

令和2年度第3回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年6月18日（木）13：30～16：00

【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. 議事要旨の確認

事務局より、令和2年度第1回及び第2回資産運用委員会議事要旨（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の可否を事務局に連絡し、最終確認が完了した後に公表することが了承された。

☞ 令和2年度第1回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。

☞ 令和2年度第2回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。

<主な質問、意見等>

（委員） 第2回資産運用委員会議事要旨の最後の委員発言の関係で一点確認したい。建退共のアクティブ運用におけるバランス型運用委託では、各運用受託機関に、基本ポートフォリオの構成比を維持するよう指示しているのか。

（事務局） 全ての運用受託機関が4資産の運用を受託している訳ではなく、2資産、3資産の先もあるので、その場合は受託している資産の比率を指示している。

（委員） 新しい委託形態と管理方法を詰めていけばよいとの結論で了解した。

（委員） 当該発言は、建退共の全ての運用受託機関が相似形のポートフォリオを管理しているのではないため、全体の資産構成の調整負担が大きくなっていることを踏まえ、予定されているマネジャー・ストラクチャーの中で、今後の在り方を考えていけばいい、という趣旨で申し上げたことを補足しておく。

2. 令和元年度資産運用に関する評価報告書（案）について

事務局より、令和2年度第1回資産運用委員会にて議題となった令和元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、最終確定版として厚生労働省へ提出することが了承された。

☞ 令和元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。

<主な質問、意見等>

(委員) 当該報告書のホームページにおける掲載場所が非常に分かり難いので、掲載時に整理・工夫をしたほうがよい。

(事務局) 表示場所を資産運用委員会関連のページに移すことなどを検討している。

3. 平成31年4月から令和2年3月の運用実績報告（6経理）

事務局より、平成31年4月から令和2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、林退共給付経理）、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

- ・ 令和元年度の累積剰余金はいずれの経理についても前年度比減少した。
- ・ モンテカルロシミュレーションの1%Tileの想定損失額すなわち目標とする剰余金水準に対する現在の累積剰余金水準の比率を計算すると、中退共については80%となり、金融ショック後の水準としては悪くない、あまり不安感のない状態が維持できていると考えられる。建退共給付経理については同比率が51%となり、目指すべき累積剰余金水準との乖離がかなり大きくなって何らかの対応が必要であることが示唆される。現在、財政検証が実施されていることは、タイミングが良いと言える。
- ・ 資産構成割合については、中退共、建退共給付経理ともに国内株式と外国株式が乖離許容幅の上限に近づきつつあったが、年度末の内外株価急落の結果、ほぼ基本ポートフォリオと同じ構成比となった。

<主な質問、意見等>

(委員) 経理によっては採算利回りとリターン予想値に大きな開きがあり、背景を知らない者が見ると誤解を招きかねないので、留意が必要。

(事務局) 分かりやすい説明、注記を付けるよう検討する。

(委員) 超過収益率の要因分析を見ると、建退共についてはバランス型のアクティブ運用委託である割には資産配分効果が大きく出ている。このことも管理方法の見直しの必要性を示唆している。

(委員) 建退共の基本ポートフォリオは中退共に比べるとリスクの低い構成になっているにもかかわらず、2019年度における剰余金の減り方が大きいのは何故か。中退共は外債の割合の大きいことが奏功したのか。

(事務局) 建退共の方が予定運用利回りが高いため、責任準備金への繰入額が多いことが主因。

- (事務局) 利回りのマイナス幅も大きくなっているが、この原因には、資産クラスの構成比の違いに因る部分と、マネジャーのパフォーマンスに因る部分が含まれる。
- (委員) 予定運用利回り、採算利回り、リターン予想値の定義や関係を注記すると、長くなり過ぎるのではないか。別紙のような形でまとめてはどうか。
- (事務局) 資産運用に関する評価報告書の別紙としてまとめることとする。

4. 日本版スチュワードシップ・コード再改訂への対応

事務局より、令和2年4月に3年振りに改訂された日本版スチュワードシップ・コードについて報告があり、その上で、受入れ表明文の改正案が提示された。報告の概要は以下の通り。

- ①再改訂コードの受入れ表明期限は令和2年9月末であること
- ②今回のコード改訂の主なポイントは、「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」、「国内株式以外の資産へのスチュワードシップ活動の拡大」、「規模や能力を勘案したスチュワードシップ活動の推奨」等であること
- ③今回改訂の方向性については、中退共が過去2年間取り組んできた内容と合致しているものと思料し、再改訂受入れによって取り組み内容が大きく変わるものではないと考えていること
- ④ただし、今後の課題として、建退共におけるスチュワードシップ活動の在り方を検討する必要があること

なお、改正案について、6月下旬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。

<主な質問、意見等>

- (委員) コードにおけるサステナビリティとは、何に関するサステナビリティと理解しているのか。
- (事務局) 一義的には投資先企業の持続可能性と理解している。
- (委員) 本邦運用機関の体制強化を通じた本邦資本市場の効率性向上等もっと広い意味でのサステナビリティ改善を意識した活動というのは非常に大事なことであり、機構こそそうした活動を行うべきと考えている。企業のサステナビリティ向上を謳うコードを受け入れることは良いが、より広い観点に立ったスチュワードシップ活動も排除されないとの理解で良いか。
- (事務局) 然り。今回の再改訂では、アセットオーナー自らの規模や能力等に応じたスチュワードシップ活動が奨励されているが、その中には、小規模な基金による可能な範囲での活動だけでなく、大規模な基金がより広い観点からの活動を行うことも含まれていると理解している。

