

令和4年度第5回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和5年3月28日（火）14：00～15：35

【開催場所】 勤労者退職金共済機構9階A・B会議室

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、大野委員、中島委員、馬庭委員

※中島委員は、WEB会議システムにより出席。

【議事要旨】

1. 令和4年度スチュワードシップ活動状況の概要（報告事項）

事務局より、令和4年度におけるスチュワードシップ活動報告案が説明された。報告案については、各委員が4月中旬を目処に意見等を事務局に連絡することとされた。説明の概要は以下のとおり。

- ・令和4年度は、スチュワードシップ活動を本格化してから5巡目となる。この年度も、理事長による運用機関親会社トップとの面談と、運用受託機関の運用チームからのスチュワードシップ活動報告会の2層構成で実施した。
- ・スチュワードシップ活動報告会では、エンゲージメントにおける話題について、E要素やS要素について、生物多様性、人的資本、ウェルビーイング等といった新しい課題を設定する傾向が見られた。また、話題の中心は引き続きG要素だが、今後、EとSのウエイトが増す、との声が多く聞かれた。
- ・スチュワードシップ活動の実施体制では、ESG課題に係る要員について、質と量の両面から増強を図る先が目立った。特に外資系では、気候変動問題に詳しい専門家、科学者を採用するといった、一歩進んだ新たな工夫がみられた。
- ・議決権行使について、欧州では、運用受託機関とアセットオーナーをインターネットで結び、特定の議案についてアセットオーナー間で意見が割れた場合に、アセットオーナーの賛否の割合に応じて票を投じられる Split Voting を可能にするプラットフォーム提供サービスが始まっているとの話が聞かれた。IT技術の進歩が、最終受益者の意向を直接確認する等、従来では考えられなかった対応を可能にしており、今後の動向には注目したい。
- ・エンゲージメントの実施体制については、ほとんどの先が、株式運用担当部署とスチュワードシップ活動担当部署が共同で取り組む体制を採っているが、一部に兼務体制を採っている先が存在する。これは、銘柄選択の段階からエンゲージメントを行っている担当者が、当該銘柄株式購入後も引き続きエンゲージメントを担当しているもので、エンゲージメントの内容はむしろ充実している模様。
- ・トップ面談においては、当方から以下のトピックスについて意見を述べ、問題意識を共有した。

< S要素 >

我が国の産業構造上、サプライチェーンの中で中小企業と非正規雇用者が極めて重要な役割を担っていることや、今や我が国では、ヒト・モノ・カネの経営資源の中で最も希少な資源はヒトであることを勘案すると、下請企業群や非正規雇用者も含めた中小企業の労働環境改善が重要である。

< E要素 >

炭素ガス排出量の多い製造業が主要産業である日本の産業構造を勘案すると、2050年までにカーボンニュートラルを達成するには、炭素ガス排出量削減だけでは足りず、炭素ガス吸収が必要。そうした中、日本の国土の3分の2は森林であり、里山文化という森林を活用する知恵を持っていること、さらに近年の異常気象多発による地滑りの抑制という観点からも、森林資源の活用が期待される。

< トランジション・ファイナンス >

日本の再生可能エネルギーを巡る環境を勘案すると、炭素ガス排出産業から一気にダイベストメントを行うことは現実的ではなく、適時適切なトランジション・ファイナンスを行うことが重要だが、そうした実情が欧米には理解されていない。

- ・上述の問題に共通するのは、日本固有の事情を踏まえた対応の必要性と、そのことを対外的に説明し、国際的ルールに織り込むことの重要性。昨年、一部の運用機関が独自に海外政策当局に働きかけるための行動を始めたが、こうした動きが今後拡大していくことが重要と思われる。

< 主な質問、意見等 >

(事務局) トップ面談の趣旨はガバナンスの確認。ESG 課題への対応については、運用受託機関を統治する親会社と視点を共有することが重要と史料。

(委員) スチュワードシップ活動を何のために行っているのか、活動を行う際の大所高所から見た視点が分かるような説明が非常に重要であり、そうした意図が伝わるような記述をもう少し報告書に盛り込むべき。

(委員) 世の中全体として、スチュワードシップ活動は企業価値の増大や顧客収益のリターンの拡大に結びついているのかどうか、ということが疑問視されている。

したがって、個別の議論を行う場合、それがどのようなルートで顧客リターンに結びつくのかという観点をもっと入れた議論が必要。

特に ESG については、スチュワードシップ・コードに「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」という表現があり、運用戦略と課題との対応関係という視点からの記述が重要と史料する。

(委員) 東証ではPBR1倍割れ問題というのが非常にクローズアップされている。そ

のような企業が4割もある市場が本当に投資適格なのかどうかという問題が提起され得る。東証は企業に改善策等の報告を求めるというが、その次には、投資する側、運用する側がそうした企業に投資することの是非を問われる問題に発展していくと思われる。スチュワードシップの精神から言えば、企業だけが改善策を出すということだけではなく、運用会社やアセットオーナーもそのような企業に投資することの考え方を受益者に対して示さなければならなくなってくる事態に発展し得る。あるいはベンチマークの選び方の問題にもなり得る。PBR1 倍割れ問題については、早めに色々な方策に着手することをお願いしたい。

2. PRI 署名に向けた検討状況について〈報告事項〉

事務局より、現在進めている PRI 署名の準備作業について中間報告が行われ、委員会として情報が共有された。概要は以下のとおり。

- ・日本における PRI 署名の状況をみると、大宗は運用機関であり、アセットオーナーは少ない。公的年金で署名しているのは GPIF のみであり、公的機関のアセットオーナーとして当機構が署名する意義は大きいと考える。
- ・これまで、機構の以下の特性を踏まえ、PRI 署名は難しいと考えていたが、コンサルタントに照会したところ、署名可能との回答が得られたため、本格的な検討に入り、準備作業を進めている。
 - 機構の ESG 課題への取組方針は、当面はインベストメントやダイベストメントではなく、運用受託機関を通じたエンゲージメントの形で行うこととしている。この方針は、積立型基金として、ESG 投資の収益性が必ずしも証明されていないこと等を踏まえ、令和元年度第1回資産運用委員会における審議を経て採用された。
 - 運用資産の過半を国債、政保債で運用している。
- ・現在の作業状況は、国内公的機関、大手生保会社、大手ファイナンシャル・グループ、海外の公的年金など既に署名している機関における責任投資関連文書の書きぶり等を調査し、機構の責任投資ポリシーや補完資料となる責任投資活動報告の内容を検討しているところである。案文ができたところで、またご報告する。

