

## 運用委員会（第 107 回）・ガバナンス会議（第 9 回）合同会議 議事要旨

1. 日 時：平成 28 年 6 月 30 日（木）14:30～16:30

2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 大会議室

3. 参加者：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・大野委員 ・加藤委員  
・菅家委員 ・武田委員

### 4. 議事要旨

#### （1）「議長の選任・議長代理の指名」について

ガバナンス会議議長については、運用委員会規則第八条の二第四項に基づき各議員の互選により、清水議員が議長に選任された。

また、清水議長が、ガバナンス会議実施細則第二条第二項に基づき、佐藤議員を議長代理に指名した。

#### （2）「運用委員会規則の改正（案）」について

運用委員が運用受託機関等の顧問又は評議員に就任することを制限すること等を内容とする、運用委員会規則の改正が了承された。

#### （3）「平成 27 事業年度財務諸表（案）」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 1 年間の資産の運用損益がマイナス 5 兆 3,000 億円余ということになっているが、この数字が後ほどの議題にある業務概況書の数字になるという理解でよいか。

事務局 この決算は独立行政法人の会計基準に拠っているが、業務概況書は国際会計基準を使っている。わずかに数字の差は出るが概ね一緒である。

委 員 経常費用の増加は、基本的には管理運用委託手数料の増加によるものであるとのことであるが、その評価は。

事務局 平成 26 年 10 月に基本ポートフォリオの変更をした結果、国内債券からフィーの基準の高い株式等への資産へのシフトほか複合的な要因がある。

#### （4）「平成 27 年度業務実績評価について（案）」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 1 年間の運用損益を含む結果が、業務実績評価に直結していないのは、国民は疑問に思うのではないか。

事務局 この仕組みはもともと評価者たる厚生労働大臣から、予め示された評価の視点に沿って評価を行うことになっている。

確かに絶対パフォーマンスではマイナスであるが、評価の尺度は、資産ごとのベンチマークに対して超過収益がとれているかであるので、仮にマイナス収益であったとしてもそこに超過収益がとれていれば、そこは評価すべきだという考え方である。

委員 昨年10月の外国債券のマネジャーストラクチャー見直しによる資産移管期間中に、チャイナショックで機動的にリスクを抑制することができなかったとの記載がある。本来は、予めリスクを考慮して企画しなければならなかったのではないか。

事務局 先ほどの絶対リターンに対する評価については、基本的には、基本ポートフォリオで絶対収益のほとんどが決定されるので、基本ポートフォリオそのものを毎年評価することを意味する。一方で、運用機関の場合はベンチマークからの乖離によって運用成績を評価することが一般的であり、GPIFであれば乖離幅の活用やマネジャーの選定に対する成績で評価されるのだと思う。

その点で、マネジャーストラクチャーに対する御指摘については、規模的にも機動的に動けない現実があるものの、タイミングの分散等の反省はある。しかし、この点に限ればマイナスに寄与しているが、プラスに寄与した内容もあり、1年間の全体の結果ではゼロである。

委員 ポートフォリオを変えて、リスクも以前よりとっている。環境変化やイベントリスクは常に起こるという前提で行うべき。運用の巧拙に関わることであり、重く受け止めなければならない。

事務局 絶対リターンの評価については、7月29日の記者会見で理事長自ら説明し、質問に丁寧に答えていくということをしていきたい。トランジションでのマイナスは、実績評価の中で、反省すべき点を挙げて書いたが、全体の超過収益率はゼロとなった。ブレグジットを始め、様々なイベントのたびに緊急で集まって適切な対応ができたかどうか検討する体制をとっている。引き続き、イベントに気を付けていきたい。

委員 逆に良い取り組みがあれば、せっかくであれば記載した方が良いのではないか。

事務局 厚労省に提出する資料にはプラス面もマイナス面も、理由を含めて記載しているが、本日の説明用の要約表では字数の制限の関係上、マイナス面のみを取り上げた。

委員 評価というのは重要だと思うが、パフォーマンスの話と、体制整備の話等が一緒になっており、それらを明確に分けて評価した方がよいのではないか。

委員 評価については、市場環境と運用結果とを分けることに加えて、運用方法とその結果と、リスク管理やその実施体制とを分けて評価する必要があるのではないか。

委員 トランジションでのマイナスは、リスク管理の項目で評価すべきではないかとの印象を持った。

委員 「管理及び運用能力の向上」について、高度専門人材7名採用したこと等でA

と評価しているが、採用の効果が出たところでAにした方がよい。

(5)「保有銘柄の開示方法（第2回）」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 海外の年金基金を例に見ても、結構充実しているとの印象を受けた。仮に、G P I F が情報開示を海外と異なる基準で開示するのであれば、その理由を明確にして説明する責任がある。

