しい制度である。

どこまで説明すれば良いかは、適合性をめぐる世間の常識、相場観次第であり、これに無関心でいる、アンテナが低いという状態は、厚労省、理事長以下機構役員、資産運用委員会、何れについても到底許されない。我々は、よりプロアクティブに世の中の流れを少し先取りして、情報発信していく準備を進めていく必要がある。

付加退職金は、生命保険の利差益に似ているところがあるが、生保については、その経営や保険契約者の利益をソルベンシー・マージン等の規制で守る仕組みがある。一方、中退共には、バックストップはないので、自己資本規制などの健全性規制がかかっている民間の金融機関以上に、商品のリスクについて、しつこいぐらいに説明して浸透させる責任が、金融業を担う組織としてある。

中退共の退職金共済という長期の積立型金融商品をごく普通の人々・労働者に提供するという金融業務に関わる関係者、厚労省、機構、資産運用委員会、こういった関係者の間での意識の統一というのは、適合性の観点から、どうしても必要である。

(委員) 自家運用債券の利回りが低下傾向を続けるとして、目先5年以降も低下し、取らなければならないリスク量が増えて行くとすると、予めリスクを前倒しで取っておいて平準化するというのはい一つの選択肢。一方、逆にそもそも予定運用利回りが高過ぎるのであって、予定運用利回りを調整しようという方向性もあり得る。

長期的な見通しが立つ中で、目先5年間だけを考えていて良いのかという問題意識については、資産運用の方だけでは如何ともし難いので、むしろ労政審といった制度設計を担う方々の御意見とかコンセンサスが必要になってくるのではないか。

(委員) 予定運用利回りの問題については資産運用委員会のマターからは外れるが、付加退職金の影響が、どのような形で運用リスクに関わってくるかについて、労政審の方々、厚労省と認識を共有し、そのような運用を行うことの是非についての確認を関係者皆でしておかなければいけない。

(委員) 中退法第69条の2の第3項に、資産運用委員会の権限について、業務の執行状況を監視すると規定されている。監視する以上は、何が適切な執行であるのか

について、我々がイメージを持っていなければならない、例えば令和2年度に605億円の付加退職金支払が決められたが、それを受けて適切な執行が行われたかを監視することである。その適切な執行の中には、付加退職金も踏まえて、スポンサーが機構にどのような運用をして欲しいと考えているのかを詰めることも含まれ、それがなされていることを監視することが資産運用委員会の法律で定められた仕事である。したがって、機構には、クリアな形で、国民に説明できるような形で物事を進めていただきたい。

(事務局) 付加退職金の問題というのは、実は予定運用利回りの問題とセットだと思っている。その問題は、この機構の権限を越えている問題であるが、我々には、労働者の退職金をお預かりした受託者責任があるので、その範囲でできる限りのことを行うよう努力していきたい。

## 2. 資産運用委員会議事録の確認

事務局より、令和2年度第9回及び第10回資産運用委員会議事録について、委員による最終確認が完了したため、7年後に公表する旨の報告が行われた。

## 3. 令和2年度資産運用に関する評価報告書(案)について

事務局から「令和2年度資産運用に関する評価報告書」(以下、評価報告書)という。)の叩き台が示され、ポイントが説明された。本案については、5月末までに委員からの意見を集約し、次回6月の資産運用委員会において最終案を審議することとなった。事務局の説明の概略は下記のとおり。

(注) 機構が、厚生労働大臣から年度の業務実績に対する評価を受けるため提出する業務実績等報告書に添付される。専門性の高い資産運用分野の業績を評価するための参考とされる。

- ・運用実績や基本方針に沿った運用が行われているか否か、という定例案件以外のトピックスとして、資産運用業務の執行関連では、コロナ禍に対応した流動性管理、マネジャー・ストラクチャー見直し、スチュワードシップ活動、建退共の資産運用における課題を取り上げたほか、ガバナンスに関する議論も取り上げた。
- ・また、令和2年度では、10回の委員会のうち7回で建退共に関する話題が主要議題となったため、定例案件と非定例案件双方にまたがり、数か所で建退共に関する話題を記載した。
- ・具体的には、自家運用の運営に関する債券の年限構成をめぐる議論、委託運用のパフォーマンス管理におけるシェア変更方法の不備によるリスク分散機能の低下問題、基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャーの早期見直しの必要性等に言及した。
- ・加えて、特に基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャーについては、①累

積剰余金水準が望ましい水準を下回る中、現在の基本ポートフォリオが大幅な逆ざや状態にあること、②現状のマネジャー・ストラクチャーが十分なリスク分散機能を有していない中、国内外の金融市場が非常に不安定な状況にあること等の問題点の存在、そのほか、可及的速やかな変更が必要であるが早期見直しが困難であること、そうした中、当面の対応として合同運用が提案されたこと、合同運用早期実現に向けて関係機関への説明が重要であること、合同運用は暫定的な施策であり、再発防止策を含む根本的な解決策の検討が必要なこと等に言及した。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) 付加退職金について少し記載があるが、令和2年度の605億円という数字は結構重いインパクトを持つものであり、そもそも付加退職金が何かという説明を加えた方がよい。
- (委員) 建退共の合同運用について、何か所か「当面」という言葉が使われている。これは建退共における資源投入の問題になるが、独立行政法人として、人件費、物件費、その他の資源投入について自分で決められる話ではない。そうした中での「当面合同運用」ということ。世の中の公的部門に対する見方等、非常に大きな流れの中でしか動かない部分があると思われるが、金融業務を行う独立行政法人として、資源のリクワイヤメントがどんどん増していることを、世の中にくじけることなく発信を続けていただきたい。
- (委員) 資源の問題に言及することには賛同する。
- (委員) 資源問題については、外部委員、第三者委員である資産運用委員会からこれだけ指摘されている、ということを利用して、今後のリソースの拡充に努めていただきたい。
- (委員) 全体の構成として、採算利回りが確保できたのか、また累積剰余金がどれぐらい回復したのかという点は、最初に記載した方がいいのではないか。

#### 4. 行動規範について

事務局より、資産運用業務に携わる役職員の行動規範の素案について説明が行われ、了承された。説明の概要は下記の通り。

- ・年金積立金管理運用独立法人（以下、「GPIF」という。）の行動規範を参考に作成。
- ・ただし、当機構はGPIFと異なり、資産運用のみを業務とする法人ではないため、行動規範の対象範囲は、「資産運用業務に携わる当機構の役職員」としている。
- ・「社会的な使命」については、「制度の運営の安定及び中長期的な持続可能性の確保に貢献すること」を資産運用に携わる役職員の使命として整理した。
- ・「受託者としての責任」については、中退法第63条の忠実義務に対応する部分であり、「機構の保有する資産が、被共済者への退職金支払いのための原資として共済



契約者からお預かりした貴重な財産であり、これを被共済者への将来の退職金支払いのため適切に運用することが必要である」との認識の下、慎重な専門家（プルーデント・エキスパート）としての注意を払い受託者としての責任を果たすものと整理した。

- ・それ以降については、基本的に GPIF の行動規範と重なっている。  
このうち、「法令等の遵守と高い職業倫理の保持」について、資産運用業務に携わる機構の役職員に高い職業倫理が必要としているのは、当機構が、金融業務を行う独立行政法人であること、資産運用のエキスパートであることが背景である。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) 十分な内容が盛り込まれていると思う。
- (委員) 資産運用委員会は、どのような関係になるのか。
- (事務局) 基本的には機構との間で役員として委嘱されているあるいは職員として雇用契約を結んでいるという前提の人間が守るべきルールということで作っており、資産運用委員のところまで含めたものではない。
- (委員) この行動規範は理事長が定めて、役職員がこれを守るという建付けになっている。GPIF の場合は経営委員会が定めて、GPIF の運営に携わっている人全体が守るべきルールとして作られており、そうした建付けとは異なっているが、理事長が定めるルールとしてはこのようなことになると思われる。
- (事務局) 行動規範を制定する背景は、金融業務に携わる者の高い職業倫理というものが、機構役職員において、ぴんときていない場合が多いことにある。この機構全体としては金融業務を行っているが、資産運用については本当に限られたメンバーのみが行っている。受託者責任というのは資産運用に関わらず金融業務を行っている機構全体にかかるが、資産運用に関する怖さのようところが、まだぴんときていないという感じが最近特にし始めたため、制定することとした。併せて、外部の方にも当機構の姿勢をご理解頂けるようなものにした。
- (委員) 「適切な情報開示」にソーシャルメディアの利用についての記述があるが、結果としてソーシャルメディアの利用を認めていることになり、リスクの大きさから気になったがどう考えているか。
- (事務局) 機構としてソーシャルメディアの私的利用まで禁止しているわけではないため、今守るべき規範としては、このような記述になる。
- (委員) 今の時代は官公庁もソーシャルメディアを利用しており、発信に使わないというのは今の時代に合わないのではないか。一方で、行動規範にあることで、その組織がソーシャルメディアの利用についても気を遣っているしっかりとした組織だという信頼感に繋がるという面もあるため、記載する方が良いと言えるが、ソーシャルメディアを全否定することは難しいと思われる。