<主な質問、意見等>

- (委員) 国債・政保債で運用している特殊性のため署名は難しいと考えていたとあるが、難しいとは署名手続そのものなのか、それとも署名後の実際に運用している実態と求められる提言との間のギャップから報告作業のハードルが上がっ

てしまうことなのか。どちらか。

また、署名は可能であるというコンサルタント回答とは、どういった内容か。
(事務局) 最大のハードルは、機構において自家運用が過半数を占めていることだと考えていた。

「PRI を署名した機関は、自分たちの運用資産のうちの一定割合以上、過半を ESG を勘案した投資に振り向けなければいけない」という基準があり、基本的に国債や政保債は ESG を勘案した投資の対象外と聞いていたことから、今の運用の仕方では難しいと考えていた。

しかしながら、コンサルタントから「自家運用部分を取り除き、委託運用部分の一定以上の割合について、何かしらの ESG を勘案した投資を行えばクリアできるはずである」という回答が得られたことから、PRI 署名に向けて本格的な検討に踏み切った。

(委員) アナン事務総長の提言の趣旨は、ESG 要素にベットした投資を行うことではなく、投資において持続可能性という観点も入れて収益の機会とリスク、あるいはコストも含めて適切に評価するためのプロセスを PRI というもので実現していくということ。したがって、全体としての投資プロセスの中にそのような機能が入っていれば署名は可能と解釈している。

(事務局) ESG 要素の考慮と ESG 投資は、良く混同されるので、作成中の文書でもかなり気を遣っている。また、どのような形で ESG 要素を考慮するかについては、日本の固有事情も勘案した形にしたいと考えている。

(委員) 公的なアセットオーナーの場合には、世界各国における ESG や責任投資に関する議論についての情報収集や、日本としての主張をする、という点について、民間のアセットオーナーよりも強く意識をするのが筋と思料。

(委員) 過去に、署名したにもかかわらず報告ができずに除名されたという企業年金の例があった。事務負担の見積りと、対応についての見通しは如何。

(事務局) 最大の負担は、英文でのかなりの量のレポート作成。この点については、昨年 12 月に人材を公募してすでに内定、7 月に着任予定である。同人には、PRI 署名関係を含め、スチュワードシップ活動や将来の TCFD 関係情報開示などサステナビリティ関連事務の統括を任せる予定。

(委員) 債券運用でも、責任投資原則のポリシーに照らして適切な運用が行われていることが主張出来れば、自家運用も含めて、適切な運用が行われていると主張することも可能か。

(事務局) 最近は債券でも ESG ファクターを織り込んだり、エンゲージメントをやったりする運用機関が多いが、機構の自家運用対象である国債、政保債、地方債等について、ESG 要素を考慮して購入を決定していると主張するのは難しいと思われる。

また、PRI へのレポートでは、ESG 要素をどのように組み込んでいるかを具体的に書かなければいけないため、自家運用と委託運用を別々に扱わざるを得ず、また投資プロセスから説明をしなければいけないので、大まかに全体でというわけにもいかないのではないかと考えている。

自家運用部分については、発行体の性格から言って少なくとも ESG 課題に反するような投資ではないと認識している、という説明にせざるを得ないと考えている。

(委員) そこは工夫の余地があるところではないか。PRI に署名しているからといって国債が買えないわけではないので、債券ポートフォリオとして全体的にはこのように考えているという出し方も可能ではないかと考える。

また、機構が署名した場合には、運用受託機関についても PRI 署名を必須要件にする必要が出てくるのではないかと考える。

3. 組織改正について〈報告事項〉

事務局より、資産運用部における組織改正について説明が行われ、委員会として了承された。具体的な説明内容は以下のとおり。

- ・資産運用業務に関する一連の改革の中で、令和4年4月に委託運用における全経理合同運用が実現、同年7月には一本化した「資産運用の基本方針」が制定された。そうした改革に沿う形で、令和5年度初から資産運用部について以下の組織改正を実施する。

①課構成の再編

従来、中退共と特退共別に組織した2つの課で同じ業務を別々に行っていた。これを自家運用と委託運用の業務別2課体制に再編する。

- 資産運用委員会の下で中退共が高めてきた委託運用に係るノウハウを全経理で共有し、機構の資産運用体制を一層強化することが狙い。

②運用リスク管理役の位置付け変更

運用リスク管理役を課長級から次長級に格上げするとともに、資産運用担当理事直結とする。

- 運用リスク管理役を執行部隊の外に置くことで、牽制効果を確保。

③サステナビリティ統括役の設置

PRI 署名に関する事項や、スチュワードシップ責任に係る取組、TCFD 関連の開示などを統括するサステナビリティ統括役を設置。

- 要員は公募を行って採用内定済み。令和5年7月着任予定。

＜主な質問、意見等＞

- (委員) ポートフォリオ全体の政策アセットミックス、マネジャー・ストラクチャーという大きなプロセスについて、自家運用と委託運用の両方にまたがる部分も当然あると考えられるが、この体制でどのように行っていくのか。
- (事務局) 基本ポートフォリオは、自家運用の水準の決定と、委託運用部分の構成比の決定からなるが、自家運用の水準決定については、各事業本部からのデータを基に、自家運用課が対応するし、委託運用部分については、運用企画課において主に対応する。ただし、基本ポートフォリオやマネジャー・ストラクチャーの見直しなど資産運用部横断的な部分については、課の外に位置付けられる運用調査役が案件に応じて役割分担し、ノウハウの共有や効率化を図っていく。
- (委員) 先行き新しい運用を考えることも中・長期的な課題であるが、そういう調査・研究の面も含めて、人員の強化などは考えているのか。
- (事務局) 基本的に運用調査役が調査機能を担っており、調査については、コンサルタントの力も借りつつ、今後も継続的に取り組んでいきたいと考えている。人数をどんどん増やす訳には行かないが、運用調査役が代替わりしていく中で、レベルを維持・向上できるように人材調達に努めていきたい。
- (委員) 運用リスク管理役の位置付けが変更されたが、資産運用委員会との関係について変更はあるのか。
- (事務局) 資産運用委員会との関係について変更はない。

