

令和3年度第4回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年7月27日（火）13：30～16：30

【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3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. 資産運用委員会の運営方針について〈報告事項〉

委員長が「資産運用委員会の運営方針について(村上案)」を提示し、内容説明を行った。今後は原則、当方針に基づいて委員会運営がなされることが了承された。説明の概要は下記のとおり。

- ・当機構の資産運用委員会における審議は、特性の異なる4つの資金を並行して審議するという、ほかに例のない委員会の形式になっており、運用においてもそれぞれの制度内容に絡めて議論をしなければならないところも多々あるため、議論が多岐にわたり内容が複雑になっている。必然的にそれにふさわしい審議時間が必要となるが、より効果的、効率的な審議を行っていくためには従前の実施方法から改善すべき点が多い。そのような問題意識からお話させていただく。
- ・まずは、今まで、提出される議案の位置づけが明示的でない、という問題があった。その議案について審議を深くしなければいけないものなのか、それとも報告を伺っておけばいいのか、そのような線引きが明示的でなかった。委員会の議論自体も、そうした要因のために、大所から離れて実務執行過程で議論すれば良いことまで立ち入ることも多く、本委員会に期待されている機能を逸脱した結果、長時間になっている部分もある。この線引きが不十分であることは重大であり、より集中した審議の時間を確保するためにも、全般的に運営方法について見直すべきである。
- ・原点に立ち返って資産運用委員会の位置づけを確認すると、その機能は大きく3つあり、1つ目は、基本方針の作成または変更については資産運用委員会の議を経なければならないということ、2つ目は、運用状況、その他の運用に関する業務の実施状況の監視、そして3つ目は、理事長の諮問に応じて重要事項について意見を述べて、また、必要と認める事項については理事長に建議をすることである。これらの機能は中退法に定められたものであり、資産運用委員会規程にも盛り込まれている。
- ・資産運用委員会規程では、第9条で「この委員会の運営に必要な事項は委員長が定

める」とされているため、この運営方法の改善策を提案したものである。

- その大きなテーマとしては、「審議事項と報告事項の峻別」、「監視と執行の分離」の2つがある。
- 「審議事項と報告事項の峻別」のうち、「審議事項」については、極力主要な論点を整理した上で議事にかけることが必要。審議事項について「議を経る」とは、理事長が専門機関である委員会からよく話を聞いた上で決断するための諮問応答的な役割を担うと解され、最終決定権は理事長にある。ただし、理事長が委員会と違う判断をする場合には、その理由を説明することが必要になる。

「報告事項」については、受託者責任というのは「プロセス責任」であるので、機構は、個別具体的な執行判断においてプロセスがきちんと守られているかを確認するのに必要な「報告」をする必要がある。委員会の「監視する」機能は、プロセス責任の遂行状況の確認であり、執行がプロセスに合致している否かを判断するのに必要十分な報告を受けて了解するという手続になる。

- 「監視と執行の分離」については、資産運用委員会は「監視機関」であり、機構に代わって執行する立場にはない。あくまでも第三者として、執行に至るプロセスや選択・判断に際しての考え方について指摘、助言を行うものであり、機構に代わって具体的な判断や選択に踏み込み過ぎると、監視機関としての機能が相反的に果たせなくなり得る。

委員会が重点を置くべきは、例えば、個別のマネジャーの評価・選択やリバランスがしかるべき手順を踏んでいるのか、定められたルール等に従っているのかといった点検を行うことや、見落としている観点がないか、そうした観点から適切な意見具申を行うことである。

機構は資産運用に関する専門家としての注意義務を負っているが、現時点でこの分野をリードするほどの人的・物的資源が備わっているわけではない。したがって、機構は、どのような手法や戦略を取り入れるかは、保有資源の実情、組織としての知見・ノウハウの持続可能性、オペレーショナル・リスク等を総合的に判断する必要がある。その観点から、「当分野で評価が確立していない手法等に、当機構が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない」という理事長の方針は尊重されるべきと考えられる。

