

第 39 回運用委員会議事要旨

1. 日 時:平成 22 年 6 月 22 日 (火) 10:00~11:55

2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 参加者:・植田委員長 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・宇野委員 ・小幡委員
・草野委員 ・佐藤委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議事要旨

(1) 平成 21 事業年度 財務諸表 (案) について

(2) 平成 21 事業年度 業務概況書 (案) について

事務局より平成 21 事業年度財務諸表 (案) 及び平成 21 年度業務概況書 (案) について説明が行われた後に、経常経費等に関する質疑等が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委 員 経常経費が資産運用業務費と一般管理費に分かれていて、給与手当がそれぞれに計上されている理由は何か。

事務局 経常費用の区分は独立行政法人会計基準のひな形に準じて行っている。資産運用業務費の給与手当は運用業務に携わっている直接部門、一般管理費の給与手当は間接部門のものであり、実際の配置に合わせて計上している。

委 員 各勘定を法人単位にまとめた表があるが、約 9 兆円を未収金と未払い金で消している。これは何を意味しているのか。

事務局 当法人では、総合勘定で合同運用し、実現された収益は、厚生年金勘定、国民年金勘定、承継資金運用勘定に分配される形になっている。ここでの未収金はこの分配金である。

(3) 平成 21 事業年度業務実績評価シート (案) について

事務局より平成 21 事業年度業務実績評価シート (案) について説明が行われた後に、評価の進め方等に関する質疑等が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委 員 業務実績の評価を行う厚生労働省の独立行政法人評価委員の中には運用の専門家でない方もいるのか。また、この評価の後に、総務省でも評

価を行うのか。

事務局 厚生労働省の評価委員には、ファイナンス理論の学者でも実務家でもない方も含まれている。なお、いわゆる二次評価を総務省が行う。

委員 自己評価というのは非常に大事なことだと思うが、正直に言って、物すごい労力をかけた割に効果はあまり上がらないと思う。

(4) 外国債券パッシブ・外国株式パッシブ運用受託機関の選定（第1次審査結果）について

事務局より外国債券パッシブ・外国株式パッシブ運用受託機関の選定に係る第1次審査結果について報告が行われた後に、質疑等が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委員 今回の見直し対象である外国債券・外国株式については、パッシブ運用の枠の中でマネジャーをどうするか議論するものであり、アクティブ・パッシブ割合の議論はアクティブ運用の見直しの際に行うとの理解でよいか。

事務局 これまでもマネジャーストラクチャーの見直しを行う場合、方針を決める段階で運用委員会においてご議論頂いている。

今後も引き続き、アクティブ、パッシブの割合も含めてストラクチャーをどうするのか議論頂くものと考えている。

なお、外国株式アクティブは見直し後1年弱であり、今回はパッシブ運用機関の見直しを行うことが目的である。

委員 年金資産という国民の大事な資金を委託することから、運用機関として、その運用についてCEOとCIOの間で齟齬がなく受託者責任を果たすことで一致しているか等を判断する必要があると思うが、どのようにそうした点は判断するのか。

事務局 運用能力と手数料の水準を総合的に勘案しつつストラクチャーを考慮して選定することになるが、ご指摘のように経営トップの考え方等も重要な要素と考えている。3次審査では現地でCIOあるいはCEOから話を伺う機会もあるので、その機会に社としての考え方も確認したいと考えている。

(5) 運用委員会議事録の公表について

前回に引き続き議事録の公表時期等についての質疑等が行われ、委員会開催後7

年を経過した後に公表すること等を内容とする「運用委員会規則」の改正及び「運用委員会議事録作成及び公表要領」の制定が決定された。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委員 議事要旨の書き方は、議事進行がわかりやすくなるようもう少し考える余地があるが、ある程度丁寧に要約されていれば、国民に委員会審議の内容を速やかにお伝えするという目的は十分達成される。その後、しばらく時間を置いて発表される議事録でその要約が適切であるかが証明されるというようにすればよろしいのではないか。

委員 議事録を公開する目的が国民にできるだけ早く議論を知ってもらうことであれば、早く公表をしたほうがいいと思うが、一方で日銀の政策委員会議事録のように、歴史的に記録をとっておくことを重視するのであれば、一定の期間を置いて発表せざるを得ないと思う。また、今後大臣の意向等もあって、この運用委員会でもっと突っ込んだ議論をなささいということになれば、早く出すと問題が出てくる可能性が多分にある。事務局から提案のあった7年後又は10年後の公表についてはどちらでもいいが、一つの記録として議事録はしっかり取りつつ、影響を考慮して一定期間後に発表することにならざるを得ないのではないか。