- (委員) 再改訂で「(最終受益者の) 視点を意識しつつ」との文言が挿入されたが、スチュワードシップ活動の目的は、引き続き最終受益者にとっての金銭的利益である、という理解で良いのか、考えどころではないか。金融庁はどのように説明しているのか。
- (事務局) 明確な説明はなかったように思うが確認する。
- (委員) 今後とも基本的には従来通り最終受益者の金銭的利益を追求するのか、それとも最終受益者の視点をどのように意識すべきかを委員会も含めて重要な検討対象としていくのか、明確にしておく必要があるのではないか。
- (事務局) その点は変わり得るのではないかと考えている。現在はエンゲージメントの形でのみ実施している ESG 投資についても、世間の動き次第で将来的に債券購入等の投資の形で実施せざるを得なくなることもあり得るのではないか。
- (委員) 世間の風潮については客観的に眺めていれば良いと思料する。一方で、機構が既に実施しているスチュワードシップ活動の内容は、金融庁が目指している資本市場や金融仲介機能改善の方向性に合致している。こうした広い概念で捉えた立ち位置を維持することが重要ではないか。
- (事務局) スチュワードシップ活動のうちの運用機関トップとのエンゲージメントは、まさにそうした観点から実施している。例えば、議決権行使をより形式的でない実質的なものとするにはどうすべきか、という観点から話をしている。また、「最終受益者の視点を意識した利益の確保」については、そればかり意識しているわけでもないし、それを無視しているわけでもなく、最終的に短期的な利益ではなくて、中長期的な利益に結びつくことが重要と考えている。例えば、「10年、20年の期間でみれば良好な労働環境の実現は企業を持続可能とするために必須である」といったことを機関投資家が物申していくスチュワードシップ活動の結果として、資本市場も健全に発展し、それが最終的には勤労者の財産形成に資すればこれほどいいことはない。
- (委員) そうした哲学が重要である。世間の風潮は風潮として、グリーンボンドであれ ESG ファンドであれそうした哲学との整合的な関係を説明できないのであれば、行うべきではないと思料する。
- (委員) ESG の問題は、サステナビリティが何のサステナビリティか、という点も含めて幅広い観点からの議論が必要。例えば責任投資原則 (PRI) の考え方、目指すところは社会のサステナビリティであるので、スチュワードシップ・コードにおけるサステナビリティも企業に関するものと必ずしも言い切れない。サプライチェーンの末端の仕入れ先が人権侵害や環境破壊をしていれば発注元企業にも影響が及び得る。そうした観点からの投資分析が求められる。この問題は時間を掛けて議論する必要がある。
- (事務局) 逆に、S 要素について、サプライチェーンの末端の下請け企業が存続できない

ような労働環境を作っていたら、長期的には元請け企業もサステイナブルではないという観点もある、という話もしている。

(委員) 要するに、Eの観点でもSの観点でも、世界に及ぶサプライチェーンの末端まで目を配らないと社会全体がサステイナブルにならないということ。この問題は別途、時間を取って議論するべき。

(委員) 今回の再改訂趣旨を踏まえ、今後、建退共がスチュワードシップ活動に取り組んで行く場合、中退共との取り組み内容の違いは何に起因するのか。

(事務局) 運用に従事している者の人数の違いが最大の要因。建退共の陣容では中退共ほど手厚い活動は難しい。

5. 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（中退共給付経理、清退共給付経理、林退共給付経理）パッシブファンドの現状、見直しの目的、見直しにあたっての検討ポイントについて、報告・説明が行われた。

上記について、6月下旬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。

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が今後実施予定の選考に影響を与える可能性に配慮し、アクティブファンドの場合と同様、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。

6. その他

委託運用の記載名称に関して、事務局より、資産運用の基本方針、勘定科目において手続きを進めていた「金銭信託」から「包括信託」への記載名称の修正について、勘定科目における修正を取り止める旨の報告と、事由及び対応方針に関する説明が行われた。審議の結果、説明の内容と対応方針について了承された。説明の概要は下記の通り。

- ・ 記載名称の修正は、契約の名称が金銭信託から包括信託に変わっていることを勘案して決定した。
- ・ しかし、監査法人から、勘定科目の変更は不適切との指摘を受けた。
- ・ 勘定科目における「金銭信託」は契約の名称ではなく、金銭の信託という取引内容を顕したものであり、その内容に変化がない以上、変更すべきではない、との指摘があった。
- ・ この指摘を踏まえ、勘定科目の変更は取り止めることとした。
- ・ ただし、「資産運用の基本方針」及び資産運用の結果に関する公表資料中の記載に

については、契約形態明確化の観点から変更することとし、勘定科目との記載名称の違いについて注記する。

- ・ 当面は上記の対応とし、問題が発生した際には再考する。

(了)