資産運用委員会は、意思決定プロセスや視点について欠落している点があれば指摘を行うが、例えば運用戦略やファンド、手法の選択等の具体的な議論にまで立ち入ると、今度は監視機能に支障を来す恐れがある点には留意する必要がある。

- この他、具体的な議事運営方法として、開催頻度の削減や、審議時間の管理、議事録・議事要旨の迅速な作成のための管理方法改善等を運営方針の案の方に盛り込んだ。なお、現在のようなWeb会議形式での開催に際しては、出席者の状況が見えるように、カメラは常時使用の状態で開催することとしたい。

<主な質問、意見等>

- (事務局) 昨年度以来、毎月のように資産運用委員会を開催する状態が続き、開催時間も長くなっている。コロナ禍対応や、建退共の基本ポートフォリオ見直しと合同運用問題など、緊急性や時限性のある案件が多かったということもあるが、事務局の運営上の不手際が必要以上に開催回数を増やし、あるいは開催時間を長くしていた面が多分にあるものと考えられる。事務局としてそうした反省を踏まえ、委員会の運営方法改善施策について、他機関の実情も聴取しつつ、委員長に御相談申し上げた次第である。
- (事務局) 委員長からのご提言は大変重く受け止めている。提出された議題の位置づけが明示的でなかったり、事前の論点整理が不十分である結果、委員会での議論が拡散し、その收拾策として委員会の開催頻度増加と審議時間長期化、事務方には議事録並びに議事要旨作成負荷の増加という悪循環に陥っていた点については、特に反省したい。この機会に、コンサルタントとの議論の時間を増やし、事前に十分に論点整理をした上で委員会に持ち込むという手順を徹底したい。本来のあるべき姿に向けて事務局を運営していく所存であり、皆様の御理解と御協力を賜りたい。
- (委員) 審議時間を短くする方法として、基礎的な質問等を事前に済ませておくことが考えられる。資料を十分に読み込む時間と、細かい質問や技術的質問への回答を事前に貰えば、審議時間は確実に短くなるのではないか。
- (委員) 他の委員会では、1週間前にブリーフィングを行い、細かいやり取りを行ったうえで委員会に臨むケースもあるが、当委員会の資料は本当にぎりぎりのところまでできていると思われるので、事務局と相談して決めたい。
- (委員) 今は一括して資料を受領しているが、出来たものから提出する等の工夫もあり得るかと思う。
- (委員) テーマが多いだけに資料作成がぎりぎりまで掛かるのはやむを得ない面もある。テーマを絞らない限り抜本的改善は難しいのではないか。例えば、建退共の必要な利回りの水準に関する議論は、本来、資産運用の話ではない。こうしたテーマを扱わなければテーマ数を減らせるのではないか。
- (委員) カメラについては原則オフにして、必要なときだけオンにする運用の方がいいのではないか。適宜離席することが出来る。
- (委員) 当初、この資産運用委員会の立てつけを作る際にはWEB形式での開催というのは考えられていなかった。本来は対面で一堂に会して審議をすることが原則である。当委員会は法律で定められた委員会であり、委員長としては各委員の状況を見定めながら議事運営を行いたい。
- (委員) 委員長の提案に賛成である。カメラの運用等については、「委員会の運営に必

要な事項は、委員長が定める」という規程で想定されているのは、正にこういうことと思われる。コロナワクチン接種の状況等を踏まえ、対面式開催に戻るタイミングも委員長が決定することであり、それ以上に細かい事項は、委員長にお任せすれば良いと考える。

(委員) 通信上の問題等、物理的な障害がなければ、極力、カメラはオンにして運営をしていきたいと考えている。

(委員) 議事録、議事要旨については、複数の案件が同時進行することも多いため、スケジュール管理が難しい。例えば WEB で、案件毎の締切がすぐに分かるような仕組みがあれば助かる。

