

事業協同組合等の余裕金運用に関する検討会
報告書（案）

令和6年2月5日

事業協同組合等の余裕金運用に関する検討会

目次

I. 本検討会の背景・目的	1
II. 基本的な考え方	2
III. 新たに追加すべき有価証券にかかる検討	3
1. REIT（不動産投資法人）が発行する投資口（投資証券）について	3
2. 外国債券について	4
IV. 適切な資産運用に向けて	4
事業協同組合等の余裕金運用に関する検討会 委員名簿	6
参考資料	7
1. 参照条文（現行の中小企業等協同組合法等）	7

I. 本検討会の背景・目的

中小企業等協同組合法（以下「中協法」という。）は、中小規模の商業、工業、鉱業、運送業、サービス業その他の事業を行う者、勤労者その他の者が相互扶助の精神に基づき協同して事業を行うために必要な組織について定め、これらの者の公正な経済活動の機会を確保し、もってその自主的な経済活動を促進し、且つ、その経済的地位の向上を図ることを目的として、事業協同組合等（以下「組合」という。）の組織・運営・監督等について定めている。

事業協同組合は、小規模な事業者（発起人4人以上）によって組織される最も一般的な組合であって、行政庁の認可のもと設立され、組合員たる小規模の事業者の経営の合理化、取引条件の改善、競争力の維持向上等を主目的として、組合員の事業経営に関する共同事業を行っている。

組合が運営上守るべき原則として、組合の組合員に対する奉仕は直接的でなければならないとされ（直接奉仕の原則。中協法第5条第2項）、組合は、利益を上げて出資に応じてこれを組合員に分配することを目的とするものではなく、組合の事業を通じて、組合員の事業経営を有利に展開し、その自主的な経営活動を促進し、その経済的地位の向上を図るために直接奉仕することを目的とするものでなければならないとされている。

組合は、上述のとおり、相互扶助の精神に基づき、かつ、直接奉仕を原則として共済事業や共同経済事業等を行っているところ、こうした事業を行う上で生じた余裕金の運用については、事業の健全な運営を確保するため、一定の制限が存在する（中協法第57条の5）。

具体的には、共済事業を行う組合（以下「共済組合」という。）及びそれ以外の組合（信用協同組合及び会員の預金等の受入れ事業を行う協同組合連合会を除く）であって組合員（協同組合連合会は会員組合の組合員）の総数が1,000人を超える組合（以下「大規模な組合」という。）が、共済事業や共同経済事業等の業務上生じた余裕金を運用する際は、銀行等への預貯金又は金銭信託、国債・地方債その他の有価証券の取得の方法によらなければならないとされ、さらに当該有価証券の具体的な種類については中小企業等協同組合法施行規則において限定列举されている。

当該規制は、昭和32年に新設されて以降、昭和59年には取得を認める有価証券に証券投資信託の受益証券が追加され、平成19年には上場株式会社が発行する一定の社債や株式、貸付信託の受益証券等が追加されるなど、一定の安全性・換金性を担保しつつ順次その制限が緩和されてきた。

他方で、前回の制度改正（平成19年）以降、新たな金融商品の市場拡大等、投資環境が変化を続けており、特にREIT市場については、J-REITが平成17年末時点の28銘柄から60銘柄（令和5年9月末時点）、私募REITが平成22年末の1銘柄から53銘柄（令和5年9月末時点）へと大幅に増えているなど前回の制度改正時から成熟度を増している。REIT（不動産投資法人）が発行する投資口（投資証券）については、現行制度において組合による取得が認められていないが、一部の組合においてREITによる余裕金運用にかかる強いニーズが存在しているところである。

また、令和5年10月以降、内閣官房新しい資本主義実現会議「資産運用立国分科会」において、資産運用業及びアセットオーナーシップの改革等の資産運用立国に関する政策プランが検討され、令和5年12月13日に「資産運用立国実現プラン」が公表されたところである。

こうした状況を踏まえ、令和5年12月に「事業協同組合等の余裕金運用に関する検討会」を設置し、組合の余裕金運用方法として、REITを含め新たに追加すべき有価証券がないか等について検討を行うこととした。

本報告書は、令和5年12月から令和6年2月まで計2回開催された同検討会における検討結果を取りまとめたものである。

Ⅱ．基本的な考え方

中協法において組合による余裕金運用を制限している趣旨は、(1) 組合が共済事業を行う場合、その事業に必要な資金については、基本的に組合員からの出資や共済掛金により調達される。共済事業の性質に鑑みれば、調達した資金は、責任準備金や支払準備金等として負債計上しつつ運用される。これらについては、将来的に組合員（共済利用者）に共済金として支払うことが想定される資産であり、組合員（共済利用者）を適切に保護するためにも一定の安全性・換金性を確保する必要があるということである。

