

第3回経営委員会議事概要

1. 日 時：平成29年11月1日（水）16:15～18:15

2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 大会議室

3. 出席委員：・高橋理事長・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員
・古賀委員 ・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員

4. 議事概要

議事に先立ち、議事概要（10月2日開催分）の公表について承認を得た。

【議決事項】

「報酬等及び給与等の支給の基準の変更について」

報酬等及び給与等の支給の基準の変更案について、人事院勧告を踏まえた国家公務員給与法の改正等の内容に変更が生じないことを前提条件として議決を行い、10名の全委員の賛成により承認された。

委 員 人事院勧告のとおりに行われなかったことは過去にあるのか。

執行部 東日本大震災の年に勧告のとおりに行われなかったことがある。

委 員 現在は法案の成立前であり、予定としての決議になる。今回はこれでよいと思うが、今後のことを考えると、経営委員会の日程のあり方や、例えば権限を理事長に委譲するなど経営委員会として方向づけをしておいたほうがよいのではないのか。

委 員 賞与は、等級や勧告などで決まるのか。非常によいパフォーマンスで目標を大きく上回ったことなどは勘案されないのか。

執行部 人事評価制度を設けており、賞与に反映する仕組みを導入している。

委 員 人事評価は本人にもわかるのか。

執行部 給与明細に表示するほか、フィードバック面談を実施している。

委 員 私もこれでよいと思っているが、国が上げていない状況で先取りして上げるとするのは余り好ましいやり方ではなく、先ほど他の委員のご意見もあったが、できるだけ避けたほうがよい。例えば、後で決議をして、12月分の報酬部分についても追給するという手だてもあり得るのか。

執行部 支給日も含めて職員組合と交渉しなければならないため、このような取り扱いとしている。

【審議事項】

「コンプライアンスに関する主な規程について（第2回）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 金融取引はよくわかるが、経営委員会の決定権限もなければ、取引が行われていることすら知らない内容についても、親会社も含め利害関係者になると読める。それは世間の常識外ではないか。前回、執行部からもそこまで入れるのは常識ではないという意見があったし、常識外だと思う。

委員 利害関係者は、職務として携わる事務の相手方のうち、契約を締結している事業者とあるので、経営委員の職務として関わりとするとご発言のような例は該当しないのではないかと。一つの考え方だが、管理運用に関する利害関係者とその他の契約の当事者を分けて考えるという考え方もあるのではないかと。

委員 最初の出発点としては、グループ会社をどうするかというのが大きな論点だと思う。例えば、Aという会社が GPIF の運用受託機関であり、その A の親会社 X が、利害関係者になるかという問題がある。個人的な意見としては、親会社といっても 100% もあれば、持分法適用会社もあり、その影響力は千差万別だが、親子会社の関係であれば、連結の利益に取り込んでいるので利害関係者と言わざるを得ないのかと思っている。

もう一つは、職務との関係という問題だが、委員会が関わる話は基本的には運用の話なので、運用において職務として関わるかということなのだと思う。運用受託機関の選定そのものはもともと執行部の範疇だが、それについて監督をしているという立場にあり、そこが職務に関する部分だと言われる可能性はある。

委員 議決事項か何かで対応するような仕組みがあれば、ほとんど関係なくなると思う。

委員 議決事項で発注する先が利害関係者であるときには、当然ながらその案件については議決には参加しないということにしなければいけない。

委員 議決事項を外れるということで担保はあると思う。

委員 委員会の委員として、その業務に関係しているかという問題だと思う。例えば鉛筆を購入するのに関係するかという関係しない。そういうものは落ちていくことになる。

委員 民間の知見を活用するという意味で、経営委員に任命した意味がなくなるので、その関係性を全く阻害するような、杓子定規な適用ではよくないのではないかと。もちろん利益相反を見ることは非常に重要だと思うが、現場や民間市場の声を聞くということも一つ重要な仕事ではないかと思う。