2. 付加退職金について〈報告事項〉

事務局より、付加退職金制度について、令和3年度第3回と第2回の資産運用委員会において、委員長等から指摘された「適合性」の観点から問題点を整理し、理事長の所見を加えた資料を提示、内容を説明し、委員会として認識が共有された。説明の概要は下記のとおり。

- ・本資料は、来年度の財政検証で予定されている付加退職金制度見直しに関する議論に、適切な資料・情報を適時適切に提供していくため、今後、制度に関する検討を深めていくに際し、認識と問題意識を共有するために作成したもの。
- ・重要なのは適合性の概念であり、我々には商品を提供する者の責任として、付加退職金制度の意味合い、リスクの所在、問題点を適切に労働政策審議会（以下、「労政審」という。）等のステークホルダーに御理解いただき、制度の適合性を御判断いただいた上で、制度のあり方を御検討いただくとともに、機構に求められることを明確にさせていただく必要がある。

<主な質問、意見等>

(委員) 本件は、労政審に付加退職金が財政を段々と圧迫していく働きがある、ということ認識していただくためのものと考えていいのか。

(事務局) 財政上の問題だけでなく、付加退職金制度については、当委員会において、適合性の観点からの問題をご指摘頂いたところであり、そうした問題意識を労政審にご理解いただくと共に、修正の必要性、可能性についてご審議頂く必要もある。

(委員) 付加退職金は、財政上だけでなく資産運用上もリスクをもたらす可能性があるため、そうしたリスクについて関係者が正しく認識を共有し、その上で制度が作られているかどうか、その点が一番のポイントである。これは、基本ポートフォリオの目標設定にも関係する問題であり、合意をしっかりとっておかないと、適合性の原則に外れてしまうことにもなりかねない。

(委員) 労政審は付加退職金にそのようなリスクがあることを認識されているのか。

- (事務局) 問題があるということは認識していただいているが、適合性の観点からの問題については、今後、説明が必要と考える。
- (委員) スケジュールについてはどうなっているか。
- (事務局) 今後また勤生課と詰めていきたいが、基本的には来年度の財政検証において議論がされるため、それ以前にこちらから労政審に対し、情報提供をしていく必要があると考えている。
- (委員) 付加退職金に係る議論まで当委員会で扱うべきなのか、委員会の開催回数や審議時間を減らすためには、その点も考えるべきではないか。
- (委員) 付加退職金は、運用の目標として期待リターンとして予定運用利回りだけを意識すればいいのか、予定運用利回りに付加退職金分を加味したものを目標にすべきかという点で運用目標に関わってくる重要な問題。したがって、労政審にそうした判断を頂く必要がある。そのためには、付加退職金のリスク等もご認識頂く必要があり、そのための情報提供や意見具申が必要ということ。ただ、委員会として意見具申の文章の細かなところまでは踏み込む必要はないと思う。
- (事務局) 付加退職金のあり方というのはまさに我々の運用のあり方に直接関わってくることであり、適合性の観点から問題を指摘することは、機構の指摘責任であると認識しており、余計なテーマではないと考えている。
- (委員) 本日は、そうした観点から、おかしいというところがあればご意見をいただきたい、ということ。特に大きな問題がなければ、労政審に働き掛けていくということによいと考える。
- (事務局) 本日は、ご審議を頂く前の事前情報提供の位置づけであり、本格的な審議は次回ないし次々回から願います。

3. 中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について〈審議事項〉

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、[「中退共資産等に係る基本ポートフォリオ見直しについて\(令和3年10月1日\)」](#)のP.17～22をご参照下さい。

4. 運営委員会・評議員会報告〈報告事項〉

建退共事業本部より、建退共の財務問題・基本問題検討委員会及び運営委員会・評議員会にて、建退共の委託運用資産の合同運用に向けた検討開始について了承されたことが報告され、委員会として認識が共有された。

<主な質問、意見等>

- (委員) 合同運用について、さしたる反対意見はなかったということによろしいか。

(事業本部) 然り。そのように考えている。

5. 資産運用委員会議事録の確認〈審議事項〉

事務局より、令和3年度第1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。

また、令和3年度第2回資産運用委員会議事録(案)が提示され、8月中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することが了承された。