#### 5. パッシブファンドのマネストについて

事務局より、令和2年度第9回資産運用委員会で報告した合同運用資産のパッシブ運用に係る運用受託機関および管理受託機関の最終選考結果について、対外公表資料案が提示された。この内容について、5月末を目処に各資産運用委員から意見等を事務局に連絡することが了承された。

#### 6. その他

事務局より、建退共との合同運用開始日程について説明が行われた。説明の概要は下記の通り。

- ・合同運用の開始時期については、出来る限り早くということで、運営委員会・評議員会の日程を臨時委員会として前倒しし、できれば年内に基本ポートフォリオ移管ということを申し上げていた。しかし、合同運用を開始するために必要な中期計画・中期目標の変更手続きについては、来年2月に行われる独立行政法人評価制度委員会に厚生労働大臣から諮問をして了解を取らなければならず、合同運用の実施が来年4月の新年度からとならざるを得ない。運営委員会・評議員会の日程を前倒ししていなければもう1年遅くなる場所であったので、前倒した意義はあったが、合同運用の実施は来年度からとなったことをご報告する。

(了)

## 令和3年度第3回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年6月14日（月）13：30～17：15

【開催方法】 WEB 開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

（注）新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長がWEB開催を決定した。

※資産運用委員会規程に基づき、議題1から3については委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの同席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 機構の到達目標について

理事長より、厚生労働省のミッション、中小企業退職金制度の意義、資産運用に於ける理事長方針、これらを踏まえた資産運用における到達目標について説明が行われ、委員会として情報と認識が共有された。説明の概要は下記のとおり。

- ・先月の資産運用委員会で委員から「機構は大手の公的機関投資家10機関の中でどのポジションを狙っているのか」、具体的には、資産規模179兆円のGPIFを狙うのか、あるいは企業年金連合会や中小企業基盤整備機構（以下、「中小機構」という）の10兆円グループのポジションを狙うのか、あるいはそれ以下のグループのポジションで甘んじるのかという質問があったが、機構のAspiration（到達目標）はどこかという質問と理解した。
- ・機構は中期目標管理法人であるので、Aspiration（到達目標）の設定は必須であり、せつかくの機会なので、機構の経営の根幹である資産運用を監視する立場にある資産運用委員の皆様には機構経営の全体感を御理解いただくため、理事長の方針を整理して報告する。
- ・第4期中期計画の政策体系図における厚生労働省のミッションは、「中小企業退職金共済制度及び勤労者財産形成促進制度の適切な運営及び普及により、勤労者生活の充実を促進する」こと。このうち、中小企業退職金共済制度の意義は、従業員の増進と中小企業の振興に寄与することであり、中退法第1条に明記されている。
- ・これを踏まえた理事長方針は、「安全且つ効率」の基本原則の下で必要な利回りを最低限のリスクで確保すること、リスクテイクは利益剰余金の範囲内（1%tile）に止めること、さらに経験値が蓄積されていない運用手法は採用しないこと、である。
- ・この理事長方針を踏まえた資産運用における到達目標は、資産規模6兆円を有する行政の一端を担う機関投資家にふさわしいガバナンス体制の構築により、本格的なスチュワードシップ活動を展開することである。具体的には、本邦資本市場の健全な発

展を促し、もって退職金並びに年金等を通じて勤労者の資産形成に貢献するということ。この目標は、主務官庁の政策目標とも親和性の高い労働者の処遇に注目し、労働生産性の向上を促すことにより中小企業の振興に寄与するということである。

- 少子化の進展により、我が国では「人・物・金」の経営資源の中で、今や「人」が最も希少な資源になりつつある。旧労働省傘下の機構としては、下請け企業群を含むサプライチェーン全体での「人」の重要性を、スチュワードシップ活動の中で3年前から説いてきた。
  - 昨年起こったコロナ禍は、リモートワークなど足元の働き方を大きく変えることにとどまらず、人材の流動化を促し、労働生産性の向上に対する起爆剤になる可能性を秘めている。労働生産性の向上が促されれば、本邦資本市場の健全な成長にもつながり、その結果、年金などを通して勤労者の老後のための資産形成に貢献するという好循環が生まれ、従業員の福祉の増進と中小企業の振興という中小企業退職金制度の意義にヒットすることになる。6兆円の運用資産を有する旧労働省傘下のアセットオーナーとしては、本邦を代表する生保、信託、証券などのトップとのエンゲージメントを通して、労働生産性の向上に貢献できないか議論を重ねている。
  - これが民間から登用された理事長の民間活力という使命に応えることと考えている。さらに、この活動の結果、職員、共済契約者、被共済者、社会といったステークホルダーからも信頼と共感が得られるほか、中退共、建退共、清退共、林退共というブランドの認知度が上がり、加入促進が図られ、更に、職員のモチベーションが上がり、ロイヤリティー、職員の生産性が向上すると考える。
- 今、ビジネスの世界では、企業や組織、個人の存在意義を意味する概念である、Purposeを重視する経営スタイルがトレンドになりつつあるが、次の中期計画に織り込もうと思っているものは、このPurposeとも相通じるものがある。
- G P I Fとそのグループ及び地共済グループはいずれも賦課方式、かつG P I Fはユニバーサル・オーナーで、当方とは立ち位置が大きく異なる。
  - 10兆円クラスには企業年金連合会と中小機構があるが、企業年金連合会は民間であり、この機構のミッション、性格を考えれば、我々ではとても追いつけないし、追いつくためにただでさえ乏しい資源を割くべきとは思えない。
  - 中小機構は小規模共済であるが、被共済者が経営者、小規模企業の経営者であり、主務官庁である経産省の政策体系図に沿って運用以外の事業も手広く行っており、経営思想が我々とは異なる。
  - 資産運用規模4兆円の国民年金基金連合会も、我々とは経営思想が違うと思われる。
  - 前回資産運用委員会で委員長等から御指摘いただいた中退共の付加退職金の問題と予定運用利回りの下方硬直性の問題、後者は中退共のみならず全経理共通の問題であるが、これらは、退職金共済事業の経営に非常に大きなインパクトを与える。何れも理事長の権限を越えた問題であるが、この解決なくして本事業の持続可能性

は担保されない。したがって、勤生課との連携を通して、労政審の理解を得るべき問題と理解している。

<主な質問、意見等>

(委員) 「資産運用に於ける理事長方針」のうち、「安全且つ効率」という基本原則のもと必要な利回りを最低のリスクで確保」と「リスクテークは利益剰余金の範囲内(1%tile)」については、問題ないものと思料する。一方、「経験値が蓄積されていない方法は採用しない」については、機構内部の経験値なのか、もっと広い意味での国内の公的機関、あるいは年金基金以外の金融機関も含めた経験値なのか、確認したい。

(事務局) 年金基金等も含めた、世間一般で経験値が蓄積され、それを私どもが利用できるような状況を想定している。

(委員) 「資産運用分野でまだ評価が確立されていない手法等について、先んじて機構がチャレンジしていくことはしない」と言い換えてはどうか。

(事務局) ご指摘の表現を取り入れさせていただく。

(委員) 労働生産性について2点伺いたい。1点目は、ここで言及されている労働生産性は、スチュワードシップ活動等で相手にする上場企業と、中小企業退職金制度に加入しているような中小企業、何れに関するものか。

もう1点、労働生産性の問題は、きわめて現場の効率性を向上させる課題みたいに取りがちであるが、むしろ事業選択とか経営戦略の問題だと思われる。そのように捉えて良いか。

(事務局) 主要金融機関のトップとは、労働生産性を上げるためには、下請け中小企業に合理化を強いるのではなく、人という大事な資源を大事にすることが重要であり、サプライチェーン全体の観点から取り組むことが肝要、ということをお話している。これは、「人・物・金」の資源をどう使っていくかということであり、「S」と言うよりもガバナンス「G」そのものである。厚生労働省の政策との関係で言えば、リカレント教育とか、転職時の補償等を組み合わせて、産業の新陳代謝を進め、その結果として日本の労働生産性を上げる、そうした方向性を提言している。