また、親会社等という中で、兄弟会社は関係ないのか。

委員 兄弟会社はあまり関係ないと思う。

委員 会議、講演等への対応について、金融機関主催の会議で、管理運用法人に関する発言を行ってはならないとあり、GPIF の話をしようとは思っていないが、他の方から発言があったときでも、全く話をしてはいけないというのはどうなのか。いろいろな方に GPIF の意義なり考えを知っていただくこともあるのではないかと。オープンになっていることですら発言をしてはいけないというのはどうしてなのか。

委員 執行部は当然、運用会社などと利害関係が密接にあるので、執行部に対する規程としてはこのとおりだろうと思うが、経営委員の場合は経営委員としての権限がない会議でも発言が禁じられるのは厳しいのではないか。

執行部 かなり厳しいという御意見をいただいたが、金融機関等が主催する会議、講演等への対応については、管理運用法人と特定の金融機関との癒着等の疑念を招かないように、金融機関等の主催、会議名に金融機関等の名称が入ること、その他、主催と誤認される場合を含めて、管理運用法人に関する発言を行ってはならないという規定が設けられている。

執行部 この規定については、GPIF が委託している運用機関が主催するいろいろなセミナーや会議に執行部や経営委員が呼ばれることがあり、常勤、非常勤の違いはあるが、参加者からすれば、ある運用機関の主催する会議で、GPIF の役員が GPIF について発言をすると、当然、それは GPIF の方針なのだろうと受けとめられ、かつ特定の金融機関の主催する会議でその発言をするというのは、その金融機関との癒着があるのではないか、何か便宜を図っているのではないかという誤解を招くおそれがあるので、ここでは特に公開の会議であって、かつ密接な利害関係にある金融機関の主催するものについては、管理運用法人に関する発言を行ってはならないというように制限を加えている。GPIF と関係のない話をするのは問題ない。

委員 コーポレートガバナンスやスチュワードシップコードの話をする場合、GPIF の存在を考えると、一般論として何か触れてしまうことはあると思う。

執行部 当初は予定していなかったが、どうしても GPIF の発言をせざるを得ない場面もあると思うが、その場合には、事後的に届けていただくことになる。

委員 これは、本来は発言の内容が問題なのではないか。例えば市場に影響を与えるなど、GPIF の運用方針に関わることにについて誤解を招く発言をすることを禁じたものなのではないか。公開情報である GPIF の新しいガバナンスで経営委員会ができたことすらも話してはいけないのか。

執行部 先ほども申し上げたように、本規制の趣旨は、むしろ特定の金融機関との癒着を疑われることを防ぐという趣旨である。

委員 特定の金融機関主催のコンファレンスに呼ばれて、本業として話をする際に、スチュワードシップコードのとなり、今までも結構 GPIF という言葉が入っていたことがある。

委員 委員の場合は本業に関わる話になってしまうわけですね。

委員 GPIF にフォーカスしたものを話すつもりは全くないが、線引きが難しい。

委員 基本的に前回も申し上げたように、国民の疑念や不信を招くことがないように、きちんとしておかなければいけない。そういう意味では、利害関係者に親会社を含めるかどうかについても、親会社を含めて利害関係者とすべき。ただし、委員から発言のあったように職務として携わるということがどういうことなのかをきちんと整理する必要がある。

役職員に就く前に取得した株式等又は投資信託受益証券の処分は、他の事例と

比較してもやむを得ない事由とは言えないので取引の例外から削除する。

利害関係者との飲食での情報交換は、お互いに自己負担であれば禁止されているわけではない。利害関係者の負担で飲食することが禁止行為となることは、大事にする必要があると思う。

委員 親会社等というのは非常に曖昧なところがある。先ほど出た関係で言うと、持ち分比率が 50%以上の子会社で切るのか、あるいは関連会社も含めるのか。日本には 1,000 社近くの数多くのグループ会社を持つ企業も存在する。そのような場合には、それぞれの企業がどのような関係にあり、どのような事業を展開しているのか全て細かく知ることは実際上不可能だと思う。このように、どのように定義をするのかは難しい。

