

令和5年度第2回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和5年6月16日（金）14：00～15：55

【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〉

事務局より、令和5年度第1回資産運用委員会にて素案が審議された令和4年度資産運用に関する評価報告書（案）について、その後に資産運用委員からのご意見を踏まえて修正を重ねた第3次案が提示された。審議の結果、当日に追加された修正を加えて最終案を作成、資産運用委員にご確認いただいた後、厚生労働省へ提出することが了承された。

☞ 令和4年度資産運用に関する評価報告書については[ここ](#)をご覧ください。

説明の概要は以下のとおり。

- ・前回委員会で頂いたご意見の反映と、令和4年度の運用実績を記載した第2次案に、委員の皆様からさらに頂いたご意見を反映し、より分かりやすい表現となるよう字句の調整等を行った第3次案である。

<主な質問、意見等>

（委員） 中期目標期間中の投資環境の説明文の中で、「海外における金融政策の変更」とあるが、「海外における」と限定しなくても良いのではないかと。

（事務局） 日本銀行自身は政策変更とは言っていないので、日銀の情報発信を尊重したものである。

（委員） 運用管理体制について、専門人材ということで外部から採用した専門職のことだけが説明されており、全体としてどのような体制で運用を行っているのかが非常にわかりにくい。専門家として運用に特化して取り組むプロパーがおり、そこに外部からの専門職を加えて全体として充実した運用管理体制になっている、といった書きぶりの方が良いのではないかと。

（事務局） ご指摘に沿って修正する。

2. 令和4年4月から令和5年3月の運用実績報告（6経理）〈報告事項〉

事務局より、令和4年4月から令和5年3月における6経理（注）の運用実績について、資料の提示・報告が行われ、了承された。

(注) 中退共給付経理、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、
林退共給付経理

3. 手元流動性の水準について〈報告事項〉

事務局より、コロナ禍対応として高水準を維持して来た各経理の普通預金残高について、新型コロナウイルス感染症の5類移行等を踏まえ、水準を引き下げることと、どこまで引き下げるかについて、対応案と考え方の説明が行われ、了承された。

説明の概要は以下のとおり。

- ・現状の各経理の普通預金残高については、新型コロナウイルス感染症拡大を受けて緊急事態宣言が発せられた際、未曾有の事態を踏まえ流動性の確保に努めることが資産運用委員会です承された。1年後の資産運用委員会においても、不確定要因が尚多い中で、高い水準の流動性を維持することが承認され、今日に至る。
- ・新型コロナウイルス感染症が5類扱いとなり、緊急事態宣言時のようなほとんどの経済活動が停止されるような事態が想定されなくなったこと、令和2年5月以降、掛金収入、退職金支払いに極端な変動が実際に起きていないこと等を踏まえ、流動性水準の引下げを行いたいと考えている。
- ・ウクライナ問題等、なお不確定要因が多い中で、どの水準まで引き下げるべきかを、経理別に分析・検討した。
- ・過去の退職金等支払額、掛金等収入の動向に係る経理別特性の分析結果は以下のとおり。
 - ①中退共については、掛金収入は比較的安定的に推移している一方、退職金支払いについては団塊世代の定年退職時期やサブプライム・リーマンショック発生時期に大きな変動がみられることから、人口動態要因、景気要因、双方の影響を大きく受けることが示唆される。今後については、団塊世代ジュニアの60歳到達が10年程先に控えており、ここに景気要因が重なった場合、退職金支払額が拡大する可能性がある。
 - ②建退共も、人口動態要因、景気要因、双方の影響を受けているとみられる。しかし、明確な定年がないため、人口動態要因は分散する傾向がみられ、景気要因の影響をより大きく受けていることが示唆される。
 - ③清退共については、人口動態要因の影響が余りみられない一方、サブプライム・リーマンショックや、コロナ禍等による清酒製造量の減少の際に退職金支払額が増加しており、景気要因の影響を受けやすいことが示唆される。
 - ④林退共においては、林業従事者の長期的な減少傾向を受け、退職金支払額、掛金収入ともに基本的に減少傾向を辿っており、人口動態や景気動向の影響をあまり受けてはいないと考えられる。