4. 為替取引における CLS 決済導入について〈報告事項〉

事務局より、合同運用資産の外国債券及び外国株式の為替取引において、CLS 銀行を通じた CLS 決済を導入することについて説明が行われ、委員会として了承された。説明の概要は以下のとおり。

- ・個別銀行間での外国為替取引の決済では、資金の支払と受取に係る時差のため、一方当事者が取引相手の破綻により損失を被るリスクが内在する。CLS 銀行は、当該リスクを排除するために世界の大手金融機関が共同で設立した銀行。
- ・近年、運用受託機関・資産管理機関の体制整備が進み、CLS 決済のスキームが確立され、実務的な課題も解消されてきたことから、国内の信託勘定においても CLS 決済が決済手段の主流となってきた。加えて、現在、機構に係る為替取引の大宗を占める他行間セットオフ（第三者送金）が、マネーロンダリング防止等の観点から、令和 5 年 3 月末に廃止されることとなった。こうした状況を踏まえ、資産管理機関から打診を受けたことを機に CLS 決済を導入することとしたもの。
- ・この機に、当機構における現在の決済リスクについても資料にまとめた。中退共の

自家運用と合同運用については、いずれの資産においても同時決済（DVP 決済）が採用されており、決済リスクはない。一方、特退共の自家運用については、事務手続上の問題から、証券の受渡しと資金の決済を別々に行う方式（FOP 決済）を続けており、決済リスクがある。

- ・今回の組織改正で、自家運用債券の購入を自家運用課に集約することから、4月以降の新体制の下で特退共の自家運用における DVP 決済の可否を検討したい。

5. その他

(1) 労働政策審議会中退部会について（報告事項）

厚生労働省勤労者生活課より、令和5年2月13日及び3月10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。説明の概要は以下のとおり。

- ・2月開催の中退部会では、令和4年10月の中退部会にて説明した「剰余金の積立額の目標水準を5,400億円とすること」、「当面の予定運用利回りは1.0%を維持すること」、「新しい付加退職金支給ルールについて、現行のルールを基本としつつ、付加退職金に充てる額の上限額を設定すること」を文章にまとめて公・労・使の委員に確認していただいた。結果、異論なく了承が得られた。
- ・公・労・使の委員より、今後について「今回の付加退職金の取扱いの見直しの効果を見極めた上で、次回の財政検証で付加退職金制度について改めて検討を行うことが適当である。」、「今後、金融・経済情勢の急激な変化により財務状態に大幅な変化が生じた場合等には、必要に応じ、次回の財政検証の時期を柔軟に検討することが適当である。」という意見があった。
- ・3月開催の中退部会では、2月に決まった当面の付加退職金支給ルールを受けて、「令和5年度の付加退職金の支給率」がテーマとなった。厚生労働大臣から労働政策審議会へ、「令和5年度の付加退職金支給率は0とする」という内容が諮問された。審議会に諮ったところ、特段異論はなく、妥当であるという諮問をいただいた。したがって、令和5年度の付加退職金の支給率は0で確定した。

(2) 「シリコンバレー銀行」等米国銀行破綻の影響に関する運用受託機関へのヒアリング結果について（報告事項）

事務局より、米国における中堅銀行の相次ぐ破綻等を受けて実施した運用受託機関に対するヒアリング結果について、以下のとおり報告が行われ、委員会として了承された。報告の概要は以下のとおり。

- ・シリコンバレー銀行の破綻公表直後の週明け3月13日から運用受託機関に、関連資産の保有状況及び今後の見通し等についてヒアリングを実施。

- ・当機構資産では、シリコンバレー銀行とシグネチャー銀行の株式保有があったが、債券保有はなかった。金額は、資産総額対比では直接的な影響は大きなものではないが、個々の運用受託機関としてみれば小さな金額ではないので、特にアクティブファンドについては、十分な説明を求めていく。
- ・運用受託機関には連続破綻の影響に関する見方について併せてヒアリングした。金融ショックの可能性については、当局が金融不安拡大予防策をいち早く打ち出したことから、限定的ではないかという見方が一般的であった。
- ・その後に信用不安問題が報道されたクレディ・スイス銀行についても機構資産で株式の保有があった。結果として無価値となった劣後債の問題については、当機構は保有がなかった。
- ・経営不安がささやかれた米国のファーストリパブリック銀行も株式の保有があったが、3月中旬に全て売却済み。
- ・直接的な影響は大きくはないが、今後金融不安が広がるようなことがあれば影響が拡大するので、今後もこの動向は注視して適時に情報を集めていく。
- ・なお、今回の件について、情報提供の内容に、海外の運用受託機関と本邦運用受託機関の間に大きな差異は見られなかった。

<主な質問、意見等>

(委員) 今回のシリコンバレー銀行の経営不安に端を発した一連の動きに係る米国あるいは各国当局の対応は、リーマンショック時に比べ迅速であった。

その後のスイスでの信用不安問題発生は、リーマンの際のアイスランドへの飛び火を想起させる。今回のクレディ・スイスの問題は米国の銀行破綻との関係はないようであるが、アイスランドとスイスの間の共通点は、金融業の規模が国の経済規模に比して大き過ぎ、公的サポートが期待できない点である。クレディ・スイスと異なり本邦メガバンクのAT1債は問題ないとのことであるが、本邦の投資家、アセットオーナーは、この機会に顕在化したリスクの内容について把握し、組織の知恵として定着させるべき。