したがって、ここで言う労働生産性には、大企業と中小企業、双方の問題が混在している形である。

なお、従来、政府系金融機関による支援は Debt を用いてきたが、今後は Equity に移っていくのではないかと考えている。こうした動きは、まずは株式公開会社である大企業のインセンティブに繋がると思われるが、さらに、企業単体ではなく、サプライチェーン全体で企業価値が評価される動きが加われば、中小企業も含めた労働生産性の改善に繋がるものと考えている。こうし

た目的意識は、従来の Aspiration 論では言い尽くせなかったことであるが、最近の Purpose 論に近いと考えている。こうした問題意識は本邦の資産運用会社の親会社である、主要金融機関のトップの方々とは共有されている。

(委員) 資産運用会社のトップやスタッフが、そうした問題意識を共有することが出来ないとすれば由々しき問題である。

## 2. 付加退職金について

事務局より、付加退職金について、導入時の背景やその後の環境変化の結果、制度における意味や影響の変化等のこれまでの経緯の説明が行われた。

また、委員長からも、運用における重要事項についての実質的な決定プロセスにおいて、「予定運用利回りだけを目標とすると付加退職金の部分だけ資産が劣化するため、予定運用利回りプラス付加退職金の水準を目標としてポートフォリオを考えるべきか」、「運用の環境変化が発生した際にリスクとリターンのバランスについてどうすべきか」といった点について、厚労省を含め労政審でよく議論していただく必要があるのではないかという問題提起がなされ、委員会として情報と認識が共有された。

事務局と委員長からの説明の概要は以下の通り。

### (1) 事務局からの説明

- ・付加退職金制度については、これまで、当委員会でも、その非対称性の問題が中退共の財務体質やリスクテイク能力に与え得るマイナスの影響について何度か審議してきた。
- ・従来は、制度設計を所管する労政審に判断材料を提供するという立場から関与してきたが、前回の財政検証では、来年度に予定されている次回の財政検証で見直しを行うとの方針が示された。これを受けて、労政審と資産運用委員会とのブリッジ役を担う勤生課長より協力要請も受けている。
- ・しかし、前回委員会で指摘された適合性の原則を踏まえると、付加退職金の問題は、説明責任という点では、自らの課題でもあると考えられる。そこで、まずは基礎的な認識を固め、共有するため、公表されている労政審の議事録等から抜粋し、過去における付加退職金をめぐる議論の概要を整理した。
- ・なお、「適合性の原則」は、付加退職金に止まらず、予定運用利回りにも波及する問題であり、付加退職金の影響が資産運用のリスクにどのような形で関わってくるかについて、労政審、厚労省と共有することは、資産運用委員会としての受託者責任でもある、との指摘は重く受け止めている。
- ・付加退職金導入時の背景や目的については、労働政策局長から各都道府県知事宛てに送られた通達に記載されている。平成バブル崩壊後の金利急低下局面で、頻繁に予定

運用利回りを見直すことが難しい中で逆ザヤが発生し、財務の悪化が進む、という厳しい環境の下、長期的な制度の安定性を確保するために取られた策であることが説明されている。予定運用利回りの大幅な引下げとのセットで導入されたものであり、このときの予定運用利回りは、「過去の経験に照らして、運用実績がそれを容易に割り込む可能性のない水準」に設定された。

- その後、利回り低下が想定を超えたスピードで進む一方、予定運用利回りは平成8年度まで据え置かれたため逆ざやが発生、拡大し、利益剰余金は平成5年度に累損を計上、その後は拡大が続いた。このため、予定運用利回りは平成8年度に1%、平成11年度に1.5%引下げられたが、累損拡大が続いた。
- この時期、「制度の魅力維持という観点から、他の類似の制度の予定運用利回りと同等の水準に設定する」という新たな観点が予定運用利回りの決定に際して考慮された結果、予定運用利回り引下げの目的が、「累損解消」ではなく「累損を拡大させない」とどまったということが記録されている。
- 累損拡大に歯止めがかかるのは、平成14年度に予定運用利回りが3%から1%に引き下げられて以降。この際、予定運用利回りについて、「確実に累積欠損金の解消を図り、制度の財政の安定化を図る」という方針が明示された。また、法律によって規定されていた予定運用利回りが政令事項に変更され、「被共済者間の公平性等を勘案して、剰余金の2分の1を累積欠損金の解消に、残りの2分の1を付加退職金の支給に充てる」というルールも導入された。
- この時、「現在は付加退職金が機能していない、希望的観測の下で基本退職金の利回りを設定するのではなく、安全な利回りを設定し、付加退職金で支給しながら積立不足を解消していくようにすべき」とか、「付加退職金の制度は、加入時期の経済情勢によって給付額は左右され、不公平であることから、中長期的に見て存続させることが適当か議論すべきである」等の意見が出たが、採用されなかった。
- 平成15年度の独法化の際にも、支給の片務性問題や、累損がある中での支給の問題が指摘され、制度の廃止や見直しが提案されたが、前年度に新ルールを決めたばかりであったため、見直しに至らなかった。
- また、同年度に時価会計が導入された。景気と株価が回復局面に入ったため、運用利回りが予定運用利回りを大幅に上回り、3年連続、累積で952億円の付加退職金支給が決定された。
- その後、サブプライム・ショック、リーマンショックによる株価下落により運用損益がマイナスになる中、累損は急拡大、平成20年度には約3,500億円と既往ピークを更新した。
- このように、付加退職金制度は、導入当初は予定運用利回りの硬直性を勘案した長期的な制度安定化施策であったが、その後の長期的な金利の低迷や時価会計の導入等の環境変化の結果、制度の意味や影響が変質してきたことが窺われる。

## (2) 委員長の説明

- ・当機構の運用における重要事項についての実質的な意思決定プロセスとして、厚生労働省の労政審が予定運用利回りと付加退職金の給付基準の決定を行うが、期待リターンとリスクはトレードオフの関係にあるので、そこで運用において取るべきリスク水準もおおむね決まってしまう。当機構はそれを受けて、安全かつ効率的な、必要な収益を最低限のリスクで確保するポートフォリオを具体的に決めることになる。
- ・運用においてどの程度のリスクを取るかは、前述のように期待リターンと表裏の関係で労政審で決定されるので、機構としては、その背景にある考え方、なぜそのようなリスク水準を取ってよいというように考えたのか、あるいは万が一の場合の備えがどのようになっているのか等をよく説明してもらう必要があるのではないかと。
- ・運用で目指すべき水準については、これまでは予定運用利回りの水準と考えてきたが、付加退職金を勘案すると、予定運用利回りを目標にした場合、付加退職金の部分だけ資産が劣化していくため、付加退職金の想定利回りを算出し、それを予定運用利回りに上乗せした水準を目標とすることも考え得る。この点については、労政審の意見もよく聞く必要がある。
- ・さらに、予定運用利回りを決めた後も、運用の環境が変化し、例えば国債利回りと予定運用利回りのスプレッドが広がった場合に、リスクを変えないでリターンを落とすのか、リターンを変えないでさらにリスクを取りに行くのか、そうした方針も労政審で決めていただく必要があるため、労政審と機構間でよくコミュニケーションを取っていただく必要がある。
- ・取るべきリスク水準の決め方や考え方によって、あるべき運用の仕方は大きく左右されるため、厚労省も含めて関係者間でよく議論をしていただく必要がある。

### <主な質問、意見等>

(委員) 目指すべき目標リターンを予定運用利回りプラス付加退職金利回りに設定するとして、現在が資産運用においてどのような局面にあるのかがはっきりしない以上、付加退職金利回りを決めることは困難である。そうしたことをご理解いただくよう、労働者の皆様をお願いするのか、あるいは労政審の皆様、特に労働者を代表される皆様に、労働者の皆様への説明をお願いするのか、ここが制度設計全体における大きなポイントと考える。

生命保険では、予定利率が非常に低く設定され、多くの場合、追加的な配当が来るが、健全性規制があるため、保険契約者は配当の是非について心配をする必要がない。しかし、中退共制度には自己資本といったものが存在しない。そうした中で、中退共制度を労働者に対して長期の貯蓄手段、資産形成手段として提供する場合、付加退職金という制度の存在は、それを適切にご理解いただくためには、非常に重いコミュニケーション上の負荷を発生させる。



