

## 第 86 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 26 年 10 月 23 日(木)13:00～15:30
2. 場 所: 帝国ホテルタワー15階 紫苑
3. 参加者: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員  
・清水委員 ・菅家委員 ・武田委員 ・水野委員

### 4. 議事要旨

#### (1)「基本ポートフォリオ変更について」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 新しい基本ポートフォリオへ移行するまでの間、乖離許容幅を超過することについて許容するということだが、どの時点をもって移行が完了したと考えればいいのか。

事務局 4つの資産クラスがいずれも許容乖離幅の範囲内に入った時点である。

委員 中心線に達するというのではないという理解でよいか。

事務局 そのとおり。

委員 「見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする」という記載について、投機的なものであってはならないのはそのとおりだと思うが、確度が高いものというのは、具体的に何が GPIF に求められているのか。

事務局 確度というのは数値化することはできないので、確信する度合いということだと考えており、例えば現在、アクティブ運用については  $\alpha$  に対する確信度が高いときのみ行うということになっている。

厚生労働省 この文言は社会保障審議会の専門委員会の報告書と同じ表現であり、市場予測等をきちんとした上で実施するというので、この文言が入ったと理解している。

委員 効率的なフロンティア曲線に近いポートフォリオの中から、財政検証で与えられている必要な利回り、運用目標を満たし、かつ、いくつかの指標に基づくリスク量が小さいポートフォリオを選定したことが重要な点だと思う。

また、移行に伴う市場への影響も考慮して選定したという観点も含め、今回のポートフォリオ選定の基本的なプロセスについて賛成である。

ただ、選定に当たり、2つの中長期の経済前提が用いられ、その両方のシナリオにおいて、先ほど申した条件を満たすポートフォリオを選定しているが、片方のシナリオでは、効率的で、よりリスクが少ないが、もう片方のシナリオで条件を満たさないポートフォリオは選定の対象から除かれている点が気になっている。

経済前提については、中長期的に1つのシナリオを当てるのは難しいため、財

政検証のプロセスでも複数シナリオで計算したということだが、基本ポートフォリオは1つの組合せを選ばなくてはならない。

現時点で、どのシナリオになるかを確定することは難しいが、確定することが難しい中では、市場基準ケースのもとで、効率的かつリスクが最小のポートフォリオを選択するのも1つの考え方ではないか。

政府の成長戦略の取組みにより、今後日本経済の成長力が高まる可能性はあるので、経済再生ケースを否定しているわけではないが、その蓋然性が高まってきた際に、改めてポートフォリオの見直しを検討すればよいとの考え方もあるのではないか。

委員 少なくとも5年ごとに基本ポートフォリオを見直さなければならないが、必要があれば、その都度見直すことになると思うので、状況を確認することによって、最適な方向に動くということもできると思う。

事務局 現状の中期目標上でも、急激な市場の変動があった場合には見直しの検討を行うように記載されており、我々としても新しいポートフォリオに移ったからといって、5年間固定するわけでは無く、必要に応じて見直しを行う。

委員 経済シナリオのどれになるかということについて運用委員会で議論をするのでは無く、経済の見通しについては1つのシナリオを決めずに、GPIFが状況を見ながら運用していくという理解でいる。

委員 今回は2つのシナリオを50%ずつ考慮したが、どちらに寄せるという予測は難しいので、この方法が妥当だと思う。

委員 そこは判断せず50:50で考える。

委員 どの程度シナリオから外れたら真剣に見直すのかを整理しておく必要はあるのではないか。

委員 それは一番根幹のリスク管理にも関わってくるので、5年に1度の見直しでは無く、適宜修正していくということを入念に入れておくことが必要だと思う。

委員 どの時点で警鐘が鳴るのか知っているといいのでは。

委員 ただ、警鐘が鳴るのは、おそらく良いケースではなく悪いケース。

委員 単年度で大きなロスが出たときに、そこですぐぶれるというのは信頼を損なうことに繋がると思う。長期的に見ているので2~3年マイナスでも、じっと耐えて、ポートフォリオの見直しをしないというような、我々のよりどころは確立していく必要があると思う。

また、我々が任期を終了し、次の委員の方へ交代するときに、そのような合意がなされているということはきっちり伝えていくべきではないか。委員が交代したときに何か起きて、前任の委員がどのように決めたか分からないという事態になるのはよくないと思う。それはガバナンス改革の話に繋がる。

委員 そのような意味では、書き物で残すということが重要で、投資原則としてそのようなことを組み込んでいくことが大事だと思う。

委員 よいシナリオと悪いシナリオを半々で織り込むより、敢えて警鐘が鳴りにくい

悪いシナリオをベースにしておき、そこから成長率が上昇すれば、警鐘は鳴らないので、その方が長期的視点で運用できると思い、意見を述べたが、議論を聞いており、今回の決定と今後の運用に際し、しっかりとした考え方と、その議論の過程をきちんと残していくことが重要と感じた。