(事務局) 今回の事例をみると、外国債券の格付基準を、反対論もあったが、一般的な基準よりも厳しめに設定していることは、間違いではなかったと思える。

(委員) スイスのAT1債はベンチマーク指数には入っていなかったと思うが、入っていたとしたら、当該指数の妥当性には大いに疑問がある。ベンチマークは運用受託機関、投資家に統制を効かせるためのものであるが、指数の構成銘柄に不適切なリスクを抱えたものが入っているとしたら、指数に負けられないためにそうしたリスクを取ることは、間違っているのではないか。ベンチマークの使い方をもよく考えるべき。

(委員) AT1債の件では、昔の日経リンク債という商品を想起させられた。これは債

還金額が日経平均に左右される特異な債券であり、債券と言いながら株式のリスクを取っていたことになる。AT1 債については、そもそも新しく判例も何も積み上がっていない、リスクに関する評価が非常に難しいものという理解ができる。スイスの AT1 債も場合により株式以上のリスクを抱えていたことが判明した訳であるが、リスクの詳細が分からないという点を加味すると、新しい商品のリスク水準はとんでもなく高いものになり得る。運用機関にも、機構にも、表面的な名称に惑わされない、プロフェッショナルとしての知見が求められる。

(事務局) 第5期中期計画では、資産運用の評価指標が、従来のベンチマーク対比収益率1本からプロセス評価に変更された。単一の数値指標に頼った評価制度では、目先の点数稼ぎに走り過剰なリスクを取る者が必ず現れる。そうした問題意識の下で、平成27年10月の着任以来、問題提起をし続けた結果である。

(了)

令和5年度第1回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和5年5月1日（月）13：55～15：10

【開催場所】 勤労者退職金共済機構9階A・B会議室

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、大野委員、中島委員、馬庭委員

※中島委員は、WEB会議システムにより出席。

【議事要旨】

1. 令和4年度資産運用に関する評価報告書（案）（審議事項）

事務局から「令和4年度資産運用に関する評価報告書」の素案が示され、ポイントが説明された。本案は、当委員会後に改めて各委員からの意見を集約して最終案を作成し、次回6月の委員会における最終承認後、6月中旬に厚生労働省に提出する予定とされた。事務局の説明の概略は以下のとおり。

（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。

- ・通常は単年度の運用状況に関する評価報告だけであるが、令和4年度は第4期中期計画の最終年度であり、中期計画期間に関する評価が併せて行われる。そのため、別冊として、第4期中期計画期間の実績に係る評価報告書も作成する。
- ・資産運用の評価の基本的な軸は、「資産運用の基本方針」に沿った運用が行われているか否かとなる。このため評価報告書の構成は、昨年7月に新たに制定した「資産運用の基本方針」に合わせている。
- ・本編第2章の運用実績の評価については、まだ実績値が確定していないため未記載であるが、第5期中期計画において採用されたプロセス評価の考え方を先取りする形で取り入れる予定である。
- ・本編の第3章「機構資産の運用の基本的な方針」では、資産運用の目的や目標との適合性に対する評価を行っている。また、令和4年度の特筆事項として、プロセス評価の考え方と実施方法を「資産運用の基本方針」、「資産運用の業務方針」と第5期中期計画に取り入れたことを記載している。
- ・第4章「機構資産の運用に関し遵守すべき事項」では、受託者責任について記載している。具体的には、プロセス評価の考え方や実施方法も、受託者責任に関する議論を踏まえて決定されたことが説明されている。
- ・第5章「運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項」は、基本ポートフォリオ、運用手法、運用受託機関の選定・評価、リスク管理の4項目で構成されている。

基本ポートフォリオについては、令和4年度は、海外主要中銀の政策転換による金

利上昇やウクライナ問題等による物価上昇等、資産運用を巡る環境が大きく変化する中、例年よりも早めに基本ポートフォリオ見直しに関する議論を始めたこと、そうした審議の結果などを記載している。

運用手法に関するパートでは、流動性管理や、清退共（特別給付経理）を除いた全経理による合同運用の開始などに言及した。

運用受託機関の選定・評価のパートでは、選定実績として、外国株式の構成比の増加を踏まえたパッシブファンド追加（リザーブファンドの採用）や、運用受託機関からの情報収集と情報収集・分析能力の査定を兼ねた随時の情報提供依頼などに言及した。

リスク管理のパートでは、リバランスの実施や、リスクの側面からの運用受託機関の管理などを記載した。

- ・第6章「ガバナンス体制」では、「ガバナンス体制」、「スチュワードシップ責任に係る取組み」の2つを取り上げている。

「ガバナンス体制」のパートでは、関係機関との連携という観点から、厚生労働省、労働政策審議会への適切な情報提供により、付加退職金支給ルールの見直しに繋がったことなどを記載している。

「スチュワードシップ責任に係る取組み」のパートでは、トップ面談でのESG課題を巡る意見交換や、PRI署名に向けた準備、またサステナビリティ関連活動の拡充を見据えた体制整備に言及した。

- ・第7章「その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項」では、トピックとして組織体制面の見直しについて記載した。
- ・別冊については、昨年も中計期間見込評価として令和3年度までの実績について作成しているため、今回はその上に今申し上げた令和4年度の実績を書き足した。

<主な質問、意見等>

（委員） 令和3年の基本ポートフォリオ改定時の資料に記載された期待リターンと、評価報告書（案）に記載されている期待収益率が相違している。理由如何。

（事務局） 基本ポートフォリオ改定時の資料に記載の期待収益率は、改定時以降5年間の平均値。一方、評価報告書（案）に記載した数値は、この5年間における年度別の期待収益率である。

（委員） 令和2年度の収益率実績が、期待収益率から標準偏差の2倍以上かけ離れている。確率的には20年に1度くらいの事象が起きた訳なので、何かしらの説明が必要ではないか。

（事務局） 背景としては、コロナ禍の状況で供給された流動性が株式市場に集中した結果、国内外で株価が上がることになったと理解している。

（委員） プラス方向の振れなので、問題がないとも言えるが、定量的にフォワードル

ッキングに評価するという観点から説明が聞きたい。

(委員) 本案の段階ではまだ文章になっていない部分なので、その点は文章になってから説明を受ければ良いのではないか。また、収益率実績の大きな振れへの言及の可否をはじめとして、どう表現するかは委員会として考えるべきことだが、何か提案はあるか。