委員 議事録というものが逐語形式なのであれば、公表すると委員の発言に制約が生じるということや、市場に与える影響力等を考えると、一定期間を経た後に公表すべきと考える。前回申し上げたような1カ月といったタイミングではないとは思っている。また、議事録の記載内容如何により公表時期も変わるのではないかと考える。

委員 議事録には言ったことはきちんと書くことを前提に、それが出たときに世の中に差し障りのないタイムフレームはいつなのか議論する必要があるのではないか。

委員 日銀の議事要旨及び議事録の公表のされ方を見ていると、議論の骨格を示すことは議事要旨で概ね済み、議事録によって議事要旨の信頼性の担保と個々の発言者の開示がされるという形になっている。

議事録は本当に差し障りがあることは合意の上で削除するとしてきちんと書く、議事要旨については多少工夫の余地があるのであれば今後検討するとした上で、議事録の公開時点は5年後なのか、7年後なのか、10年後なのか、少し長めのスパンで考えるということではないか。

委員 10年後又は7年後の公表のタイムフレームについて、考え方はどのようなものか。

事務局 15年、20年といった期間は長すぎるが、中期計画期間あるいは理事長

の任期が5年であることから、5年を超えることが適当と考える。その場合、10年が節目であるとする案があるほか、第2期中期計画の基本ポートフォリオ策定に向けた議論を始めたのが第2期中期計画開始の1年半ぐらい前からであり、それを考慮して2年間は余裕を設けることとして7年とする案もある。

委員 基本的に7年というのは比較的良好と考えられた案だと思う。例えば5年で出てしまうと、前回の中期ポートフォリオを検討していたときに、ヘッジファンドに投資をするということに積極的だったのは誰なのか、消極的だったのはどの委員なのかが出てしまう。当該委員が委員を続けていた場合には、公表された議事録をもとに、業者からの働きかけがあったり、あるいは新聞記者から今度はどうかと事細かに探られる可能性が出てくると思う。そういう目的に使われないという意味では7年というのはいいと思う。

委員 運用委員の個人的な問題を重視するということだと任期とリンクするという考え方になると思う。日銀の場合は審議している委員の任期が5年で、再任が仮にあったとしても10年後であれば困ったことは起こらないということであるが、今回そういうことではなく10年にする必要はないのかもしれない。しかし、5年以上とすれば、その間で7年というの、ある意味で合理的な話ではないか。

委員 委員についてマスコミとの接触の仕方に関するルールは何かあるのか。
事務局 委員には法律上守秘義務がある。

委員 7年で困らないのであれば、早めにとという意味で7年でいいのではないか。

委員 7年で構わないと思う。また、議事要旨については、例えばこの議題について、事務局から説明があり、委員からこういう質問ないし意見があって、事務局からまた応答があったという形にしたほうが、普通の人を読んで議論の方向がよくわかるのではないか。

委員 それでは7年後の公表とするとともに、その前提で運用委員会規則や公表要領の案については事務局の案とし、議事録の公表は前回の委員会の分から行うということにしたい。

(6) エマージング株式について

事務局より、エマージング株式を巡る状況や主要論点等について説明が行われた後に、エマージング株式への投資の位置づけ、その導入に当たっての課題等について質疑が行われ、今後、更に検討を重ねることとなった。質疑等の概要は、

以下のとおりである。

委員 一つは、エマージング株式については、収益機会の拡大を図るのが目的ということだが、分散投資の拡大により投資効率の向上を目指すという考え方を基本に据えたほうがいいのではないか。

もう一つは、G P I Fの枠組みの中で外国株式の位置付けとしてはアクティブ運用ということになるのかもしれないが、結局エマージング株式については、恐らく運用機関に評価ベンチマークと異なるベンチマークを与えるのだと思う。そうするとミスフィットリスクをG P I Fが取りに行くということになる。また、異なるベンチマークを与えた先の運用についてもアクティブ運用もパッシブ運用もあり得るという構造を少し整理する必要があるのではないか。