理由として、投資行動が予測されてしまうといったことを挙げているが、具体的な例がないと、何か隠しているのではないかという疑念を増幅させかねない。

また、開示項目の案には幾つか問題がある。例えば、株式では保有割合は企業に対する影響力をモニターする観点から重要である。簿価と時価を比較することでG P I F の投資行動を国民目線で評価できるようにすることも重要。これは、債券にも同じことが言える。

委員 年度結果と同時に全面開示が、最もシンプルで透明性がある一方、マーケットインパクトや特に小型株に対するインパクトをもう少し考慮し、関係団体からの細かな意見を酌み取った上で開示方法を提示するのも良いのではないか。

委員 G P I F が海外の年金基金と異なるのは、国内株式市場の占有率が非常に高いことで、関係団体でも意見が分かれているのではないかと思われる。

最終目標はおそらく全面即時開示であるが、開示する項目も含め、時間をかけて出すことでも構わないと思うので、まずは実験的に開示してみるのも良いのではと感じる。

委員 その場合、インパクトをどのような手法で評価するのか。

委員 市場に対するインパクトを評価するのは、いわゆるイベントスタディというやり方がある。何らかの事前に推定される株価の変動と違う変動が起こっているかどうかを推定する手法。

委員 市場へのインパクトの問題もあるが、情報開示の目的は最終的には国民の利益ということだと思うので、そこはやはりきちんと国民が納得するものにしていただきたい。

委員 理想的には全面開示があるべき姿ではあるものの、何も起こらないということは恐らくないと思われる。いろいろと意見を伺いながら段階的に行うことも方策としてのひとつであるのではと感じる。

委員 オルタナティブ資産についても開示されるのか。

事務局 オルタナティブに関しては、投資信託受益証券という形で投資をしており、インフラは外国債券に、プライベートエクイティは外国株式の欄で開示される。

事務局 関係団体間でも意見が分かれているが、G P I F の場合は圧倒的に国内でシェアが高いので、特に実務をやっている立場からは起こり得る事象の不安も多分あり、正直無視できない部分もあるので、次回の運用委員会までに、丁寧な手続き

を踏んで原案を考えていきたい。

(6)「10年のあゆみ(平成27年度業務概況書(案))」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 運用結果の巧拙は、大部分はポートフォリオで決まると言われているが、リーマンショックを挟みながらもこれだけの結果を出せたことについて、25年間のスパンでつくられるポートフォリオの内容に対する評価という視点でこの10年間の総括が示されるべきではないか。

委員 冒頭ではまず、国民目線で書く必要があると思う。運用の実態ということだけではなく、年金制度全体の中でのGPIFの位置づけを少し触れておく必要があるのではないか。

委員 過去10年間で、これだけ年金資産が増えましたという数字だけでなく、将来の100年間で年金運用が年金制度全体の中でどのような役割を果たすのか、メッセージを伝える記述をしてほしい。

委員 研究者からの観点からも、今回の結果を数値データとして提供可能であれば、GPIFのホームページからエクセルファイルでダウンロードできるようにご検討いただきたい。

(7)「投資におけるESGの考慮について～現状と課題～」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 規模の大きいGPIFが、ESG投資をすることは極めて意義のあることであるので、是非とも進めていただきたい。また、インデックスを検討することで、基準となるポートフォリオをつくるとことも大変意義があると考えている。

ただ、超過リターンを得るというところを最初から明示的に強く出してしまうと、誤った方向にいつてしまう可能性があり、あくまでも株式市場からリスクプレミアムを持続的に取得することを目的であることに注意していただきたい。

委員 超過リターンを得るというよりは、受益者の利益を損なうことのない形でESGを促進するほうが実態に合うと感じられる。

委員 アメリカでESGを熱心にやっている公的年金などは、基本的にマーケット平均を毀損しなければ意義があるのだという結論を出しているところが多い。結果的に、株式市場・資本市場が持続的成長をすることでリターンが得られる。アクティブにアルファを狙うものもあって良いと思うが、最初からマーケット平均に勝つインデックスという話をすると、違った方向にいきかねない。

委員 GPIFが研究を持続するにあたり、何を指すかというところはもちろん、中立な研究及び透明性のある調査に基づいて決めていく必要がある。

以上