- ・以上の分析結果を踏まえ、人口動態要因と景気要因の影響を受けると思われる中退共と建退共については、以下の4つのシナリオを想定。
 - ①退職金水準が過去最高水準に増加することを想定したケース
 - ②退職金支払額が、責任準備金の規模拡大分、過去の最高水準よりもさらに膨らむことを想定したケース
 - ③景気要因悪化に伴う掛金収入減少も勘案し、収支差が過去の最高水準になることを想定したケース
 - ④収支差が、責任準備金の規模拡大分、過去の最高水準よりもさらに膨らむことを想定したケース
- ・清退共については、コロナ禍前の平時から流動性水準がかなり高い水準にあった。これは、制度が成熟しているため退職金支払額が恒常的に掛金収入を上回っており、資金収支の赤字が常態化していることを踏まえたもの。加えて、景気要因の影響を受けやすいことから、突発的な収支ギャップ拡大にも備える必要がある。
- ・林退共については、人口動態や景気動向の影響は少ないが、林野庁の施策である林業従事者の通年雇用化もあり、2007年度以前のように在籍者が減少傾向をたどるような状態に戻り、収支ギャップが拡大する可能性を考慮する必要がある。
- ・以上の想定シナリオを踏まえ、経理ごとに新しい手元流動性水準の案をまとめた。いずれの経理においても現在の水準よりも引き下げることとなるが、なお不確定要因が多いことを踏まえ、一気にコロナ禍前水準に戻すのではなく、今後の景気動向や地政学要因等の帰趨等を眺め、さらなる引下げを検討する形とする。

<主な質問、意見等>

- (委員) 掛金収入額と退職金支払額のギャップをどこまでコンサバティブに見込むかという分析となっているが、運用の効率性の点からすると、債券の償還に係る資金フロー予測も加えた ALM 分析を行うべきではないか。
- また、団塊世代ジュニアの退職時期は10年後の話なので、今からそれを考慮してキャッシュのままずっと滞留させておくというのは効率性の面から見てどうなのか。
- (事務局) 流動性が不足しそうになったら債券購入を控えて、その資金を充てることで、流動性の水準を下げるについては一理ある。しかし、条件の良い債券を購入するにはかなり前から予約をしておく必要があり、継続的に availability を確保するためには、債券購入を見合わせて調達できる流動性の水準はそう大きなものではない、というのがコロナ禍において学んだ教訓である。ただし、今回の水準は、なお多い不確定要因を勘案した当面の保守的水準であり、情勢の帰趨を見極めながら段階的に引下げを図ることを企図している。
- 団塊世代ジュニアの退職に今から完全に備える必要はないとのご指摘はそ

のとおり。早急に引き下げた方がいいとは考えているが、不確定要因も大きい
ため、一遍に元に戻すのではなく段階を踏むこととしている。

(委員) 流動性の水準を退職金支払額の月数換算で示しているが、収益力への影響と
いう観点からは、資産規模との比較も重要。中退共、建退共は4%程度である
が、清退共、林退共では約1割に達しており、流動性とは別の観点からのチェ
ックが必要ではないか。また、基本ポートフォリオの期待収益率に影響するよ
うであれば、基本ポートフォリオ見直しの要否という観点からの検証も必要。

(事務局) 基本ポートフォリオの期待収益率との関係では、コロナ禍以前から流動性は
高い水準にあったので、大きな齟齬は発生していないと思われる。ただ、ご指
摘のとおり、かなり高い水準であることは間違いない。清退共は早いペースで
資産残高が減少しているため、厚めの流動性を置かざるを得なかったものと
思われるが、いずれにしても、新しく設置された自家運用課において、各経理
横並びの比較も行いながら、流動性の水準を再検討していきたい。

4. PRI 署名に向けた検討状況について〈報告事項〉

事務局より、PRI 署名に向けた準備の進捗状況と、署名公表時に合わせて公表予定の
「責任投資方針」(案)、今後のスケジュール感について説明が行われた。責任投資方針
については、6月下旬を目処に各資産運用委員から修正等の要否を事務局に連絡する
ことが了承された。

説明の概要は以下のとおり。

- ・PRI の署名を行うに当たり、責任投資に関する基本的な方針や実施体制を固めておく
必要がある。加入時の条件として、方針等を文書化したものを求められるわけではな
いが、署名公表と同時に責任投資に関する方針等を公表することが一般的である模
様。当機構でも署名した旨を公表する際、責任投資方針を併せて公表することとし
たい。
- ・責任投資に係る方針の位置付け、文書化の方法については様々な形式が考え得るが、
将来的には「資産運用の基本方針」に取り込むことも視野に入れつつ、当面は独立し
た文書とすることとした。スチュワードシップ活動報告を中心に据えたサステナビ
リティに係る年次報告書のようなものを作成して公表する準備も進めており、改め
て御意見をいただく機会を設けたい。
- ・「責任投資方針」(案) の記載内容のポイントは以下のとおり。
 - ①責任投資の目的と、責任投資が退職金共済制度の受益者の利益に反しないとい
うことを明記
 - ②機構の特色あるいは立場上の制約の説明と、責任投資を「資産運用の基本方針」
の範囲内で行うことの明確化と、資産運用の戦略執行やパフォーマンス評価へ