6. 令和2年度運用受託機関評価結果〈報告事項〉

事務局より、令和2年度アクティブファンド運用受託機関の評価結果の概要について説明が行われ、了承された。また、今後の適切な評価のための意見がある場合は、事務局に連絡することとされた。説明の概要は下記のとおり。

- ・評価は3段階評価の形式で行った。
- ・資産運用委員会の場において度々助言をいただいているTEについても、多面的にチェックしている。委託開始からある程度の期間が経ち、データ数がそろい始めたので、今年度から実績TEについても点検の対象とした。
- ・推定TEによってリスクテイクのスタンスの動きを、実績TEではスタンスとの整合性を、さらにリスクテイク方針が超過収益率にどのような形で反映されているか、そうした観点から点検を行っており、点検結果のサンプルを示した。

7. 建退共の手帳更新期間について〈報告事項〉

建退共事業本部より、建退共の手帳更新期間について直近でどれだけの月数を要するかの試算結果について説明が行われ、ここまでの経過について了承された。説明の概要は下記のとおり。

- ・直近の手帳更新に要する平均月数の求め方として、方法①(令和2年度中に手帳更新のあった者のみを対象)と方法②(令和2年度中に手帳更新のなかった者も対象)の2つの方法で試算。その結果、方法①は短い更新月数、方法②は長い更新月数となった。
- ・ただし、方法①は、算出対象が方法②と比べ50万人程度少なく、その中に更新月数の間隔が長い者が多く含まれていると考えられ、偏ったものとなっており、また、方法②は、逆に120か月以上など更新月数が非常に長いものが相対的に多く含まれている。手帳の更新状況に基づくデータの限界もあり、直近の平均更新月数について、一意的に正しい数値を示すのは困難である。
- ・一方、被共済者の加入から脱退に至るまでの手帳の更新(証紙の貼付)状況が総体として見たときに安定的に推移しているのであれば、制度創設時からの累積のデータで見ることは合理性があるものと考えられる。
- ・ただし、そのように安定的に推移していると言えるかどうかについては、今後とも

今回のような方法も含め、最新の更新状況について更新月数の分布などを継続的に確認することや、可能な範囲で過去データも確認するなどし、検証に努めていきたい。

<主な質問、意見等>

(委員) 元々の分析の目標は、建退共の資産運用に関する目標利回りをどのように定めればいいのかという基礎数値として平均更新月数の信頼性の高い数字を求めたいということだったと思うが、この中では、どれが一番その趣旨に近い方法ということになるか。

(事業本部) 一概にこれというのは言いづらいが、方法①や方法②は手帳の更新ベースなので、証紙の貼付状況で見ている累積の在職や総括の数字のほうが信頼度が高いとは思う。しかし、非常に長い期間のものを取っているのでそこがどうなのかというのが元々の問題意識だったかと思う。

(委員) 建退共の1年が252日分というこの設定は、働き方改革の時代に非常に厳しい設定になっているように思われるが、見直しの議論はあるか。

(事業本部) 現状ではない。建設業界の実情等を見ながら、またそのような話が出てきたら改めて説明させていただく。

8. その他

事務局より、令和2年9月及び令和3年4月の2回にわたりリバランスを行った結果、パッシブ比率が設定レンジ下限を下回ってしまった外国株式について、アクティブ・パッシブ比率の調整を実施した旨の報告が行われ、委員会として情報が共有された。

<主な質問、意見等>

(委員) 下限を下回った原因は、何によるものと考えているか。

(事務局) 外国株式の価格が上がった結果、リバランスを2回行ったことによって、パッシブを売却したことが原因である。

(委員) やり方も理解できるし経緯も分かるが、コストを考えると、2回目のリバランスはパッシブを落とすのではなくアクティブで調整するというやり方もあったのではないか。

(事務局) 検討させていただく。

(了)