それでもいいと制度を設計される厚労省・労政審が判断されるのであれば、我々も全力を尽くすが、相当の覚悟が必要と思料する。

(委員) 機構のホームページを見たが、付加退職金の説明は、基本退職金に加えて、実際の運用収入に応じて支給される、と記載されている。労働者側からすれば、これは生保の一般勘定の配当の部分と同じようなプラスアルファが出た部分を還元してくれるのだろうというように恐らく捉えていくのだろうと思われる。

その上で、この付加退職金制度には、大きく分けると2つの点で少し違和感を覚える。一つは原資の問題。生保の一般勘定の配当は、株で言えば配当、外債で言えばクーポン収入、貸付の利息などを原資とするインカム部分を基準として予定利率を上回った部分に対して一定の還元率のもとで配当を安定的に出すことを基本としている。キャピタル部分を出すケースでは、相当なバッファが積み上がったので一つのルールの下に出している。一方、付加退職金については、原資がキャピタルも含めたところで運用収益 600 億円を一つの基準にして出しており、これが非対称性の問題にもつながり、おかしいのではないかと思料する。

もう一つは、決め方のルールの問題として、機構の場合、自家運用部分は簿価会計、委託運用部分は時価会計になっているが、令和2年度も1%以上の付加退職金を出したというのは、いわば株式のキャピタルゲイン、収益部分を還元したということだが、一方、自家運用の部分というのは簿価会計である。このやり方を続けていくと、金利が上昇した場合に、簿価評価をしている自家運用の部分で実質的な利回りがマイナスにもなっているに関わらず、時価会計部分のキャピタルゲインのみ勘案して付加退職金を支給するルールを続けて良いのか、これは合理的なのか、付加退職金額の決め方の問題としても、問題があるのではないかと考える。

付加退職金については、生保における配当の出し方であるとか、いろいろな類似の制度を踏まえて見直し、続けられるのであれば続けたほうが良いが、今の制度はやはり問題があると改めて思われた。

(委員) 世の中に普通にある生保のリテール商品と見かけは似ているけれども実は違うものであり、また、労働者の中で世代間の差が発生してしまうなど、そうした複雑な商品を労働者に提供するの、そもそも適合しているのかという問題がある。勤退共の退職金制度が実は意外と複雑なものであるということ、日々の生活に忙しくしている労働者の方々に説明に押しかけただけで、信頼とか共感を失ってしまう。

これは大変非建設的な話になってしまうといった意味で、労働者という相手を見て、その人に適合した金融商品であるのかということをもっと制度の根

本的なところからぜひお考えいただきたい。適合させることができるとすれば、それは労政審の場におられる皆様に、労働者に商品性について御理解と御納得をいただけるということについてコミットしていただく、ということになる。こうした点を、厚労省あるいは事務局において、労政審の委員方によくお伝えいただきたい。

(委員) 過去の労政審において、労働側の委員からは、付加退職金はある程度の水準があった方が良いとの意見があったのではないかと。

(事務局) 然り。労働側に限らず、経営側からも、加入者数増加の観点から付加退職金があった方が良いとの議論があった。ただ、私どもの宣伝の仕方にも問題があり、付加退職金は予定運用利回りプラスアルファであり、マイナス面はないという感じの説明になっていたと思われ、問題であったと考える。

(委員) 大事なことは、付加退職金を高くすることによって労働分配率を上げることができるとか、そういう認識であればこれは間違いである。自己資本はどこにもないので、労働者に渡るものの源泉は運用益のみであり、これをどういう時間的な分布、フォーミュラで労働者に返すかという問題。

付加退職金を出すことは、現在と将来との Distribution を現在のほうに寄せていること、あるいは将来に何か不幸なことが起きた場合、将来の還元が損なわれるリスクを伴うことである。そうした基本的な商品性について、労政審の場で理解が進むように、事務局及び厚労省にはぜひ頑張ってください。

(事務局) 前回財政検証の際には、非対称性の問題について説明し、ご理解をいただいた。実際、次の財政検証で付加退職金制度を見直す必要があるという意見は労働側委員からの提言であった。

(委員) 付加退職金の部分の期待利回りの出し方については、モンテカルロシミュレーション等を使って、どのくらいの確率でどのくらいの規模の付加退職金が発生するのかを推計することを想定していた。そうして算出された推計値の分を予定運用利回りに上乗せした目標利回りを設定することについて、労政審の意見を明確にさせていただく必要がある。そのような点について、よくコミュニケーションを取っていただきたい。

(委員) 「適合性の原則」というと一般的には「高齢者に内容が理解できない難しい金融商品を勧めてはいけない」とか、「低リスクで運用するような年金基金にハイリスクの高スペックな金融商品をセールスしてはいけない」というような例が挙げられるが、付加退職金制度問題と「適合性の原則」の関係について説明をお願いしたい。

(事務局) 中退共制度という商品を販売している現場の立場からは、これまで、付加退職金の持つ意味を適切に説明できていなかったと考えられるため、説明の不十分さという点で、問題があると考えている。

(事務局) 執行機関の長としては、制度を司る労政審に対して、付加退職金のリスクを指摘する責任があると考えている。このことは5年以上前から申し上げていることであるが、リスクを指摘した上で、それでもやるということであれば、執行機関として従うが、リスクについてしっかりと認識しないで付加退職金は出した方が良くというご意見を言われているのであれば、その認識を修正いただくべきである、というのが自分にとっての「適合性の原則」である。

(委員) 適合性の議論というのは、仮に高齢者の方が、私はばくちが好きだと言ったとしても、当人の金融ニーズに合うわけがない場合にはハイリスクな商品をセールスしてはいけない、というのが適合性の本旨ではないか。そうであれば、付加退職金の存在によって、思いがけないようなリスクが入っている、あるいはなかなか労働者に伝わらない属性を持っている中退共制度を、リスクテークし難い労働者に勧めることについては躊躇すべきである、というのが適合性の考え方。付加退職金制度については、将来の労働者から現在の労働者へ資金を異動させるような意味合いがあることをご理解いただくことは非常に難しい。この点に着目した議論が必要と思料する。

(委員) 適合性という難しい言葉よりも、制度全体の安定性に関する指摘責任といった言葉のほうが分かりやすいのではないか。

(委員) 適合性の原則という言葉自体は使って良い言葉だと思うが、使い方について共有認識を持てるような工夫をしていくことが大事と思う。

### 3. 中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

事務局より、前回委員会で確認した論点についての説明及び審議が行われた。

### 4. 建退共の手帳更新期間について

建退共事業本部より、「制度発足以来の累積ではない、単年度の数値の選定及びその分析」、「貼付枚数に関わりなく2年毎に手帳を更新する制度改正の影響分析」という課題に対するデータの集計・分析に関して、中途の経過報告が行われた。次回、この続きのデータを整理・分析のうえ提示するというので、委員会として情報が共有された。説明の概要は以下のとおり。

- ・建退共の手帳更新期間について、本日は、中途の経過報告として、どういった作業をしようとしているか説明するとともに、制度発足以来の累積の数字はどういう出し方をしているかということの説明したい。
- ・制度発足以来の累積の算出方法については、「手帳の平均更新期間」と言ってきたが、正確には「一年分の掛金納付に要する月数」ということで、手帳の更新回数で数えているのではなく、手帳に貼られている証紙の枚数をベースに算出している。

- ・具体的には、まず、算出対象の被共済者それぞれについて、初回手帳交付年月から最終手帳交付年月（退職者については退職金請求事由の発生日）までの期間（経過実月数）に、総証紙貼付枚数が何枚あったかによって、一年分（252日分（21日×12か月））の掛金納付に平均何月要するかということを求める。算式については、総証紙貼付枚数を経過実月数で割ったもの、すなわち1か月当たりの貼付枚数で一年分252枚を割ると所要月数が求められる。これにより、各所要月数ごとの分布（人数）が求められるので、その分布から各所要月数ごとの人数を加重平均して総平均所要月数が求められる。
- ・この累積の平均所要月数は年々じりじりと増加しており、直近の手帳更新の状況が実際どうなっているのか確認したいということが課題として示されているところだと思う。
- ・そこで、直近の更新月数の状況の調査をどうしようかということであるが、手帳の貼付枚数ベースでの算出は困難なので、単純に、ある年度中に行われた手帳の更新について、「当該更新に係る手帳の交付年月日」と「その1冊前の手帳の交付年月日」までの平均の月数を求めることとしている。調査対象年度を直近の令和2年度とした場合であれば、令和2年度中に手帳の更新があった者について、その更新と一つ前の更新の間の期間を取って、その平均の期間を取ろうというものである。
- ・更新のペースが遅い人ほど、令和2年度中の更新というところに引っかからなくて、算出対象とならないことが多いであろうということと、一方で、こここのところずっと更新していなかったという人で、累積の平均期間よりもはるかに長い更新期間を記録する者もあるかということ推測している。
- ・というわけで、直近の平均期間を求めると書いているが、直近の更新の状況を見るという意味では、平均の数値それ自体よりもどういう分布になっているかということのほうが重要だと思うので、データを取ったらよく整理・分析して、次回以降で報告したい。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) この作業の趣旨、目的は、19.5年みたいなものの安定性とか、直近この数字は信用していいのかということところがそもそもの問題意識になっていると思うが、それでよいか。
- (事業本部) 元々の目的としてはそういうことで直近の数字を知りたいということだったと思う。
- (委員) 了解した。その観点からは、おそらく過去の非常に古い期間のデータを入れるというのは必要利回りを計算する上ではあまり必要ではなくて、今回令和2年度に限ったところをやるとのことだが、おそらく単年度に限ってしまうと偏りが大きくなると思うので、例えば直近3年とか5年で平均期間ないし