(委員) 20年に1度起こることが、この4年間に起こったことについて、目配りしている、というようなコメントは必要と思う。

(委員) 2標準偏差の振れは、いくら分散投資しても避け難く起こる範囲の事象と史料する。重要なのは、リスク削減策を、どこに目線を置いて講じているかではないか。累損の発生を抑えることと、TEの抑制の2本立てだと理解している。市場の動きをフォワードルックすることには限界があるので、振れた結果として、どれだけ損失を抑制できたのかが重要と考える。

一方、スタイル分散によるボラティリティ抑制という表現が良く分からない。ボラティリティの定義が明確でないが、ベンチマーク収益率からの振れを抑制するという意味であると、スタイル分散するとパッシブ運用に近付き、手数料負けしてしまうのではないか。

(事務局) リスク管理は、まず全体のリスクとして想定損失額を想定し、剰余金とのバランスが崩れないようにすること。これが全体としてのリスク管理になる。次にボラティリティについては、基本ポートフォリオの分散、即ち収益率の振れ幅を指している。基本ポートフォリオではベンチマークの分散が想定されているが、アクティブ運用を行う場合、スタイルが偏ると、基本ポートフォリオからの乖離が大きくなり、想定を大きく上回るリスクを抱える可能性がある。スタイル分散は、そうしたリスクを抑えつつ、中長期的にアクティブ運用の α を得ることを目的としている。また、アクティブの運用受託機関が申告したスタイルどおりに運用できているかの点検は、スタイル分散の実効性を維持する観点から、また、リスクテイクが過大になったり過少にならないように、実施している。このように、リスク管理は多段階的なアプローチを取っている。

(委員) 個々のマネジャーのトラッキング・エラーやインフォメーション・レシオを示す必要はないが、スタイル分散によって全体として運用効率が高くなっていることを示すデータは開示されるのか。期待収益率と実績を比べるのは表としては分かり易いが、そこはマーケットの影響が出るだけであり、マネジャーのパフォーマンスの方が重要ではないか。

(事務局) リスクの実績の記載については検討する。一方、収益についても、機構が最終的に目指さなければいけないものは中期的に必要な利回りであり、それがどの程度達成できたのかという観点から見なければいけない。その達成状況について、市場要因の観点、及びマネジャー・ストラクチャーの選び方やリ balan

スの仕方といった観点から分析し、分析結果に対する対応の妥当性を評価していただくというのが、今期（第5期）の中期計画におけるプロセス評価の考え方である。

（委員） 今回、マネジャー・ストラクチャーの見直しについては上手くいっているという評価になっているので、そのエビデンスとなる数字はある方が良く強く思う。

（委員） 資金全体で必要な収益率を目指すということと、資産毎にベンチマーク・プラス・アルファを目指すことは、少しカテゴリが違うところで議論しなければならない。

スタイル分散については、それぞれの資産において特定のセクターやスタイルに偏るリスクを取らず、全体として超過収益率が得られる方法の採用ということであり、マネジャー分散を上手く行うことでそれを得ていこうという趣旨と思料する。それに沿った説明とデータが示されれば、問題はクリアされるのではないか。

2. その他

（1）「金融サービスの提供に関する法律」の改正について（委員からの情報提供）

委員から、「金融サービスの提供に関する法律」の改正の動きについて、情報提供があった。概略は以下のとおり。

- ・先日、経済財政諮問会議で我が国の資産運用業はどうも切れ味が悪いのではないかという話になり、金融庁に対して総理から指示が出る、との報道があった。我々のビジネスの相手方である資産運用業界に何かしらの変化があるかもしれないので、事務局も、我々資産運用委員会も、アンテナを張っておく必要があるかと思う。
- ・3月14日に「金融サービスの提供に関する法律」の改正案が出たが、その内容について企業年金関係者の間で話題になっている。同改正案では、これまで金融庁が法令における概念ではないとしてきた「金融事業者」という概念について、根拠法と組み合わせて該当する機関名が列挙され、企業年金を行う事業主、あるいはその契約の相手方である運営管理機関といった者が金融サービスの提供等に係る業務を行う者という定義になっている。しかもこれらの者について、政令で定めるこのような業務を行うときには、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を行わなければならないと書かれている。
- ・年金関係者間で話題になるのは、「最善の利益」とは何かということ。確定給付年金の加入者、確定拠出年金の加入者、それぞれ最善の利益は異なるとなると、それを勘案するという時に何をしたらいいのか、ということ。今後、受託者責任の中身についての議論が今までとは違う角度から深まる可能性がある。

- もう一点、金融事業者の限定列举リストに、国民年金基金、国民年金基金連合会が入っているが、この機構は入っていない。ただ、最後に「政令で定める者」と規定されているので、そこに入る可能性はある。その場合、「最善の利益」に関する考え方を説明する必要がある。予定運用利回りを高くするか、あるいは予定運用利回りを絶対に実現できることか、など大変悩ましいところだと思われ、今後の業務運営に関係してくると思われる。
- また、法案の中に、金融経済教育推進機構を作る、という規定が入っている。この機構は、共済関係者の皆様に共通の知識基盤を持っていただくための様々な情報提供主体として期待できるのではないかと。
- なお、この推進機構の運営委員会委員の要件には、金融や経済のほか、年金制度に関する専門的知識がある者と書いてある。当機構が金融事業者に含まれないのは、年金と退職金の性格の違いに因るのかも知れない。何れにしても、世の中がどんどん変わっていくので、それに付いて行く必要がある。
- これまで企業年金の監督官庁は厚生労働省であったが、その役割は企業年金がワークするための基盤作りであり、指示・命令を行う立場にはなかった。しかし今後は、信託銀行の運営管理業務に対して金融庁の検査、規制・監督権限が直に及ぶということになり、信託銀行あるいは投資顧問会社と契約をする金融事業者、すなわち企業年金にとって、環境が変わってくる。今後、機構に係わる様々な会議体で議論が行われる可能性がある。
- 「最善の利益」で一番悩ましいのは個人が運用手段を決める DC。事業主や運営管理機関は投資教育の責任も負うが、そうになると、個人の希望を実現する手助けをすれば良いのか、より良い金融商品の選択を勧めるべきなのか、価値観も知識水準も違う中で、難しい判断である。
- 金融システムが安定して以降、金融庁は顧客本位を求めることに力点を置いているが、資産運用業界、特にリテール分野では中々浸透していないことに強い不満を感じていると思われる。その結果、業界に対する監督指針等の内容がかなり踏み込んだ内容になって来ている。例えば、積立 NISA の対象になる投資信託に関するもの。積立 NISA はものすごい税制優遇を個人投資家に与えるが、そこで購入できる投資信託は金融庁が限定列举している。このような裁量的な行政判断に誰も文句を言わないということが、投資信託のリテールを巡る問題の深さを顕わしている。今後の 5 年間でこの分野は飛躍的に変化する可能性があり、対応することはかなり大変であろうと推察する。