(2)「建議案等」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

- 委員 今回、基本ポートフォリオを見直すと同時に、ガバナンス体制を強化していく。今の独立行政法人の下でできることを考えてやっていったらどうかということで建議を提案する。
- 委員 内容に特にコメントはないが、これまでも法的・制度的な制約の下で努力してきたと思う。今後、一段と強化してほしいということではないか。
- 委員 今、政府の方でもガバナンス体制の見直しを議論しようとしているので、この建議で終わりではない。政府の検討を待たずに今すぐできることについて、取り組めるものという趣旨を込められないか。
- 委員 GPIFの中には、法令等の遵守体制をみるコンプライアンス委員会の他、損失危機管理体制をみるための運用リスク管理委員会や、運営リスク管理委員会等の委員会もあり、監査室とは別に監事もいる。これらの既存の組織との関わりを整理しておくべきではないだろうか。
- 委員 現在の独立行政法人の枠組みの中で作られている体制が、まるで何もないような感じで読まれないように書き込む必要があると思う。
- 委員 加えて、GPIFの批判記事を見ると、必ず専門性のない人が集まっていると書かれるが、そんなことはない。今後更に強化していくということではないか。
- 委員 GPIFが方針を示す場合と、運用委員会として建議を出す場合では、どのような違いがあるのか。
- 委員 新しいポートフォリオ発表に際して、それに対してガバナンス体制の強化も考える必要があるから、運用委員会が建議するもの。
- 委員 基本ポートフォリオの見直しとガバナンス強化をワンセットで運用委員会から出すというのは、不自然なことではないと思う。
- 委員 今回基本ポートフォリオが見直されることによって、大きく変わる部分に対応するために、更なる強化を図ることは必要。例えばオルタナティブ投資が増えていくなら、その都度、専門人材の必要性が出てくるし、長い目で育成していくことも重要になってくる。
- 委員 これを運用委員会として建議することに大きな意味があると思う。つまり、予算や人員などガバナンスを強化する上で必要になってくる部分が必ずある。運用委員会からの明確な要望と考えてもらっていいと思う。

(一旦休憩後再開)

委員 建議案の改訂版を配ってもらったが、先ほどの議論の趣旨は大体反映されていると思う。

委員 投資原則・行動規範を定めるということについて、取り入れていただきたいこととして、まず、投資原則では、長期的に分散投資を行うということ。2点目は、受託者責任を果たすということをしちんと出しておくこと。3点目は、市場動向に左右されず一貫して長期にわたって投資をしていくということ。

それから、行動規範については法令遵守や、運用委員も含めた守秘義務、利益相反といった内容を定めていったらよいと思う。

(3)「中期計画変更案の承認について」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 中期計画案については、承認するか否かについて、運用委員会規則第5条第2項の規定に基づき多数決をとりたい。

議決に先立ち、本中期計画の変更案の承認に「反対」の立場から御意見のある方は、述べていただいて結構なので、御発言いただきたい。

委員 現行のポートフォリオと比べて、今回の変更案は明らかに大幅な変更である。

私は結果として導き出されたこの数字について、国民が理解し、納得することはないだろうと思っており、その意味において、年金制度に対する信頼を揺るがしかねないということで、反対をさせていただきたい。

今回は、財政検証あるいはそれに至る専門委員会の報告が大きな前提条件として示されて、その枠の中で議論されてきた結果、このような結論に至ったと私としては理解をしている。その専門委員会は、聞くところ 17 回のうち数字の議論が行われたのはたった 3 回だというし、そもそも元となっている内閣府試算の経済再生ケースは政府の政策目標に近い。そのような意味で、専門委員会で独立した議論が行われてきたとも理解していない。

なお、運用委員会として何らかの手続的な瑕疵があったとか、議論の仕方が間違っていたということではないということは付言しておきたい。

委員 それでは、本案の承認に賛成の方は挙手願いたい。

(7名挙手)

本案の承認に反対の方は挙手願いたい。

(1名挙手)

委員 賛成7名、反対1名よって、賛成する委員の数が過半数なので、本案については当委員会として承認することに決まった。

(4)「建議案承認について」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 先ほど議決した中期計画について、国民に対する説明責任の重要性は非常に重いと考えている。我々が基本ポートフォリオを見直す背景として、決して株価対策のためには無いということ、そして、今回の選定のプロセスや決定の理由、さらにはリスク管理体制の強化を進めていくことの重要性を国民に説明していくことを前提に、受給者及び国民に将来必要な積立金を残していくとの思いから、議決に臨んだ。

したがって、運用委員会で議論を重ね、議論を尽くしたことも含めて、国民の信頼が得られるように丁寧に分かりやすく御説明いただきたい。

委員 ウェブで流すだけでは無く、テレビも含めて、活用できるものは活用していただきたい。

委員 それでは、本建議案について、賛成の方は挙手願いたい。

(全委員挙手)

本件議案については、全委員に了承いただいたということで、本日付で年金積立金管理運用独立行政法人理事長あて、建議する。

事務局 しっかり受け止めさせていただく。

(5)「運用委員会規則改正(案)」について  
質疑等は無かった。

(6)「平成26年度計画の変更について」及び「管理運用方針改正(案)」について  
質疑等は無かった。

以上