

令和5年度第1回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和5年5月1日（月）13：55～15：10

【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年度資産運用に関する評価報告書（案）（審議事項）

事務局から「令和4年度資産運用に関する評価報告書」の素案が示され、ポイントが説明された。本案は、当委員会後に改めて各委員からの意見を集約して最終案を作成し、次回6月の委員会における最終承認後、6月中旬に厚生労働省に提出する予定とされた。事務局の説明の概略は以下のとおり。

（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。

- 通常は単年度の運用状況に関する評価報告だけであるが、令和4年度は第4期中期計画の最終年度であり、中期計画期間に関する評価が併せて行われる。そのため、別冊として、第4期中期計画期間の実績に係る評価報告書も作成する。
- 資産運用の評価の基本的な軸は、「資産運用の基本方針」に沿った運用が行われているか否かとなる。このため評価報告書の構成は、昨年7月に新たに制定した「資産運用の基本方針」に合わせている。
- 本編第2章の運用実績の評価については、まだ実績値が確定していないため未記載であるが、第5期中期計画において採用されたプロセス評価の考え方を先取りする形で取り入れる予定である。
- 本編の第3章「機構資産の運用の基本的な方針」では、資産運用の目的や目標との適合性に対する評価を行っている。また、令和4年度の特筆事項として、プロセス評価の考え方と実施方法を「資産運用の基本方針」、「資産運用の業務方針」と第5期中期計画に取り入れたことを記載している。
- 第4章「機構資産の運用に関し遵守すべき事項」では、受託者責任について記載している。具体的には、プロセス評価の考え方や実施方法も、受託者責任に関する議論を踏まえて決定されたことが説明されている。
- 第5章「運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項」は、基本ポートフォリオ、運用手法、運用受託機関の選定・評価、リスク管理の4項目で構成されている。

基本ポートフォリオについては、令和4年度は、海外主要中銀の政策転換による金

利上昇やウクライナ問題等による物価上昇等、資産運用を巡る環境が大きく変化する中、例年よりも早めに基本ポートフォリオ見直しに関する議論を始めたこと、そうした審議の結果などを記載している。

運用手法に関するパートでは、流動性管理や、清退共（特別給付経理）を除いた全経理による合同運用の開始などに言及した。

運用受託機関の選定・評価のパートでは、選定実績として、外国株式の構成比の増加を踏まえたパッシブファンド追加（リザーブファンドの採用）や、運用受託機関からの情報収集と情報収集・分析能力の査定を兼ねた随時の情報提供依頼などに言及した。

リスク管理のパートでは、リバランスの実施や、リスクの側面からの運用受託機関の管理などを記載した。

- ・第6章「ガバナンス体制」では、「ガバナンス体制」、「スチュワードシップ責任に係る取組み」の2つを取り上げている。

「ガバナンス体制」のパートでは、関係機関との連携という観点から、厚生労働省、労働政策審議会への適切な情報提供により、付加退職金支給ルールの見直しに繋がったことなどを記載している。

「スチュワードシップ責任に係る取組み」のパートでは、トップ面談でのESG課題を巡る意見交換や、PRI署名に向けた準備、またサステナビリティ関連活動の拡充を見据えた体制整備に言及した。

- ・第7章「その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項」では、トピックとして組織体制面の見直しについて記載した。
- ・別冊については、昨年も中計期間見込評価として令和3年度までの実績について作成しているため、今回はその上に今申し上げた令和4年度の実績を書き足した。

<主な質問、意見等>

（委員） 令和3年の基本ポートフォリオ改定時の資料に記載された期待リターンと、評価報告書（案）に記載されている期待収益率が相違している。理由如何。

（事務局） 基本ポートフォリオ改定時の資料に記載の期待収益率は、改定時以降5年間の平均値。一方、評価報告書（案）に記載した数値は、この5年間における年度別の期待収益率である。

（委員） 令和2年度の収益率実績が、期待収益率から標準偏差の2倍以上かけ離れている。確率的には20年に1度くらいの事象が起きた訳なので、何かしらの説明が必要ではないか。

（事務局） 背景としては、コロナ禍の状況で供給された流動性が株式市場に集中した結果、国内外で株価が上がることになったと理解している。

（委員） プラス方向の振れなので、問題がないとも言えるが、定量的にフォワードル

ッキングに評価するという観点から説明が聞きたい。

(委員) 本案の段階ではまだ文章になっていない部分なので、その点は文章になってから説明を受ければ良いのではないか。また、収益率実績の大きな振れへの言及の要否をはじめとして、どう表現するかは委員会として考えるべきことだが、何か提案はあるか。

(委員) 20年に1度起こることが、この4年間に起こったことについて、目配りしている、というようなコメントは必要と思う。

(委員) 2標準偏差の振れは、いくら分散投資しても避け難く起こる範囲の事象と史料する。重要なのは、リスク削減策を、どこに目線を置いて講じているかではないか。累損の発生を抑えることと、TEの抑制の2本立てだと理解している。市場の動きをフォワードルックすることには限界があるので、振れた結果として、どれだけ損失を抑制できたのかが重要と考える。