<主な質問、意見等>

(委員) 今の説明のような流れからすると、DC の世界、特に GPIF 法、確定給付企業年金法においては、プルーデント・エキスパート・ルールについて、さらに突

っ込んだ議論になっていくものと想定される。

最近の動きとして、この3月末に東証が上場企業に対して、要は、資本コストや株価を意識した経営をしろという、通知を出している。PBR 1 倍割れ問題を踏まえ、資本効率性等の改善への取組報告を定期的の開示せよということであった。

今後のスチュワードシップ活動等とも絡んでくるが、本改正案の「最善の利益」ということと結び付けて考えると、本当に、今のベンチマークというのが受益者の最善の利益の下に選択されているかどうかという問題にもなってくる可能性がある。TOPIX というベンチマークが本当にクオリティーがあるのかどうか、その辺りの選択もよく考え直さなければならなくなる可能性がある。したがって、金融庁に加え、東証の動きも併せてフォローしておく必要がある。

(事務局) 金融庁の動きには、当機構も注意を払い始めたところである。私自身、金融庁から、運用会社のあり方に強い問題意識を持っている旨を伺っているため、機構の資産運用部以下での打合せで、金融庁の動きにも注意をしようという意識合わせをしたところである。

金融庁は、4月21日に「運用会社のKPI測定と諸論点に関する分析について」というQUICK資産運用研究所に対して委託研究していたものを発表するか、あるいは、経済財政諮問会議で総理から指示をいただくとか、そういう動きを見せている。4月28日には、資産運用高度化関連業務に従事する職員(課長補佐クラス)の募集が公表され、これはいよいよ本気だと身を引き締めている。

当機構は明示的には改正法案で金融事業者として列挙される対象になっていないことについては、当機構がまだ金融庁に余り認識されていないことが理由である可能性もある。何れにしても、今後の金融庁の動向には、十分注意を払っていく必要があると認識した。

(委員) 金融庁は資本市場をもっと効率化したいという希望を持っているが、アセットマネジャーの反応が鈍い。そこで顧客であるアセットオーナーから圧力を掛ければ効果があるのではないか、という発想がある。そうした中でスチュワードシップ・コードなどを作ってきた。加えて、最近資産運用の高度化という課題も出てきて、アセットオーナーに高度化を志向することを奨めている。しかし、アセットオーナーは、その人員・体制・システム、公的アセットオーナーであれば設立目的等により、取り組む内容、方向性、その選択に対する説明振り等が異なる筈であり、そうしたことを検討していく必要がある。今後の環境変化への対応はかなり大変だと思われるので、機構には頑張ってもらわなければならないし、資産運用委員会としても努力が必要と思料する。

(2) スチュワードシップ活動状況の概要

事務局より、令和4年度の「スチュワードシップ活動状況の概要」について、資産運用委員のコメントを反映させた最終版が完成し、5月8日に機構ホームページに公表予定である旨、報告があった。

<主な質問、意見等>

(委員) 株主議決権の集計結果、例えば買収防衛策に関する議案の反対比率等は、日本の株式と海外の株式では随分違いがある。そのように国内外での投票行動が大きく違っている項目の背景について、後日、ご報告頂きたい。

(事務局) 承知した。

(了)

令和5年度第2回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和5年6月16日（金）14：00～15：55

【開催場所】 勤労者退職金共済機構9階A・B会議室

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、大野委員、中島委員、馬庭委員

※中島委員は、WEB会議システムにより出席。

【議事要旨】

1. 令和4年度資産運用に関する評価報告書（案）〈審議事項〉

事務局より、令和5年度第1回資産運用委員会にて素案が審議された令和4年度資産運用に関する評価報告書（案）について、その後に資産運用委員からのご意見を踏まえて修正を重ねた第3次案が提示された。審議の結果、当日に追加された修正を加えて最終案を作成、資産運用委員にご確認いただいた後、厚生労働省へ提出することが了承された。

☞ 令和4年度資産運用に関する評価報告書については[ここ](#)をご覧ください。

説明の概要は以下のとおり。

- ・前回委員会で頂いたご意見の反映と、令和4年度の運用実績を記載した第2次案に、委員の皆様からさらに頂いたご意見を反映し、より分かりやすい表現となるよう字句の調整等を行った第3次案である。

<主な質問、意見等>

（委員） 中期目標期間中の投資環境の説明文の中で、「海外における金融政策の変更」とあるが、「海外における」と限定しなくても良いのではないか。

（事務局） 日本銀行自身は政策変更とは言っていないので、日銀の情報発信を尊重したものである。

（委員） 運用管理体制について、専門人材ということで外部から採用した専門職のことだけが説明されており、全体としてどのような体制で運用を行っているのかが非常にわかりにくい。専門家として運用に特化して取り組むプロパーがおり、そこに外部からの専門職を加えて全体として充実した運用管理体制になっている、といった書きぶりの方が良いのではないか。

（事務局） ご指摘に沿って修正する。

2. 令和4年4月から令和5年3月の運用実績報告（6経理）〈報告事項〉

事務局より、令和4年4月から令和5年3月における6経理（注）の運用実績について、資料の提示・報告が行われ、了承された。

(注) 中退共給付経理、建退共給付経理・特別給付経理、清退共給付経理・特別給付経理、
林退共給付経理

3. 手元流動性の水準について（報告事項）

事務局より、コロナ禍対応として高水準を維持して来た各経理の普通預金残高について、新型コロナウイルス感染症の5類移行等を踏まえ、水準を引き下げることと、どこまで引き下げるかについて、対応案と考え方の説明が行われ、了承された。

