

## 運用委員会（第109回）・ガバナンス会議（第10回）合同会議 議事要旨

1. 日 時：平成28年9月1日（木）10:00～12:00
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 ・加藤委員 ・佐藤委員  
・菅家委員 ・武田委員

### 4. 議事要旨

- (1) 「平成27年度における「投資原則」の実施状況」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 投資原則の実施状況のレビューについて、今後はどの程度の頻度で行うことを考えているのか。

また、運用資産全体の収益率と複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析における「その他要因」の資産ごとの数値を足し合わせたものと合計が一致しないのはなぜか。

事務局 投資原則の実施状況のレビューは今回初めて実施したが、年度の決算の数値がベースとなることから、年度末の数値が固まったタイミングで報告させていただきたいと考えており、最低、毎年度1回は実施していくことを考えている。レビューの頻度については、年度途中では把握できないデータがあることや長期的な観点から行っている運用であるということも踏まえて、運用委員会の場で御議論いただければと思っている。

また、「その他要因」の数値については、資産全体の数値は修正総合収益率で算出しているが、資産ごとの数値は資産の出入りの効果を排除した時間加重収益率で算出しているため、その差が「その他要因」に現れてくることによるものである。

委 員 最低限、年度に1度はこのようなレビューをお願いしたい。

委 員 平成27年度寄託金の償還及び年金特別会計への国庫納付に関して、予算と実績が大きく乖離しているが、この要因は何か。

厚生労働省 主に厚生年金基金の解散に伴う臨時的な代行返上があったため、予算で想定していたものと実績が異なったためである。

委 員 国内債券と外国債券のトラッキングエラーに関して、推定トラッキングエラーは大きく、実績はさほど大きくなかったわけであるが、推定トラッキングエラーをリスク管理の目的等に利用するのであれば、乖離が大きすぎるように思えるので、何らかの対応を考えた方がよいのではないか。

また、執行のタイミング等の評価については触れられていないが、GPIFのような資産額が大きい機関投資家では重要になってくるので、そのような評価につい

でも検討した方がよいのではないかと。

事務局 トラッキングエラーの管理については、昨年の外国債券のマネジャーストラクチャーの際に、以前よりもトラッキングエラーをとった運用が想定されるマネジャーを分散投資の観点から多く取り入れることで、内部でどのような管理をすべきか議論を行い、推定トラッキングエラーについては目途値を導入して管理している。

また、資産の購入・売却といった執行のタイミングの評価については、明確な管理及び評価ができていないので、検討させていただきたい。

委員 外国株式アクティブの自家運用で大きなマイナスの収益率が計上されているが、これは何か。

事務局 オルタナティブ資産のプライベートエクイティを、外国株式自家運用のアクティブとして計上しているものであり、内容は投資信託受益証券というカタチで保有しているもの。このマイナスは、プライベートエクイティ投資における J カーブ効果によるものである

委員 スチュワードシップ・コードに関して、コスト等から考慮しても、この活動はパッシブ運用機関に関してはなかなか難しいところがあるのではないかと感じる。エンゲージメント対象企業の絞り込み等の工夫といったことが挙げられているが、どんなことが可能なのか。

事務局 GPIF としては、パッシブ運用機関にも議決権の行使をお願いせざるを得ないという状況にあることから、パッシブ運用機関に対してもスチュワードシップ活動をお願いせざるを得ない。

そのような中で、パッシブ運用機関側にどのような対応が考えられるのか提案してほしいと申し上げており、例えば、エンゲージメント対象企業を絞るといったやり方や、どこかに助言を受けながら行うといった方法があると思われる。費用についても、提案内容とそのコストに説得性や整合性があれば、当然、我々もそれに合わせて再検討をしていくことになる。

委員 その絞り込み、あるいは議決権の行使に関して、外部に助言を求めることで意見が一樣になってしまい、投資家の意見の多様性が失われてくるというような懸念があると思われるので、その辺は何か工夫をしていただきたい。

事務局 投資家の意見の多様性が確保できるよう、パッシブ運用機関からの提案に期待したい。

## (2) 「国の委員会組織における審議参加の制限等の状況」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 例として挙げられた審議会には、過去に新聞報道等で疑念を持たれたケースがあり、それぞれの審議会で透明性を確保するルールづくりがされた経緯があったと思われる。予め、透明性を確保するためのルール化を図るべきである。

運用委員による自己申告を委員会がどのように共有するのは検討が必要だが、少なくとも年に1度、委員が自己申告を行う必要があるのではないかと思う。

委員 我々の行動規範は、ルールベースではなく、考え方や哲学を示し、それに基づいて外部から疑念を抱かせないような行動を促すプリンシプルベースである。ただ、海外の例を見ても定義や疑わしい場合の照会先や手続きを明確に定めていることもあり、必要があれば、我々の行動規範の中に利益相反という項目をもう少し書き込んでガバナンス会議で審議し、最終的に運用委員会に報告して結論を出すべきではないかとの印象を持った。