一方、スタイル分散によるボラティリティ抑制という表現が良く分からない。ボラティリティの定義が明確でないが、ベンチマーク収益率からの振れを抑制するという意味であると、スタイル分散するとパッシブ運用に近付き、手数料負けしてしまうのではないか。

(事務局) リスク管理は、まず全体のリスクとして想定損失額を想定し、剰余金とのバランスが崩れないようにすること。これが全体としてのリスク管理になる。次にボラティリティについては、基本ポートフォリオの分散、即ち収益率の振れ幅を指している。基本ポートフォリオではベンチマークの分散が想定されているが、アクティブ運用を行う場合、スタイルが偏ると、基本ポートフォリオからの乖離が大きくなり、想定を大きく上回るリスクを抱える可能性がある。スタイル分散は、そうしたリスクを抑えつつ、中長期的にアクティブ運用の α を得ることを目的としている。また、アクティブの運用受託機関が申告したスタイルどおりに運用できているかの点検は、スタイル分散の実効性を維持する観点から、また、リスクテイクが過大になったり過少にならないように、実施している。このように、リスク管理は多段階的なアプローチを取っている。

(委員) 個々のマネジャーのトラッキング・エラーやインフォメーション・レシオを示す必要はないが、スタイル分散によって全体として運用効率が高くなっていることを示すデータは開示されるのか。期待収益率と実績を比べるのは表としては分かり易いが、そこは市場の影響が出るだけであり、マネジャーのパフォーマンスの方が重要ではないか。

(事務局) リスクの実績の記載については検討する。一方、収益についても、機構が最終的に目指さなければいけないものは中期的に必要な利回りであり、それがどの程度達成できたのかという観点から見なければいけない。その達成状況について、市場要因の観点、及びマネジャー・ストラクチャーの選び方やリバランス

スの仕方といった観点から分析し、分析結果に対する対応の妥当性を評価していただくというのが、今期（第5期）の中期計画におけるプロセス評価の考え方である。

（委員） 今回、マネジャー・ストラクチャーの見直しについては上手くいっているという評価になっているので、そのエビデンスとなる数字はある方が良いと強く思う。

（委員） 資金全体で必要な収益率を目指すということと、資産毎にベンチマーク・プラス・アルファを目指すことは、少しカテゴリが違うところで議論しなければならない。

スタイル分散については、それぞれの資産において特定のセクターやスタイルに偏るリスクを取らず、全体として超過収益率が得られる方法の採用ということであり、マネジャー分散を上手く行うことでそれを得ていこうという趣旨と思料する。それに沿った説明とデータが示されれば、問題はクリアされるのではないか。

2. その他

（1）「金融サービスの提供に関する法律」の改正について（委員からの情報提供）

委員から、「金融サービスの提供に関する法律」の改正の動きについて、情報提供があった。概略は以下のとおり。

- ・先日、経済財政諮問会議で我が国の資産運用業はどうも切れ味が悪いのではないかという話になり、金融庁に対して総理から指示が出る、との報道があった。我々のビジネスの相手方である資産運用業界に何かしらの変化があるかもしれないので、事務局も、我々資産運用委員会も、アンテナを張っておく必要があるかと思う。
- ・3月14日に「金融サービスの提供に関する法律」の改正案が出たが、その内容について企業年金関係者の間で話題になっている。同改正案では、これまで金融庁が法令における概念ではないとしてきた「金融事業者」という概念について、根拠法と組み合わせて該当する機関名が列挙され、企業年金を行う事業主、あるいはその契約の相手方である運営管理機関といった者が金融サービスの提供等に係る業務を行う者という定義になっている。しかもこれらの者について、政令で定めるこのような業務を行うときには、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を行わなければならないと書かれている。
- ・年金関係者間で話題になるのは、「最善の利益」とは何かということ。確定給付年金の加入者、確定拠出年金の加入者、それぞれ最善の利益は異なるとなると、それを勘案するという時に何をしたらいいのか、ということ。今後、受託者責任の中身についての議論が今までとは違う角度から深まる可能性がある。

