

## 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。

### 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 開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)