委員 例として挙げられているものを踏まえると、運用委員が企業から受け取った報酬などである一定以上の利害関係がある場合は必ず申告をするということが適切ではないか。また、規律性を持たせるのであれば、公表することもあるのではないか。

委員 運用委員会の審議においては個別企業の名称は伏せられていることを踏まえると、個別に対応する細かいルールまで作成する必要はなく、原則を決めて、報告の経路を明らかにした上で年に1度、委員会の中で情報共有するということとし、それを個別に公表することまでは不要ではないか。

大学が金融機関などから研究費の助成を受けることは実際にあるが、この場合も個別というよりは、むしろ学部で代表者が助成をいただくケースが多く、運用委員の個人的な活動にかかわっていなければ、それも特に申告する必要はないのではないか。

委員 個別の金融機関の利害にかかわるような意思決定を我々運用委員会の委員がするわけではないので、今回挙げられた審議会の例とは性格が異なるのではないかと思う。将来に起こり得る事態に備え最低限のものは用意する必要があると思うが、先ほどの海外の事例のように多額のコストをかけてまで大量の行動規範を作ることには疑問がある。

委員 個別企業のための議論の有無ということに限らず、運用委員会の場で議論された重要な情報が個別企業にフィードバックされるという可能性も考えられることを踏まえると、やはり疑念を持たれないようにしておくことが必要ではないか。

したがって、プリンシプル・ベースだけでなく、少なくとも年に1回、自己判断ではなく客観的な状況について、何らかの共有する手法を考えていただきたい。

事務局 運用受託機関の選定過程や手数料水準については個別企業の固有名は出てこないが、中期計画においても、事前に運用委員会の審議を経ることとされている。

委員 本日の議論を踏まえ、運用委員に対する金融機関からの研究助成や寄附に関して、事務局に今後の議論の進め方の整理をお願いし、本件については引き続き議論をしていきたい。

委員 海外の事例のように、大量の行動規範を作らなくても、昨年来実施している運用委員による行動規範の自己点検を活用する方法もあると思う。

(3)「業務方針の一部改正」について  
質疑等はなかった。

(4)「平成 28 年度第 1 四半期運用状況」について  
主な質疑等は以下のとおりである。

委員 最後の理事長コメントの最後の 3 行はそのとおりだと思うが、例えば、ベンチマーク収益率を見ても日本株式の一人負け状態であり、今の状況の中でどういう工夫をしていくのか。長期的な観点でというオウム返しだけでは、なかなか国民の意識に合わないことも事実だと思うので、この点に関してコメントがあればお願いしたい。

事務局 どのようなことを国民の皆様へのご理解いただくようにしていくかは非常に大切なことだと思っているので、継続的に四半期ごとの状況についてコメントしたいと考えている。

併せて、年度の実績公表の際には過去の結果も含めて詳細にコメントをしていくということで御理解をいただければと思っている。

委員 理事長コメントが今回、タイムリーに公表されたことについては非常に良いことで、今後もコメントが出されているということ自体、国民に伝わっていくことになるのではないかと思う。

今回、利子・配当収入を載せたことに関して、投資先の株主優待についてはどのように対応しているのか。

事務局 ツイッターで既に発信しているが、資産管理機関において株主優待券など売却可能なものは売却を行って収益化し、売却が難しいものはチャリティーに寄付するなどの対応をとっている。

(5)「資産構成割合の管理状況等」について  
質疑等はなかった。

(6)「リスク管理状況等の報告」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 CVaR について、数値を踏まえた対応基準のようなものは何かあるのか。あるいは、単にモニターしているということなのか。

事務局 これまでは、モニタリングの域を超えてはいない。これは後追いでチェックするバックサイドのリスク管理であるが、GPIFとしては海外の年金基金も含めて、モニタリングからミドル、フロントと一体化して運用するリスク管理手法について研究しているところである。

(7)「GPIFにおけるオルタナティブ資産への投資手法の追加(LPSへの出資)」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 本件は株式保有ではないということで、GPIF法も変えなくともよいということか。

厚生労働省 GPIF法には株式の売買を禁じるという規定があるが、リミテッドパートナーシップについては、投資信託等と同様にGPIF自身が議決権行使や個別銘柄選定に関与する仕組みではないので、その点は法律が禁止している対象ではなく、GPIF法を改正するという議論ではない。

委員 「50%以上を持たない」ということは、法律的にどのような効果があるのか。

厚生労働省 年金部会での議論を踏まえ、要件を加えているというだけであり、法律上の要請があつての要件ではない。

委員 透明性の確保ということで、運用委員会への事前及び事後の報告を行うと書いてあるが、括弧書きで「一定規模以下の場合」はあるが、この点はどのように決められるのか。

厚生労働省 この件は、政令等で決めるものではなく、業務方法書等で決めることだと思っている。一定規模以下の場合はどうするかという点については海外の事例やGPIF執行部の意見も聞いた上で、御相談をさせていただくような形になると考えている。現時点では、まだ具体的な数字は決まっていない。

以上