委員 エマージング株式について、以前に投資すべきかどうかという議論されているのか。また、基本ポートフォリオに結局入れないということになった理由は何か。

事務局 昨年の運用委員会で、基本ポートフォリオのアセットクラスについての議論の中でエマージング株式についてもご議論いただいた経緯がある。

基本ポートフォリオに入れるかどうかについては、入れるべしという意見と、慎重にすべきという意見があったが、結果的には基本ポートフォリオとしては入れないけれども、実際に運用をする段階で検討課題としたらいいのではないかという議論となった。そういう経過があつて、本日、議題としてお示しした。

委員 事務局からは、エマージング株式への投資の目的について、収益機会の拡大を図ることのほか、国際分散投資等の面も考慮すべきかどうかとも検討事項である旨の説明があったが、その違いは何か。

事務局 収益の拡大については、エマージング・マーケットが占めるウエイトとかプレゼンス、そこに着目をして β を取りに行くという考え方である。

一方、分散投資等については、どのぐらいの割合でどうしていくことが、基本ポートフォリオ全体にどういう影響を与えるのかといった議論である。今回はまずは β として取りに行くのが主眼ではないかということで整理した。したがって、今回は外国株式9%の中での投資対象の拡大というところに着目をしてはどうかということである。

委員 現在も若干なされているエマージング株式への投資は、どういう考え方で行われているのか。

事務局 アクティブ運用機関に基本ポートフォリオが想定しているのと同じ先進国のベンチマークをマネジャーベンチマークとして与えている。運用

機関の一部において、エマージング株式を活用することにより先進国の指数に勝つという考えで投資しているのが、現行の方式である。

委員 エマージング株式については、将来かなり世界におけるウエイトが高まってくることを考えると、G P I Fの運用対象の中に加えていく必要があると感じている。問題はタイミング、あるいはどういう形で入れていくかである。そもそも非常にこういうマーケットのサイズが小さいところに運用対象を広げようとする、常にG P I Fが直面する問題は、G P I Fが期待するような流動性、マーケットサイズがないということではないか。

だからといって、ある流動性が達成されてから入ることになると、貴重なリターンを稼ぐ機会を失うことになるので、可能な範囲の規模に限って少しずつ運用のノウハウを高めていくという狙いで外国株の一部でそういうことを行うこと自体は前向きに検討してもいいのではないかと考える。

なお、今回の説明にあった流動性あるいは取引コストについては、先進国のマーケットでの運用コストとの対比でいくと、非常に小さめに出ているような感じを持っている。この数字が計算された前提や、どれぐらいこれを判断の基準にしているものかどうにかについて、もう少し詳しいご説明をいただきたい。

事務局 数値は、外部機関に依頼して行った調査研究報告書に基づくものであり、詳しく確認して報告したい。

委員 MSCI Emerging の流動性については、良いときと悪いときの差が非常に大きいという特徴があるので、実際に実行する段階では、流動性の水準を常にきちんと計測する必要がある。

また、エマージングに入るのに、ローカルのマーケットにいきなり投資するのか、ADRのようなものを発行しているエマージング諸国の銘柄を中心に徐々にエマージング・マーケットのエクスポージャーを取っていく方法もある。入り方について、詳細な検討をしていただけたらいいかなと思う。

委員 今現在やっているエマージング株式の投資について、そのパフォーマンス等のデータはあるのか。

事務局 どういう形でお出しできるか、工夫してみたいと思う。

委員 次回以降、議論を継続してまいりたい。

(7) リスク管理状況等の報告（平成 22 年 4 月）

事務局より、リスク管理状況等（平成 22 年 4 月）について報告した後に、資産構成割合の基本ポートフォリオの乖離等についての質疑等が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委員 リスク管理状況とともに、業務概況書にアセットミックスの乖離の状況が掲載されているが、昨年度は多少乖離が大きい月があるが、これは意図的だったのか。アセットミックスが 2~3%ぐらつぶれると最終的な資産配分効果に影響してくるので、この辺りについてはどのように考えればよいのか。

事務局 一番大きな乖離としては国内債券が期初に 3%ポイント以上オーバーウェイトであったが、これは意図的ではなくて時価ぶれによるものである。なお、意図的と言い切れるかどうかわからないが、キャッシュアウトや財投債償還金等があることも認識し期初のオーバーウェイトについては判断をしたということではないか。

委員 今後、乖離許容幅の中でもう少しリバランスをすることにするかどうかは多分議論のポイントになると思う。

委員 乖離許容幅の意味はかなり人によっても捉え方が異なり、そこで積極的に収益を目指すべきだという人と、ある程度自然体でリバランスを中心にやっていくというのといろいろあると思う。これをどのように説明していくかは結構大きなポイントになっていくのではないか。