その分布を求めたら、19.5 からかなり違う数字になりそうなのかどうか。

(事業本部) 正確なところは分からないが、例えば令和2年度中に更新があったものに絞ると、更新期間が長い人はあまり拾われなくなるので、短くなるだろうという印象はあるが、他の攪乱要因も若干あるとは思っているので、その辺はよく見ないと分からない。

(委員) 今の点は、おそらく遡及年度を1年間に限るのではなくてもう少し延ばして、例えば3年とか5年とするとかなり抑えられると思う。大事なのが大昔から引きずった平均値ではなくて、おそらく直近ないしは将来の更新月数の評価値であり、例えば目先3年とか5年に絞った場合、19.5 という数字からかなりかけ離れたというか、例えば22 とかないしは15とか17みたいな数字になってくるとすると、19.5 に基づく議論というのはミスリードになってくるといふふうに考えているが、そういう理解でよいか。

(事業本部) 即答できないが、もともと平均更新月数は、加入年度ごとにどれだけの人がいつ脱退するかとかそういうものの分布を見るための調査の中で、参考値として出しているもの。3年、5年の数値を出したときにそれと比較してどういったことが言えるかということは、今すぐにこうだということとはなかなか言えないが、比較して議論する意味はあるのかなとは思う。

(委員) 向こう5年とかについて質のよい係数が得られれば、前年度非常に時間を費やして議論した必要利回りの計算が、一気に信頼性が高い数字が簡単に得られるということになると思うので、ぜひここら辺は頑張ってもらいたいと思う。

(事業本部) 5年といったときにどうやって取れるかということは、技術的なところもよく確認したい。

(委員) 1点確認として、今日のところはトータル19.5 とかいう数字を示していただいているが、所要月数の分布みたいなものも今後お示しいただけるのか。

(事業本部) たぶん直近の平均値だけを出してもあまり意味がないと思うので、何か月～何か月の人が何%ぐらいいるというのも、累積の数字と直近の数字とで比較してお示しするような形を今のところは考えている。

(委員) 手帳の更新が分からないので、実態が分からないというパターンがあるのか。

(事業本部) 分からないというよりも、令和元年度以前に更新をしてその後更新がないという場合、累積のほうの数字は、在職というのは、例えば令和2年度末であれば令和2年度末に在職している方全てを取っているが、令和2年度中に更新のあった人だけを対象にすると抜ける人が出てくるということである。

(委員) 今の話に続けて確認したいが、もともと手帳の平均更新期間が12か月を超えているということは、要は負債サイドに置かれた利回りに対して採算利回りがもう少し低い数字になるということで見ると、退職された方はその間

題からはフリーなので、手帳の更新期間を加味した調整とは関係なしに、そもそもの制度上の利回りがそのまま適用されると考えてよいか。

(委員) 退職された方はもう退職金が支払われて、被保険者のリストからは外れている。

(委員) この方々には一時金で支払われているということか。

(事業本部) 支払い済みである。

(委員) 本来のこの分析の趣旨でいうと、今後の利回りの調整という関連で見ると、古い情報は必要はないという理解をしているが、それでよいか。

(委員) 今の委員の質問は、もう10年も前に、過去どのぐらいで更新したかという情報というのは、今、政策を考えるにはそれほど重要ではないという意味でよいか。

(委員) そのとおり。

(事業本部) その辺の問題意識も含めて次回以降整理させていただく。

## 5. 議事録の確認

事務局より令和3年度第1回資産運用委員会議事録(案)が提示され、6月下旬を目処に各資産運用委員から修正等の可否を事務局に連絡することが了承された。

## 6. 令和2年度資産運用に関する評価報告書(案)

事務局より、令和3年度第2回資産運用委員会にて議題となった令和2年度資産運用に関する評価報告書(案)について、各資産運用委員の意見等を反映させた修正案が提示され、6月中旬を目処に追加修正の可否を事務局に連絡することが了承された。また、審議内容を踏まえた修正を行った上で、最終確定版を厚生労働省へ提出することが了承された。

☞ 令和2年度資産運用に関する報告書については[ここ](#)をご覧ください。

## 7. 令和2年4月から令和3年3月の運用実績報告(6経理)

事務局より、令和2年4月から令和3年3月における6経理(注)の運用実績報告における累積剰余(欠損)金等について、以下のとおり報告・説明があり、審議の結果、了承された。

(注) 合同運用資産(中退共給付経理、清退共給付経理、林退共給付経理)、建退共給付経理・特別給付経理、清退共特別給付経理

・中退共については、累積剰余金が増加し、年度末の水準は約5,300億円と既往ピーク

を更新した。また、責任準備金も約 1,400 億円増加したが、このうち約 600 億円は付加退職金分である。この結果、責任準備金に対する累積剰余金の割合であるリスク・バッファ比率は、初めて 10%を超えた。

- ・建退共給付経理についても、累積剰余金は約 800 億円に増加したが、想定損失額には達していない。
- ・建退共特別給付経理については、累積剰余金は増加したが、責任準備金は若干減少した。
- ・清退共給付経理については、合同運用への参加により運用益は上がったものの、参加時に発生した株式の売却損により、累積剰余金は微増となった。
- ・清退共特別給付経理については、累積剰余金はほぼ横這いで、加入者数の減少傾向を受けて、責任準備金は減少傾向を辿っている。
- ・林退共については、累積欠損金が大幅に減少したが、想定損失額に鑑みると金融ショックが発生した場合に大きな損失を被るリスクを負っているため、着実な解消に向けて、事業推進活動等への注力が引き続き必要である。

#### 8. 受託機関の評価基準について

事務局より、アクティブ運用分とパッシブ運用分を合わせた内部規程の「受託機関の評価基準」について、マネージャー・ストラクチャー見直し完了を踏まえた全面改訂の案が提示された。6月下旬を目処に各資産運用委員から修正等の要否を事務局に連絡することが了承された。

(了)

## 令和3年度第4回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年7月27日（火）13：30～16：30

【開催方法】 WEB開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

（注）新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長がWEB開催を決定した。

※資産運用委員会規程に基づき、議題3については委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの同席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 資産運用委員会の運営方針について〈報告事項〉

委員長が「資産運用委員会の運営方針について(村上案)」を提示し、内容説明を行った。今後は原則、当方針に基づいて委員会運営がなされることが了承された。説明の概要は下記のとおり。

- ・当機構の資産運用委員会における審議は、特性の異なる4つの資金を並行して審議するという、ほかに例のない委員会の形式になっており、運用においてもそれぞれの制度内容に絡めて議論をしなければならないところも多々あるため、議論が多岐にわたり内容が複雑になっている。必然的にそれにふさわしい審議時間が必要となるが、より効果的、効率的な審議を行っていくためには従前の実施方法から改善すべき点が多い。そのような問題意識からお話させていただく。
- ・まずは、今まで、提出される議案の位置づけが明示的でない、という問題があった。その議案について審議を深くしなければいけないものなのか、それとも報告を伺っておけばいいのか、そのような線引きが明示的でなかった。委員会の議論自体も、そうした要因のために、大所から離れて実務執行過程で議論すれば良いことまで立ち入ることも多く、本委員会に期待されている機能を逸脱した結果、長時間になっている部分もある。この線引きが不十分であることは重大であり、より集中した審議の時間を確保するためにも、全般的に運営方法について見直すべきである。
- ・原点に立ち返って資産運用委員会の位置づけを確認すると、その機能は大きく3つあり、1つ目は、基本方針の作成または変更については資産運用委員会の議を経なければならないということ、2つ目は、運用状況、その他の運用に関する業務の実施状況の監視、そして3つ目は、理事長の諮問に応じて重要事項について意見を述べて、また、必要と認める事項については理事長に建議をすることである。これらの機能は中退法に定められたものであり、資産運用委員会規程にも盛り込まれている。
- ・資産運用委員会規程では、第9条で「この委員会の運営に必要な事項は委員長が定