また、(2) 大規模な組合において、共同経済事業等を行う場合、その事業に必要な資金については、基本的に組合員からの出資、共同経済事業の実施のために行う借入、経費の賦課、使用料及び手数料の徴収により調達されることとなる。調達された資金については、共同経済事業等の実施状況によっては、剰余金となることも想定され、この場合、利益準備金としての積立義務等が存在する。これは、共同経済事業等の実施主体としての健全な発展と組合員及び債権者の利益を保護するためのものである。このため、こうした資金を運用するにあたっては、投機的な運用は避けるべきと考えられている。

このように、組合が共済事業や共同経済事業を行うために調達した資金については、組合員等を適切に保護するためにも、その運用には一定の安全性・換金性（流動性）を確保する必要がある。

他方で、一定の余裕金の発生は事業の性質・規模からすれば必然であり、これについて必要以上の運用制限を設けた場合、組合の資産の有効活用が妨げられ、組合員に対する利益を損なう可能性もあることにも留意する必要がある。

特に、組合が行う共済事業は、組合員から掛金を収受し、共済事故の発生に関し共済金を支払う事業であるが、その掛金については、適切なリスク分散のもと安全性・流動性に留意しつつ適切に運用し、共済金の支払原資や事業費等を確保することにより、共済組合の財務の健全性を担保すること（共済事業の安定化を図ること）が求められている。

また、中協法に基づく共済組合について直接的な明示はなされていないものの、内閣官房新しい資本主義実現会議「資産運用立国分科会」において、アセットオーナーに対して、次の課題が示されているところである。

・アセットオーナーは、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点から、運用する目的に基づき目標を定め、その運用を実現するための委託先を厳しい眼で見極める、といった運用力を高度化していくことが求められている。

今回、組合の余裕金運用の制限にかかる制度改正を検討するにあたっては、こうした点に留意しつつ、有価証券が抱えるリスク（価格変動リスク、流動性リスク、為替リスク等）のほか、分散投資の観点、組合のニーズの有無等も考慮することとした。

Ⅲ. 新たに追加すべき有価証券にかかる検討

本検討会では、投資先として一般的であって投資家に着目されている資産のうち、上述「Ⅱ. 基本的な考え方」等も踏まえ、REIT（不動産投資法人）が発行する投資口（投資証券）及び外国債券について具体的に検討した。

1. REIT（不動産投資法人）が発行する投資口（投資証券）について

J-REITについては、過去20年及び過去10年におけるリスクリターンを検証したところ、過去20年ではハイリスクであったが、市場が徐々に成熟するにつれてリスクが収束してきており、過去10年ではミドルリスクの商品となっていると言える。また、J-REITは日々の市場価格で時価が変動するため株式市場の影響を受けやすく、価格変動リスクがあると言える。

私募REITについては、不動産鑑定価格をベースにその価格が決定されるため価格が安定している一方で、市場で取引されているものではないことから換金方法が限定的であり流動性リスクがあると言える。

しかしながら、J-REITについては、現行法令でも証券投資信託を通じれば購入でき、事実上そのリスクを保有することが認められている。また、私募REITの流動性リスクに鑑みると、組合が保有する資産のすべてをそうした流動性のない資産で運用することは適切ではないが、組合が保有する資産のごく一部を投資することを前提とすれば、流動性リスクの観点でもって私募REITを排除する必要までではないと考えられる。加えて、J-REIT、私募REITのいずれについても、主としてインカムゲインを目的とする投資家に対しては可能な限りリスクを減らすことが求められるため、複数の不動産を保有していることが一般的で、1棟単位で運営するというのではなく、分散が効いている。

他方、近年の市場の動向に目を向けると、リーマンショック以降、不動産やインフラ等のオルタナティブ資産に投資家の目が向いており、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）等もオルタナティブ資産への投資を増やしてきている状況にある。このように投資先が増えることにより、ポートフォリオ全体の健全性を図ることもできると考えられる。

これらに加え、一部の組合から、REITによる余裕金運用にかかるニーズが存在していることも踏まえ、REIT（不動産投資法人）が発行する投資口（投資証券）についても、余裕金の運用先として新たに認めても差し支えないと考えられる。

2. 外国債券について

個別の外国債券を購入することは、為替リスクがあり、そのヘッジ方法やリスク管理が相応に難しい。現行法においても外国債券に対して投資する証券投資信託の受益証券を購入することはできることから、分散効果の効いたインデックスのような投資信託での購入が望ましいと考えられる。

また、現状、組合から個別の外国債券の購入にかかる具体的なニーズが存在していないことも踏まえ、今回は個別の外国債券については追加を見送るのが適当であると考えられる。

ただし、将来的には、組合において、資産運用にかかるリスク管理態勢や利益相反管理態勢の整備及び投資顧問等の専門家の活用等が進んだ場合には、分散投資を前提として個別の外国債券の購入による余裕金の運用を認める余地もあると考えられる。

IV. 適切な資産運用に向けて

現状の余裕金運用にかかる実態としては、組合の理事がその職務一般に関し善管注意義務（中協法第35条の3、民法第644条）及び忠実義務（中協法第36条の3第1項）を負っていることを理由として、元本割れリスクのある金融商品での運用について抑制的に考えられてきたとの指摘がある。また、組合の理事は、その任務を怠ったことにより組合に損害を生じさせた場合には、組合に対して損害賠償責任を負うこととなる（中協法第38条の2）。