説明の概要は以下のとおり。

- ・現状の各経理の普通預金残高については、新型コロナウイルス感染症拡大を受けて緊急事態宣言が発せられた際、未曾有の事態を踏まえ流動性の確保に努めることが資産運用委員会です承された。1年後の資産運用委員会においても、不確定要因が尚多い中で、高い水準の流動性を維持することが承認され、今日に至る。
- ・新型コロナウイルス感染症が5類扱いとなり、緊急事態宣言時のようなほとんどの経済活動が停止されるような事態が想定されなくなったこと、令和2年5月以降、掛金収入、退職金支払いに極端な変動が実際に起きていないこと等を踏まえ、流動性水準の引下げを行いたいと考えている。
- ・ウクライナ問題等、なお不確定要因が多い中で、どの水準まで引き下げるべきかを、経理別に分析・検討した。
- ・過去の退職金等支払額、掛金等収入の動向に係る経理別特性の分析結果は以下のとおり。
 - ①中退共については、掛金収入は比較的安定的に推移している一方、退職金支払いについては団塊世代の定年退職時期やサブプライム・リーマンショック発生時期に大きな変動がみられることから、人口動態要因、景気要因、双方の影響を大きく受けることが示唆される。今後については、団塊世代ジュニアの60歳到達が10年程先に控えており、ここに景気要因が重なった場合、退職金支払額が拡大する可能性がある。
 - ②建退共も、人口動態要因、景気要因、双方の影響を受けているとみられる。しかし、明確な定年がないため、人口動態要因は分散する傾向がみられ、景気要因の影響をより大きく受けていることが示唆される。
 - ③清退共については、人口動態要因の影響が余りみられない一方、サブプライム・リーマンショックや、コロナ禍等による清酒製造量の減少の際に退職金支払額が増加しており、景気要因の影響を受けやすいことが示唆される。
 - ④林退共においては、林業従事者の長期的な減少傾向を受け、退職金支払額、掛金収入ともに基本的に減少傾向を辿っており、人口動態や景気動向の影響をあまり受けてはいないと考えられる。

- ・以上の分析結果を踏まえ、人口動態要因と景気要因の影響を受けると思われる中退共と建退共については、以下の4つのシナリオを想定。
 - ①退職金水準が過去最高水準に増加することを想定したケース
 - ②退職金支払額が、責任準備金の規模拡大分、過去の最高水準よりもさらに膨らむことを想定したケース
 - ③景気要因悪化に伴う掛金収入減少も勘案し、収支差が過去の最高水準になることを想定したケース
 - ④収支差が、責任準備金の規模拡大分、過去の最高水準よりもさらに膨らむことを想定したケース
- ・清退共については、コロナ禍前の平時から流動性水準がかなり高い水準にあった。これは、制度が成熟しているため退職金支払額が恒常的に掛金収入を上回っており、資金収支の赤字が常態化していることを踏まえたもの。加えて、景気要因の影響を受けやすいことから、突発的な収支ギャップ拡大にも備える必要がある。
- ・林退共については、人口動態や景気動向の影響は少ないが、林野庁の施策である林業従事者の通年雇用化もあり、2007年度以前のように在籍者が減少傾向をたどるような状態に戻り、収支ギャップが拡大する可能性を考慮する必要がある。
- ・以上の想定シナリオを踏まえ、経理ごとに新しい手元流動性水準の案をまとめた。いずれの経理においても現在の水準よりも引き下げることとなるが、なお不確定要因が多いことを踏まえ、一気にコロナ禍前水準に戻すのではなく、今後の景気動向や地政学要因等の帰趨等を眺め、さらなる引下げを検討する形とする。

<主な質問、意見等>

- (委員) 掛金収入額と退職金支払額のギャップをどこまでコンサバティブに見込むかという分析となっているが、運用の効率性の点からすると、債券の償還に係る資金フロー予測も加えた ALM 分析を行うべきではないか。
- また、団塊世代ジュニアの退職時期は10年後の話なので、今からそれを考慮してキャッシュのままずっと滞留させておくというのは効率性の面から見てどうなのか。
- (事務局) 流動性が不足しそうになったら債券購入を控えて、その資金を充てることで、流動性の水準を下げるについては一理ある。しかし、条件の良い債券を購入するにはかなり前から予約をしておく必要があり、継続的に availability を確保するためには、債券購入を見合わせて調達できる流動性の水準はそう大きなものではない、というのがコロナ禍において学んだ教訓である。ただし、今回の水準は、なお多い不確定要因を勘案した当面の保守的水準であり、情勢の帰趨を見極めながら段階的に引下げを図ることを企図している。
- 団塊世代ジュニアの退職に今から完全に備える必要はないとのご指摘はそ

のとおり。早急に引き下げた方がいいとは考えているが、不確定要因も大きい
ため、一遍に元に戻すのではなく段階を踏むこととしている。

(委員) 流動性の水準を退職金支払額の月数換算で示しているが、収益力への影響と
いう観点からは、資産規模との比較も重要。中退共、建退共は4%程度である
が、清退共、林退共では約1割に達しており、流動性とは別の観点からのチェ
ックが必要ではないか。また、基本ポートフォリオの期待収益率に影響するよ
うであれば、基本ポートフォリオ見直しの要否という観点からの検証も必要。

(事務局) 基本ポートフォリオの期待収益率との関係では、コロナ禍以前から流動性は
高い水準にあったので、大きな齟齬は発生していないと思われる。ただ、ご指
摘のとおり、かなり高い水準であることは間違いない。清退共は早いペースで
資産残高が減少しているため、厚めの流動性を置かざるを得なかったものと
思われるが、いずれにしても、新しく設置された自家運用課において、各経理
横並びの比較も行いながら、流動性の水準を再検討していきたい。