める」とされているため、この運営方法の改善策を提案したものである。

- その大きなテーマとしては、「審議事項と報告事項の峻別」、「監視と執行の分離」の2つがある。
- 「審議事項と報告事項の峻別」のうち、「審議事項」については、極力主要な論点を整理した上で議事にかけることが必要。審議事項について「議を経る」とは、理事長が専門機関である委員会からよく話を聞いた上で決断するための諮問応答的な役割を担うと解され、最終決定権は理事長にある。ただし、理事長が委員会と違う判断をする場合には、その理由を説明することが必要になる。

「報告事項」については、受託者責任というのは「プロセス責任」であるので、機構は、個別具体的な執行判断においてプロセスがきちんと守られているかを確認するのに必要な「報告」をする必要がある。委員会の「監視する」機能は、プロセス責任の遂行状況の確認であり、執行がプロセスに合致している否かを判断するのに必要十分な報告を受けて了解するという手続になる。

- 「監視と執行の分離」については、資産運用委員会は「監視機関」であり、機構に代わって執行する立場にはない。あくまでも第三者として、執行に至るプロセスや選択・判断に際しての考え方について指摘、助言を行うものであり、機構に代わって具体的な判断や選択に踏み込み過ぎると、監視機関としての機能が相反的に果たせなくなり得る。

委員会が重点を置くべきは、例えば、個別のマネジャーの評価・選択やリバランスがしかるべき手順を踏んでいるのか、定められたルール等に従っているのかといった点検を行うことや、見落としている観点がなく、そうした観点から適切な意見具申を行うことである。

機構は資産運用に関する専門家としての注意義務を負っているが、現時点でこの分野をリードするほどの人的・物的資源が備わっているわけではない。したがって、機構は、どのような手法や戦略を取り入れるかは、保有資源の実情、組織としての知見・ノウハウの持続可能性、オペレーショナル・リスク等を総合的に判断する必要がある。その観点から、「当分野で評価が確立していない手法等に、当機構が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない」という理事長の方針は尊重されるべきと考えられる。

資産運用委員会は、意思決定プロセスや視点について欠落している点があれば指摘を行うが、例えば運用戦略やファンド、手法の選択等の具体的な議論にまで立ち入ると、今度は監視機能に支障を来す恐れがある点には留意する必要がある。

- この他、具体的な議事運営方法として、開催頻度の削減や、審議時間の管理、議事録・議事要旨の迅速な作成のための管理方法改善等を運営方針の案の方に盛り込んだ。なお、現在のようなWeb会議形式での開催に際しては、出席者の状況が見えるように、カメラは常時使用の状態で開催することとしたい。

<主な質問、意見等>

- (事務局) 昨年度以来、毎月のように資産運用委員会を開催する状態が続き、開催時間も長くなっている。コロナ禍対応や、建退共の基本ポートフォリオ見直しと合同運用問題など、緊急性や時限性のある案件が多かったということもあるが、事務局の運営上の不手際が必要以上に開催回数を増やし、あるいは開催時間を長くしていた面が多分にあるものと考えられる。事務局としてそうした反省を踏まえ、委員会の運営方法改善施策について、他機関の実情も聴取しつつ、委員長に御相談申し上げた次第である。
- (事務局) 委員長からのご提言は大変重く受け止めている。提出された議題の位置づけが明示的でなかったり、事前の論点整理が不十分である結果、委員会での議論が拡散し、その收拾策として委員会の開催頻度増加と審議時間長期化、事務方には議事録並びに議事要旨作成負荷の増加という悪循環に陥っていた点については、特に反省したい。この機会に、コンサルタントとの議論の時間を増やし、事前に十分に論点整理をした上で委員会に持ち込むという手順を徹底したい。本来のあるべき姿に向けて事務局を運営していく所存であり、皆様の御理解と御協力を賜りたい。
- (委員) 審議時間を短くする方法として、基礎的な質問等を事前に済ませておくことが考えられる。資料を十分に読み込む時間と、細かい質問や技術的質問への回答を事前に貰えば、審議時間は確実に短くなるのではないか。
- (委員) 他の委員会では、1週間前にブリーフィングを行い、細かいやり取りを行ったうえで委員会に臨むケースもあるが、当委員会の資料は本当にぎりぎりのところまでできていると思われるので、事務局と相談して決めたい。
- (委員) 今は一括して資料を受領しているが、出来たものから提出する等の工夫もあり得るかと思う。
- (委員) テーマが多いだけに資料作成がぎりぎりまで掛かるのはやむを得ない面もある。テーマを絞らない限り抜本的改善は難しいのではないか。例えば、建退共の必要な利回りの水準に関する議論は、本来、資産運用の話ではない。こうしたテーマを扱わなければテーマ数を減らせるのではないか。
- (委員) カメラについては原則オフにして、必要なときだけオンにする運用の方がいいのではないか。適宜離席することが出来る。
- (委員) 当初、この資産運用委員会の立てつけを作る際にはWEB形式での開催というのは考えられていなかった。本来は対面で一堂に会して審議をすることが原則である。当委員会は法律で定められた委員会であり、委員長としては各委員の状況を見定めながら議事運営を行いたい。
- (委員) 委員長の提案に賛成である。カメラの運用等については、「委員会の運営に必

要な事項は、委員長が定める」という規程で想定されているのは、正にこういうことと思われる。コロナワクチン接種の状況等を踏まえ、対面式開催に戻るタイミングも委員長が決定することであり、それ以上に細かい事項は、委員長にお任せすれば良いと考える。

(委員) 通信上の問題等、物理的な障害がなければ、極力、カメラはオンにして運営をしていきたいと考えている。

(委員) 議事録、議事要旨については、複数の案件が同時進行することも多いため、スケジュール管理が難しい。例えば WEB で、案件毎の締切がすぐに分かるような仕組みがあれば助かる。

## 2. 付加退職金について〈報告事項〉

事務局より、付加退職金制度について、令和3年度第3回と第2回の資産運用委員会において、委員長等から指摘された「適合性」の観点から問題点を整理し、理事長の所見を加えた資料を提示、内容を説明し、委員会として認識が共有された。説明の概要は下記のとおり。

- ・本資料は、来年度の財政検証で予定されている付加退職金制度見直しに関する議論に、適切な資料・情報を適時適切に提供していくため、今後、制度に関する検討を深めていくに際し、認識と問題意識を共有するために作成したもの。
- ・重要なのは適合性の概念であり、我々には商品を提供する者の責任として、付加退職金制度の意味合い、リスクの所在、問題点を適切に労働政策審議会（以下、「労政審」という。）等のステークホルダーに御理解いただき、制度の適合性を御判断いただいた上で、制度のあり方を御検討いただくとともに、機構に求められることを明確にさせていただく必要がある。

### <主な質問、意見等>

(委員) 本件は、労政審に付加退職金が財政を段々と圧迫していく働きがある、ということ認識していただくためのものと考えていいのか。

(事務局) 財政上の問題だけでなく、付加退職金制度については、当委員会において、適合性の観点からの問題をご指摘頂いたところであり、そうした問題意識を労政審にご理解いただくと共に、修正の必要性、可能性についてご審議頂く必要もある。

(委員) 付加退職金は、財政上だけでなく資産運用上もリスクをもたらす可能性があるため、そうしたリスクについて関係者が正しく認識を共有し、その上で制度が作られているかどうか、その点が一番のポイントである。これは、基本ポートフォリオの目標設定にも関係する問題であり、合意をしっかりとっておかないと、適合性の原則に外れてしまうことにもなりかねない。