- もう一点、金融事業者の限定列举リストに、国民年金基金、国民年金基金連合会が入っているが、この機構は入っていない。ただ、最後に「政令で定める者」と規定されているので、そこに入る可能性はある。その場合、「最善の利益」に関する考え方を説明する必要がある。予定運用利回りを高くするか、あるいは予定運用利回りを絶対に実現できることか、など大変悩ましいところだと思われ、今後の業務運営に関係してくると思われる。
- また、法案の中に、金融経済教育推進機構を作る、という規定が入っている。この機構は、共済関係者の皆様に共通の知識基盤を持っていただくための様々な情報提供主体として期待できるのではないかな。
- なお、この推進機構の運営委員会委員の要件には、金融や経済のほか、年金制度に関する専門的知識がある者と書いてある。当機構が金融事業者に含まれないのは、年金と退職金の性格の違いに因るのかも知れない。何れにしても、世の中がどんどん変わっていくので、それに付いて行く必要がある。
- これまで企業年金の監督官庁は厚生労働省であったが、その役割は企業年金がワークするための基盤作りであり、指示・命令を行う立場にはなかった。しかし今後は、信託銀行の運営管理業務に対して金融庁の検査、規制・監督権限が直に及ぶということになり、信託銀行あるいは投資顧問会社と契約をする金融事業者、すなわち企業年金にとって、環境が変わってくる。今後、機構に係わる様々な会議体で議論が行われる可能性がある。
- 「最善の利益」で一番悩ましいのは個々人が運用手段を決める DC。事業主や運営管理機関は投資教育の責任も負うが、そうになると、個人の希望を実現する手助けをすれば良いのか、より良い金融商品の選択を勧めるべきなのか、価値観も知識水準も違う中で、難しい判断である。
- 金融システムが安定して以降、金融庁は顧客本位を求めることに力点を置いているが、資産運用業界、特にリテール分野では中々浸透していないことに強い不満を感じていると思われる。その結果、業界に対する監督指針等の内容がかなり踏み込んだ内容になって来ている。例えば、積立 NISA の対象になる投資信託に関するもの。積立 NISA はものすごい税制優遇を個人投資家に与えるが、そこで購入できる投資信託は金融庁が限定列举している。このような裁量的な行政判断に誰も文句を言わないということが、投資信託のリテールを巡る問題の深さを顕わしている。今後の 5 年間でこの分野は飛躍的に変化する可能性があり、対応することはかなり大変であろうと推察する。

<主な質問、意見等>

(委員) 今の説明のような流れからすると、DC の世界、特に GPIF 法、確定給付企業年金法においては、プルーデント・エキスパート・ルールについて、さらに突

っ込んだ議論になっていくものと想定される。

最近の動きとして、この3月末に東証が上場企業に対して、要は、資本コストや株価を意識した経営をしろという、通知を出している。PBR 1 倍割れ問題を踏まえ、資本効率性等の改善への取組報告を定期的の開示せよということであった。

今後のスチュワードシップ活動等とも絡んでくるが、本改正案の「最善の利益」ということと結び付けて考えると、本当に、今のベンチマークというのが受益者の最善の利益の下に選択されているかどうかという問題にもなってくる可能性がある。TOPIX というベンチマークが本当にクオリティーがあるのかどうか、その辺りの選択もよく考え直さなければならなくなる可能性がある。したがって、金融庁に加え、東証の動きも併せてフォローしておく必要がある。

(事務局) 金融庁の動きには、当機構も注意を払い始めたところである。私自身、金融庁から、運用会社のあり方に強い問題意識を持っている旨を伺っているため、機構の資産運用部以下での打合せで、金融庁の動きにも注意をしようという意識合わせをしたところである。

金融庁は、4月21日に「運用会社のKPI測定と諸論点に関する分析について」というQUICK資産運用研究所に対して委託研究していたものを発表するか、あるいは、経済財政諮問会議で総理から指示をいただくとか、そういう動きを見せている。4月28日には、資産運用高度化関連業務に従事する職員(課長補佐クラス)の募集が公表され、これはいよいよ本気だと身を引き締めている。

当機構は明示的には改正法案で金融事業者として列挙される対象になっていないことについては、当機構がまだ金融庁に余り認識されていないことが理由である可能性もある。何れにしても、今後の金融庁の動向には、十分注意を払っていく必要があると認識した。

(委員) 金融庁は資本市場をもっと効率化したいという希望を持っているが、アセットマネジャーの反応が鈍い。そこで顧客であるアセットオーナーから圧力を掛ければ効果があるのではないかと、いう発想がある。そうした中でスチュワードシップ・コードなどを作ってきた。加えて、最近では資産運用の高度化という課題も出てきて、アセットオーナーに高度化を志向することを奨めている。しかし、アセットオーナーは、その人員・体制・システム、公的アセットオーナーであれば設立目的等により、取り組む内容、方向性、その選択に対する説明振り等が異なる筈であり、そうしたことを検討していく必要がある。今後の環境変化への対応はかなり大変だと思われるので、機構には頑張ってもらいたい。今後の環境変化への対応は、資産運用委員会としても努力が必要と思料する。

(2) スチュワードシップ活動状況の概要

事務局より、令和4年度の「スチュワードシップ活動状況の概要」について、資産運用委員のコメントを反映させた最終版が完成し、5月8日に機構ホームページに公表予定である旨、報告があった。

<主な質問、意見等>

(委員) 株主議決権の集計結果、例えば買収防衛策に関する議案の反対比率等は、日本の株式と海外の株式では随分違いがある。そのように国内外での投票行動が大きく違っている項目の背景について、後日、ご報告頂きたい。

(事務局) 承知した。

(了)