もっとも、特にインフレ（物価上昇）局面においては、資産を現預金として保有していると価値が目減りすることとなるため、資産運用においてはリスクを取らないこともリスクであり、特に共済組合においては、資産を現預金のみで保有することが必ずしも組合の適切な行動であるとは言えない。例えば、仮に年2%のインフレが20年間続いた場合、現在の現金100万円の実質的な価値は20年後には約3割減ることとなる。また、現在の預貯金金利を考慮すれば、預貯金で保有する場合でも資産価値の目減りを回避することは難しい状況にある。

元本の安全を図ることは確かに重要であるが、本来、資産運用には必ずリスクを伴うものであることから、組合が余裕金運用を行うに際しては、リスクを回避することではなく、リスクを思慮深く管理することが求められているものと解され、分散投資もそのひとつである。また、法令や定款等に反しない範囲で、組合の事業の目的遂行のために余裕金を運用した結果として損失が生じた場合であっても、理事の経営判断の決定の過程や内容に関して一定の合理性があれば、直ちに責任を問われることとなるものではないと考えられる。

加えて、利益相反を抑えることも重要であり、運用担当者が組合に不利益を生じさせる

ことを承知で私利を図る等、不適切な行動を取らないよう留意する必要がある。

また、組合には資産運用にかかる専門的な知識を備えた人材がいことが課題として挙げられるが、米国等では金融リテラシーが低い者は投資顧問等の専門家に委任することが一般的である。組合の事業や規模等、実情に応じて、専門家の活用についても検討していく必要があると考えられる。ただし、この場合にあっても、資産運用全体に関する企画立案（基本方針、収益計画やリスク管理計画の策定等）は組合が自ら行う必要があることには留意が必要であり、そのためにも、組合の理事及び運用担当者が金融リテラシーを高めることが重要である。

以上

事業協同組合等の余裕金運用に関する検討会 委員名簿

[委員]

<座長> 神作 裕之 学習院大学法科大学院 教授

川口 有一郎 早稲田大学ビジネススクール（大学院経営管理研究科）教授

佐久間 誠 ニッセイ基礎研究所金融研究部 主任研究員

鷹野 宏行 武蔵野大学経営学部会計ガバナンス学科 教授

菱沼 貴裕 全国中小企業団体中央会 政策推進部長

松尾 直彦 松尾国際法律事務所 弁護士

[オブザーバー]

国土交通省住宅局

[事務局]

中小企業庁経営支援部経営支援課

(敬称略・五十音順)

参考資料

1. 参照条文（現行の中小企業等協同組合法等）

○中小企業等協同組合法

（余裕金運用の制限）

第五十七条の五 共済事業を行う組合及び共済事業を行う組合以外の組合（信用協同組合及び第九条の九第一項第一号の事業を行う協同組合連合会を除く。）であつて組合員（協同組合連合会にあつては、会員たる組合の組合員）の総数が第三十五条第六項の政令で定める基準を超えるものは、その業務上の余裕金を次の方法によるほか運用してはならない。
ただし、行政庁の認可を受けた場合は、この限りでない。

- 一 銀行、株式会社商工組合中央金庫、農林中央金庫、信用金庫、信用金庫連合会、信用協同組合又は農業協同組合連合会、漁業協同組合連合会、水産加工業協同組合連合会若しくは協同組合連合会で業として預金若しくは貯金の受入れをすることができるものへの預金、貯金又は金銭信託
- 二 国債、地方債又は主務省令で定める有価証券の取得

○中小企業等協同組合法施行規則

第四百三十三条 法第五十七条の五第二号の主務省令で定める有価証券は、次のとおりとする。

- 一 特別の法律により法人の発行する債券及び金融債
- 二 償還及び利払の遅延のない物上担保付又は一般担保付の社債
- 三 その発行する株式が金融商品取引所（金融商品取引法第二条第十六項に規定する金融商品取引所をいう。第五号において同じ。）に上場されている株式会社が発行する社債（前号に掲げるものを除く。）又は約束手形（同条第一項第十五号に掲げるものをいう。）（事業所管大臣（企業組合にあつては、その行う事業を所管する大臣とする。第五号において同じ。）の指定するものに限る。）
- 四 日本銀行が発行する出資証券
- 四の二 株式会社商工組合中央金庫が発行する株式
- 五 その発行する株式が金融商品取引所に上場されている株式会社が発行する株式（事業所管大臣の指定するものに限る。）
- 六 証券投資信託又は貸付信託の受益証券

○中小企業等協同組合法施行規程

（社債等の指定）

第五条 規則第四百三十三条第三号に規定する事業所管大臣の指定するものは、取得時において信用格付業者（金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号）第二条第三十六項に規定する信用格付業者をいう。附則第二条において同じ。）により、B B B格相

当以上の格付が付与されているものとする。

- 2 規則第百四十三条第五号に規定する事業所管大臣の指定するものは、取得時の直前の事業年度における利益配当率が一割以上のものとする。