(委員) 労政審は付加退職金にそのようなリスクがあることを認識されているのか。

- (事務局) 問題があるということは認識していただいているが、適合性の観点からの問題については、今後、説明が必要と考える。
- (委員) スケジュールについてはどうなっているか。
- (事務局) 今後また勤生課と詰めていきたいが、基本的には来年度の財政検証において議論がされるため、それ以前にこちらから労政審に対し、情報提供をしていく必要があると考えている。
- (委員) 付加退職金に係る議論まで当委員会で扱うべきなのか、委員会の開催回数や審議時間を減らすためには、その点も考えるべきではないか。
- (委員) 付加退職金は、運用の目標として期待リターンとして予定運用利回りだけを意識すればいいのか、予定運用利回りに付加退職金分を加味したものを目標にすべきかという点で運用目標に関わってくる重要な問題。したがって、労政審にそうした判断を頂く必要がある。そのためには、付加退職金のリスク等もご認識頂く必要があり、そのための情報提供や意見具申が必要ということ。ただ、委員会として意見具申の文章の細かなところまでは踏み込む必要はないと思う。
- (事務局) 付加退職金のあり方というのはまさに我々の運用のあり方に直接関わってくることであり、適合性の観点から問題を指摘することは、機構の指摘責任であると認識しており、余計なテーマではないと考えている。
- (委員) 本日は、そうした観点から、おかしいというところがあればご意見をいただきたい、ということ。特に大きな問題がなければ、労政審に働き掛けていくということによいと考える。
- (事務局) 本日は、ご審議を頂く前の事前情報提供の位置づけであり、本格的な審議は次回ないし次々回からお願いする。

### 3. 中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について〈審議事項〉

中退共の基本ポートフォリオ見直しについて、前回委員会で確認した論点についての説明及び審議が行われた。

### 4. 運営委員会・評議員会報告〈報告事項〉

建退共事業本部より、建退共の財務問題・基本問題検討委員会及び運営委員会・評議員会にて、建退共の委託運用資産の合同運用に向けた検討開始について了承されたことが報告され、委員会として認識が共有された。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) 合同運用について、さしたる反対意見はなかったということによろしいか。
- (事業本部) 然り。そのように考えている。

### 5. 資産運用委員会議事録の確認〈審議事項〉

事務局より、令和3年度第1回資産運用委員会議事録について、委員による最終確認が完了したため、7年後に公表する旨の報告が行われた。

また、令和3年度第2回資産運用委員会議事録（案）が提示され、8月中旬を目処に各資産運用委員から修正の可否を事務局に連絡することが了承された。

#### 6. 令和2年度運用受託機関評価結果〈報告事項〉

事務局より、令和2年度アクティブファンド運用受託機関の評価結果の概要について説明が行われ、了承された。また、今後の適切な評価のための意見がある場合は、事務局に連絡することとされた。説明の概要は下記のとおり。

- ・評価は3段階評価の形式で行った。
- ・資産運用委員会の場において度々助言をいただいているTEについても、多面的にチェックしている。委託開始からある程度の期間が経ち、データ数がそろい始めたので、今年度から実績TEについても点検の対象とした。
- ・推定TEによってリスクテイクのスタンスの動きを、実績TEではスタンスとの整合性を、さらにリスクテイク方針が超過収益率にどのような形で反映されているか、そうした観点から点検を行っており、点検結果のサンプルを示した。

#### 7. 建退共の手帳更新期間について〈報告事項〉

建退共事業本部より、建退共の手帳更新期間について直近でどれだけの月数を要するかの試算結果について説明が行われ、ここまでの経過について了承された。説明の概要は下記のとおり。

- ・直近の手帳更新に要する平均月数の求め方として、方法①（令和2年度中に手帳更新のあった者のみを対象）と方法②（令和2年度中に手帳更新のなかった者も対象）の2つの方法で試算。その結果、方法①は短い更新月数、方法②は長い更新月数となった。
- ・ただし、方法①は、算出対象が方法②と比べ50万人程度少なく、その中に更新月数の間隔が長い者が多く含まれていると考えられ、偏ったものとなっており、また、方法②は、逆に120か月以上など更新月数が非常に長いものが相対的に多く含まれている。手帳の更新状況に基づくデータの限界もあり、直近の平均更新月数について、一意的に正しい数値を示すのは困難である。
- ・一方、被共済者の加入から脱退に至るまでの手帳の更新（証紙の貼付）状況が総体として見たときに安定的に推移しているのであれば、制度創設時からの累積のデータで見ることは合理性があるものと考えられる。
- ・ただし、そのように安定的に推移していると言えるかどうかについては、今後とも今回のような方法も含め、最新の更新状況について更新月数の分布などを継続的に確認することや、可能な範囲で過去データも確認するなどし、検証に努めていき

たい。

<主な質問、意見等>

(委員) 元々の分析の目標は、建退共の資産運用に関する目標利回りをどのように定めればいいのかという基礎数値として平均更新月数の信頼性の高い数字を求めたいということだったと思うが、この中では、どれが一番その趣旨に近い方法ということになるか。

(事業本部) 一概にこれというのは言いづらいが、方法①や方法②は手帳の更新ベースなので、証紙の貼付状況で見ている累積の在職や総括の数字のほうが信頼度が高いとは思う。しかし、非常に長い期間のものを取っているのがどうかというのが元々の問題意識だったかと思う。

(委員) 建退共の1年が252日分というこの設定は、働き方改革の時代に非常に厳しい設定になっているように思われるが、見直しの議論はあるか。

(事業本部) 現状ではない。建設業界の実情等を見ながら、またそのような話が出てきたら改めて説明させていただく。

8. その他

事務局より、令和2年9月及び令和3年4月の2回にわたりリバランスを行った結果、パッシブ比率が設定レンジ下限を下回ってしまった外国株式について、アクティブ・パッシブ比率の調整を実施した旨の報告が行われ、委員会として情報が共有された。

<主な質問、意見等>

(委員) 下限を下回った原因は、何によるものと考えているか。

(事務局) 外国株式の価格が上がった結果、リバランスを2回行ったことによって、パッシブを売却したことが原因である。

(委員) やり方も理解できるし経緯も分かるが、コストを考えると、2回目のリバランスはパッシブを落とすのではなくアクティブで調整するというやり方もあったのではないか。

(事務局) 検討させていただく。

(了)

## 令和3年度第5回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年8月10日（火）15：30～17：15

【開催方法】 WEB開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

（注）新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長がWEB開催を決定した。

※資産運用委員会規程に基づき、議題1については委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの同席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について〈審議事項〉

中退共の基本ポートフォリオ見直しについて、新基本ポートフォリオの資産構成案に関する説明及び審議が行われた。

新基本ポートフォリオの資産構成案については、委員からの要請に基づき事務局から提出された（8月11日）追加的検証資料に関するメールを通じた審議の結果、8月12日に委員会として承認された。

（了）

## 中退共の基本ポートフォリオ 見直しに係る議事要旨

### 第3回(6/14)資産運用委員会で決まったこと

#### 【基本的スタンス】の確認

資産運用の分野で評価が確立していない(定まっていない)手法等に、当法人が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない。

(補注) 本方針は、資産運用に限らず、機構の業務全般に係る方針である。

機構の業務には、資産運用以外にも、退職金等受払業務の正確・迅速な処理や、情報セキュリティ保護という使命があり、限られた資源を最適に配分しつつ達成することが執行責任。機構には、運用業務において受託者責任を果たすために必要な人的資源を配置することは求められるが、その先どこまで高度なレベルを目指すかは、全業務を通した総合的な判断の下に行われるべき問題。

機構にとって、調査研究は付随業務として位置付けられておらず、調査研究に優先的に資源配分を行うことはできない。

#### (1) アセットミックスの決め方

- 方針:平均分散法を使用

#### (2) 中国国債

- 方針①:中国国債を含むベンチマークへの移行は当面見送り(中国国債の影響を注視)
- 方針②:ベンチマークは現在のもものが引続き公表されるのであればそれを使用。されない場合は、先進国のみの指標に切り替え。

#### (3) 為替オーバーレイ

- 方針:【基本的スタンス】に従い採用せず。

#### (4) ヘッジ付き外国株式

- 方針:【基本的スタンス】に従い採用せず。



## 第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

### (1) アセットミックス決定に用いる経済見通し

□2016年策定時は、株式の期待リターン推計に用いる国内経済見通し(実質GDP成長率、物価上昇率)に内閣府ベースラインケース、海外経済見通しにEIUの予測値を用いた。また、国内金利見通しは横這いとした。

□今回用いる経済見通しの組み合わせとして以下の3案を検討し、(案2)を採用。

(案1)2016年策定時と同じ

(国内金利見通し:横這い、国内経済見通し:内閣府ベースラインケース、海外金利・経済見通し:EIU)

(案2)国内見通しを内閣府ベースラインケースで統一

(国内金利・経済見通し:内閣府ベースラインケース、海外金利・経済見通し:EIU)

(案3)EIUの経済見通しで統一

(国内・海外の金利・経済見通し:すべてEIU)

