

## 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）、ブルーデント・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) G P I F 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」、「ブルーデント・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G P I F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、A I J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の意味する。
- (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。

- ・ 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と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良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す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しておく必要がある。

(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)