

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えば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適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)