### (2) ヘッジ付き外国債券の期待収益率

□ヘッジ付き外国債券は実質的に円建ての債券投資であり、その期待収益率は国内債券(委託)の期待収益率を基にして設定する。

□その場合に以下の2案が考えられるが、(案B)を採用。

(案A)ヘッジ付き外国債券期待収益率＝国内債券期待収益率

(案B)ヘッジ付き外国債券期待収益率＝国内債券期待収益率－ベースコスト

### (3) ヘッジ付き外国債券のリスク値

□リーマンショック時を含む過去20年間のデータから推計

— リスク値が金利水準に依存しないことを確認することを条件に承認(8月12日に賛成多数で条件が充足されたと評価され、資産運用委員会として最終承認)

## 第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

### (1) アセット・ミックスの決定方法について

- ・ 「資産運用の分野で評価が確立していない(定まっていない)手法等を、当法人が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない」との基本的スタンスに従い、調査の結果、他機関において知見や経験が十分に蓄積されているとは言い難いことが判明したブラックリッターマン法やリサンプリング法の採用は見送られた。

### (2) ヘッジ付き外国債券の期待収益率の推計方法について

- ・ 旧基本ポートフォリオ策定時において、ヘッジ付き外国債券の期待収益率は、外国債券の期待収益率からヘッジコストの予想値を差し引いて推計した。
- ・ 今回、同様の方法で試算したところ、期待収益率がマイナスとなり、ヘッジ付き外国債券がアセットミックスに入っていない結果となった。資産クラスの減少は分散投資の観点から望ましくないため、改めて推計方法を検討した。
- ・ 今回の見直しでは、理論的には、裁定メカニズムによりヘッジ付き外国債券の収益率は国内債券と同水準になるとの考えから、ヘッジ付き外国債券の期待収益率を国内債券の期待収益率と合わせる算定方法を採用した。

過去20年間の実績を見ると、5年平均で均せばヘッジ付き外国債券と国内債券の収益率は概ね同水準で推移していることが確認された(ヘッジ付き外国債券がやや上回る)。但し、米国における金融規制等を背景に発生するベースコスト分は、裁定とは関係なくコストとして受け入れられていると考えられるため、その予想値(過去20年平均)を国内債券の期待収益率から割り引くこととした。

#### ○ヘッジ付き外国債券の期待収益率の推計方法

従来方式＝外国債券の期待収益率－ヘッジコスト予想値＝▲0.07%

今回方式＝国内債券の期待収益率－ベースコスト予想値(過去20年平均)＝0.28%

## 第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

### (3)アセット・ミックスの調整方法について

- ・ 資産運用委員の一人から、ヘッジ付き外国債券の期待収益率について、国内債券との裁定が機能することを想定して、国内債券と同一にするのであれば、ヘッジ付き外国債券の期待収益率を国内債券に合わせるのではなく、国内債券の期待収益率をヘッジ付き外国債券に合わせるべき、との意見が提起された。理由については、市場規模から言ってそれが自然、と説明された。
- ・ これに対し事務局からは、そもそもヘッジ付き外国債券と国内債券の期待収益率を合わせることにしたのは、従来方式で推計されたヘッジ付き外国債券の期待収益率がマイナスとなり、平均分散法ではポートフォリオに入らなくなったことのほか、そもそも期待収益率がマイナスである資産に投資することには、受託者責任の観点から疑問があるためであり、国内債券の期待収益率をヘッジ付き外国債券に合わせたのでは意味がないことを説明。
- ・ また、同委員からは、ヘッジ付き外国債券の期待収益率が過大評価となるリスクを避けるため、① 今回方式(P.18、案B)の期待収益率(0.28%)でアセットミックスを算定し、次に②従来方式で推計したヘッジ付き外国債券の期待収益率(▲0.07%)を適用して全体の期待収益率を計算、③必要な利回りに不足する収益率分(②—①)を上乗せした上で、再度、今回方式(P.18、案B)の期待収益率(0.28%)を用いたアセットミックスを計算する、という提案が出された。
- ・ この提案については、ヘッジ付き外国債券の期待収益率の推定は従来方式に変えて今回方式(P.18、案B)を採用すると決定した上で、アセットミックスを組成しているにも関わらず、アセットミックスを調整する過程で、採用を取り止めた従来方式の期待収益率を使用することについての非整合性、ダブルスタンダード性が指摘され、取り下げられた。アセットミックスの効率性への疑問や過大なリスクを取る可能性(ヘッジ付き外国債券の期待収益率の過小評価)等も指摘された。なお、こうした調整方法を使っている先は見当たらなかった。

## 第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

### (4)ヘッジ付き外国債券のリスク値の推計方法について

- 標準偏差、相関係数については、金融ショック発生時の情報が入っていることが望ましい、との考えから、リーマンショックが含まれる過去20年のデータを用いることとした。
- 資産運用委員の一人から、ヘッジ付き外国債券の収益率の標準偏差は当初の金利水準に左右されるのではないかと、そうであれば、20年前の当初の金利が高い状態から始まる期間を加えて標準偏差を計算すると、現金利水準における標準偏差を過大評価するため不適切、との考えが示された。その上で代替案として、ヘッジ付き外国債券の標準偏差についてはフォワードルッキングな手法により算定することが示された。

しかしながら、標準偏差についてフォワードルッキングな手法を用いて算定している例が他に見られないことが確認されたため、「資産運用の分野で評価が確立していない(定まっていない)手法等を、当法人が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない」との基本的スタンスに基づき、フォワードルッキングな手法の採用は否定された。

しかし、同委員の「高金利の期間を計算期間に含めた場合、ヘッジ付き外国債券の標準偏差が過大評価になることは間違いない」との見解に基づき、「金利水準とヘッジ付き外国債券の標準偏差の関係の確認」が資産運用委員会における本基本ポートフォリオ変更案承認の条件となった。

これを受けて、事務局から同委員の手法による分析の結果(注)が提出され、資産運用委員5名中4名から、「ヘッジ付き外国債券の標準偏差は金利水準に関わらず安定していることが確認出来、本件については議が尽くされた」と評価されたため、ヘッジ付き外国債券の標準偏差については、他の資産と同様に20年間の過去実績値を用いることとし、新基本ポートフォリオ案が、賛成多数により資産運用委員会として承認された。

(注)P.13、Ⅲ. 背景となるデータ 3. ヘッジ付き外国債券の収益率のリスク値(標準偏差)  
(2)5年ローリング標準偏差と金利水準

## 第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

### (5)アセットミックスの構成比の表示について

- アセットミックスの構成比について、最適化結果の生の数字に対してバランスのよさを考えた調整を誤差の範囲内で施すという方法の提案があった。
- 本件については、他の委員から、「よりバランスが良い、の判断基準が不明確である」との指摘があったほか、事務局からも、「『安全かつ効率』な運用を義務付けられている以上、最適化結果と異なる構成比を選択することは説明が困難」との見解が示され、採用されなかった。
- 別の委員から整数に丸める可能性も指摘されたが、最も低い構成比が3%台である中、小数点を丸める影響は小さいこと、丸め方によってはホームカントリーバイアス等の誤解を生じるため、最適化結果そのままに設定する、との事務局方針が示され、了承された。

# 中退共の基本ポートフォリオ見直しについて

- 国内金利の低下による自家運用の収益悪化のため、逆ザヤが起きており、それを解消するために若干リスクが上昇している。
- このため、相対的に期待収益率の低い国内債券の割合が若干低下している。
- また、国内株式より外国株式の方が期待収益率が高い一方、リスクは大きく異なるため、最適化により国内株式より外国株式の比率が高くなっている。

## 基本ポートフォリオの見直し内容

	期待 収益率	リスク (標準偏差)	国内債券		国内株式	外国債券	外国株式
			自家運用	委託運用			
見直し前 基本ポートフォリオ	※1 0.93%	※1 1.65%	79.6%		7.2%	9.9%	3.3%
			59.6%	20.0%			
乖離許容幅 ※2	-	-	±3.0%		±2.0%	±1.0%	±1.0%
見直し後 基本ポートフォリオ (令和3年10月1日改定)	1.10%	1.92%	78.7%		3.9%	9.5%	7.9%
			56.9%	21.8%			
うち委託運用部分			-	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%
乖離許容幅 ※2	-	-	-	±5.3%	±2.4%	±2.4%	±5.3%

※1 前回改定時(平成29年2月1日)の期待収益率は1.10%、リスクは1.88%。

※2 前回改定時は資産全体を100%としたときの資産構成比に基づいた乖離許容幅としていたのに対して、今回改定時は委託運用を100%としたときの資産構成比に基づいた乖離許容幅としている。