4. PRI 署名に向けた検討状況について〈報告事項〉

事務局より、PRI 署名に向けた準備の進捗状況と、署名公表時に合わせて公表予定の
「責任投資方針」(案)、今後のスケジュール感について説明が行われた。責任投資方針
については、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。

説明の概要は以下のとおり。

- ・PRI の署名を行うに当たり、責任投資に関する基本的な方針や実施体制を固めておく
必要がある。加入時の条件として、方針等を文書化したものを求められるわけではな
いが、署名公表と同時に責任投資に関する方針等を公表することが一般的である模
様。当機構でも署名した旨を公表する際、責任投資方針を併せて公表することとした
い。
- ・責任投資に係る方針の位置付け、文書化の方法については様々な形式が考え得るが、
将来的には「資産運用の基本方針」に取り込むことも視野に入れつつ、当面は独立し
た文書とすることとした。スチュワードシップ活動報告を中心に据えたサステナビ
リティに係る年次報告書のようなものを作成して公表する準備も進めており、改め
て御意見をいただく機会を設けたい。
- ・「責任投資方針」(案) の記載内容のポイントは以下のとおり。
 - ①責任投資の目的と、責任投資が退職金共済制度の受益者の利益に反しないとい
うことを明記
 - ②機構の特色あるいは立場上の制約の説明と、責任投資を「資産運用の基本方針」
の範囲内で行うことの明確化と、資産運用の戦略執行やパフォーマンス評価へ

の ESG 要素の取り込みなどの検討を行っていくという活動の方向性の明示

- ③具体的な責任投資活動の内容（スチュワードシップ活動におけるエンゲージメントによる運用受託機関への働きかけ等）
- ④責任投資と資産運用の目的の関係（運用受託機関等に対して投資先企業の ESG 課題への取り組みの適正な評価を働き掛け、投資先企業のそうした取り組みを促すことで、退職金共済事業を長期安定的に運営していく上で必要とされる収益を確保し、将来にわたって退職金を確実に給付していくことを目指す）

<主な質問、意見等>

- （委員） 「資産運用の基本方針」等の資産運用に関する規定体系における「責任投資方針」の位置付け如何。
- （事務局） 「資産運用の基本方針」に反するとか、新たな行動制約を定めたものではない。ESG 課題への取り組み方など既存の方針等を責任投資という切り口からまとめたもの。「日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて」という文書を HP 上で公表しているが、同様の位置付けである。
- （委員） わが国の公的アセットオーナーが全て PRI 署名を行っている訳ではない。こうした対応の違いが何に由来するのか、国民が納得できる説明が必要。そのためには、他の公的アセットオーナーとの情報交換を普段から行って考え方を整理し、お互いに整合的な説明が出来る体制を構築することが有益と思料する。
- （事務局） そうした対応を採ることとしたい。
- （委員） PRI 署名の決断に際し、英文レポートの作成に係るコストとスタッフの負担は、大きなポイントと思料する。
- （委員） PRI 等の活動に熱心な主導者がいるか否かも大きな要素。
- （委員） 各機関それぞれに理由があると思うが、自分のところに関する説明だけでなく、各機関共通の説明の仕方のようなものがあると、説明が効率的に行えるし、国民の納得感も高まる。そのためには、関係機関との日常的な会話が有用、有意義と思料する。
- （事務局） PRI 署名のハードルは、英文レポートの作成負担に加え、署名に伴う義務に関する情報不足もあると考える。機構も、コンサルタントの意見を聞くまでは署名できないと考えていた。その意味で、情報交換は重要とのご意見は理解できるので、取り組んで参りたい。

5. その他

- （1）令和3年度（令和3年7月～令和4年6月）の議決権行使内容について〈報告事項〉事務局より、前回の委員会において委員から説明を求められた、株主義決権の集計結

果で内外で反対比率が大きく違う項目がみられる件について、説明が行われ、了承された。

説明の概要は以下のとおり。

- ・「取締役の選任・解任」、「退任役員の退職慰労金の贈呈」、「買収防衛策に関する議案」については、内外比較で、国内の反対比率が海外の比率より高くなっている。
- ・こうした差異は、国内企業が外国企業に比べ、「取締役の選任・解任」では、社外取締役の要件やダイバーシティに関する基準に会社の提案が達していないというケースが多いこと、「退任役員の退職慰労金の贈呈」では年功的性格が強いこと、「買収防衛策に関する議案」では、案件として予防策の位置付けが多いことなどが背景として考えられる。年功的性格が強いという意味は、海外の場合は業績連動のような格好で決められるところ、日本の場合は業績と関係なく何十年間勤めたのでという形での慰労金が出されるということで反対が多いと聞いている。
- ・「剰余金の処分」、「自己株式取得」については、前年比較で、国内の株主提案の賛成比率が上昇している。こちらは、株主提案の内容が現実的で受入れ可能な提案が増えてきたためと思われる。

(2) 資産運用委員会議事録の公表について〈報告事項〉

事務局より、議事録公表に関する委員会での事前告知について、従来は公表直前の資産運用委員会において報告を行っていたが、今後は年度の初めの資産運用委員会にて「当年度公表予定の議事録」として7月公表分、1月公表分を載せたペーパーを配布する運用とする旨、報告があり、了承された。

なお、万一、事務局の判断として、その時点で議事録を公表することが機構の業務運営に支障をきたすおそれがある際にのみ、当該議事録の公表の可否を資産運用委員会に相談することとするの方針が付言され、併せて了承された。

(3) 建退共制度における外国人の研修制度変更の影響

委員から、外国人労働者が多い建退共制度における、外国人の研修制度変更の影響について質問があり、建退共事業本部が以下のとおり回答。

(事業本部) 技能実習生の扱いがどうなるか、現時点では明確ではないが、原理原則に立てば、建退共は期間の定めのある労働者を対象とした制度であるので、制度見直しによって実習生は労働者ではない、ということになると、対象から外れる可能性がある。一方、建設業は特定技能ということでは進んだ業界であり、近年、特定技能の資格保有者が倍増している。技能実習生が減っても特定技能保有者が増えて、今後、トータルでは、外国人労働者は増えていく

ものと思われる。

(了)