の ESG 要素の取り込みなどの検討を行っていくという活動の方向性の明示

- ③具体的な責任投資活動の内容（スチュワードシップ活動におけるエンゲージメントによる運用受託機関への働きかけ等）
- ④責任投資と資産運用の目的の関係（運用受託機関等に対して投資先企業の ESG 課題への取り組みの適正な評価を働き掛け、投資先企業のそうした取り組みを促すことで、退職金共済事業を長期安定的に運営していく上で必要とされる収益を確保し、将来にわたって退職金を確実に給付していくことを目指す）

<主な質問、意見等>

- （委員） 「資産運用の基本方針」等の資産運用に関する規定体系における「責任投資方針」の位置付け如何。
- （事務局） 「資産運用の基本方針」に反するとか、新たな行動制約を定めたものではない。ESG 課題への取り組み方など既存の方針等を責任投資という切り口からまとめたもの。「日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて」という文書を HP 上で公表しているが、同様の位置付けである。
- （委員） わが国の公的アセットオーナーが全て PRI 署名を行っている訳ではない。こうした対応の違いが何に由来するのか、国民が納得できる説明が必要。そのためには、他の公的アセットオーナーとの情報交換を普段から行って考え方を整理し、お互いに整合的な説明が出来る体制を構築することが有益と思料する。
- （事務局） そうした対応を採ることとしたい。
- （委員） PRI 署名の決断に際し、英文レポートの作成に係るコストとスタッフの負担は、大きなポイントと思料する。
- （委員） PRI 等の活動に熱心な主導者がいるか否かも大きな要素。
- （委員） 各機関それぞれに理由があると思うが、自分のところに関する説明だけでなく、各機関共通の説明の仕方のようなものがあると、説明が効率的に行えるし、国民の納得感も高まる。そのためには、関係機関との日常的な会話が有用、有意義と思料する。
- （事務局） PRI 署名のハードルは、英文レポートの作成負担に加え、署名に伴う義務に関する情報不足もあると考える。機構も、コンサルタントの意見を聞くまでは署名できないと考えていた。その意味で、情報交換は重要とのご意見は理解できるので、取り組んで参りたい。

5. その他

- （1）令和3年度（令和3年7月～令和4年6月）の議決権行使内容について〈報告事項〉事務局より、前回の委員会において委員から説明を求められた、株主議決権の集計結

果で内外で反対比率が大きく違う項目がみられる件について、説明が行われ、了承された。

説明の概要は以下のとおり。

- ・「取締役の選任・解任」、「退任役員の退職慰労金の贈呈」、「買収防衛策に関する議案」については、内外比較で、国内の反対比率が海外の比率より高くなっている。
- ・こうした差異は、国内企業が外国企業に比べ、「取締役の選任・解任」では、社外取締役の要件やダイバーシティに関する基準に会社の提案が達していないというケースが多いこと、「退任役員の退職慰労金の贈呈」では年功的性格が強いこと、「買収防衛策に関する議案」では、案件として予防策の位置付けが多いことなどが背景として考えられる。年功的性格が強いという意味は、海外の場合は業績連動のような格好で決められるところ、日本の場合は業績と関係なく何十年間勤めたのでという形での慰労金が出されるということで反対が多いと聞いている。
- ・「剰余金の処分」、「自己株式取得」については、前年比較で、国内の株主提案の賛成比率が上昇している。こちらは、株主提案の内容が現実的で受入れ可能な提案が増えてきたためと思われる。

(2) 資産運用委員会議事録の公表について〈報告事項〉

事務局より、議事録公表に関する委員会での事前告知について、従来は公表直前の資産運用委員会において報告を行っていたが、今後は年度の初めの資産運用委員会にて「当年度公表予定の議事録」として7月公表分、1月公表分を載せたペーパーを配布する運用とする旨、報告があり、了承された。

なお、万一、事務局の判断として、その時点で議事録を公表することが機構の業務運営に支障をきたすおそれがある際にのみ、当該議事録の公表の可否を資産運用委員会に相談することとするの方針が付言され、併せて了承された。

(3) 建退共制度における外国人の研修制度変更の影響

委員から、外国人労働者が多い建退共制度における、外国人の研修制度変更の影響について質問があり、建退共事業本部が以下のとおり回答。

(事業本部) 技能実習生の扱いがどうなるか、現時点では明確ではないが、原理原則に立てば、建退共は期間の定めのある労働者を対象とした制度であるので、制度見直しによって実習生は労働者ではない、ということになると、対象から外れる可能性がある。一方、建設業は特定技能ということでは進んだ業界であり、近年、特定技能の資格保有者が倍増している。技能実習生が減っても特定技能保有者が増えて、今後、トータルでは、外国人労働者は増えていく

ものと思われる。

(了)