また、持ち株会社形態をとっている場合はどうなるのか。運用機関と銀行や証券会社が、ともに持ち株会社の子会社という形でつながっている兄弟会社であることも少なくないと思うが、その場合はどのように考えるのか、ある程度、明らかにしておいたほうがよいのではないかな。

執行部 私どもは普通の法人より再就職規程についても厳し目になっており、そこで規制されている対象というのは利害関係金融事業者とその子会社なので、今の議論でも、親会社と子会社がある場合には子会社というように広げるのはあり得ると思う。

委員 親会社の執行役が子会社の代表権を持っていると、子会社の利益を犠牲にして親の取引を強要するとか、その逆もあり得るので、代表権がある人は注意しなければならない。

委員 受託している A というアセットマネジメントがいて、その上に親会社があって、その親会社の場合は利益を吸い上げるので利害関係があるが、その A 社の子会社とはどういう利害が出てくるのか。利害関係者とは言にくい感じがある。

委員 経営委員は広い見地から運用についていろいろコメントをいただいているが、疑念を持たれないという倫理規程の趣旨に基づき、利害関係のある報告事項については、加わらない、例えば事前に外れるなどの対応策を経営委員会で決めて、根本的なことはまた議論していったほうがよいのではないかな。少なくとも実質 2 回目の経営委員会のときには経営委員がそれをすでに認識していて、きちんと対応しようという意思があったということを残しておくべきではないかな。

委員 執行部で御検討いただき、できれば次回の経営委員会で結論を得たいと思う。

委員 独立行政法人には 3 つあるが、行政執行法人は国家公務員となっていて、国家公務員倫理法の適用範囲は、一般職の国家公務員となっている。公務員である行政執行法人の役員は、一般職から外れているという規定になっているが、どうしてそうなっているのか。この GPIF の倫理規程をつくるときにどう整理したのかを知りたい。42 条が根拠になっているが、そこには職員についてと書いており、委員についてとは書いていない。それは、こういう非常勤の人たちについては、そもそも想定していないという考え方だった可能性があるのかもしれないので、一

度確認をしておきたい。

執行部 整理して個別に御説明したい。

【報告事項】

(1)「平成 29 年度第 2 四半期運用状況について」及び(2)「平成 29 年度第 2 四半期運用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 金融機関が実施しているようなストレステストやシナリオ分析は、GPIF ではどのような位置づけか。

執行部 バリュースコア・リスクは平常時のリスク量を計測するものであり、それを補完する意味でシナリオ分析、ストレステストがある。これまでの運用委員会でもいろいろと御指摘いただいているが、私どものような長期の機関投資家がどのようなストレスを見て、どのように分析するかということは、鋭意検討中である。

執行部 コンサルタント会社からも RFI により情報収集し、欧米のアセットオーナーや年金基金等へもヒアリングしたが、金融機関のように自己資本への影響を分析するというような形ではないため、適切なモデルがなかなか見つからない。欧米の先進的な年金もいろいろ試行錯誤しながらやっているというのが現在の認識であり、今後もいろいろ検討を進めていこうと思っている。

委 員 短期資産が相当なボリュームになっているが、どうして増えているのか。

執行部 短期資産は GPIF の保有分と年金特別会計の保有分の合算になっているが、GPIF の保有分がなぜ多くなっているかという点、通常であれば短期資産から国内債券に投資することになるが、マイナス金利下では短期資産を積み上げざるを得なかったこと、マーケットが昨年はいろいろボラティリティが高い中で、無理にリスク資産をとりに行く必要はないという判断した結果である。

委 員 国内株式パッシブの推定トラッキングエラーが外国株式よりも高くなっているが、スマートベータをパッシブの扱いにしているためであり、若干ミスリーディングになっていないか。スマートベータはアクティブとして見るか、別枠にして見ないと、純粋にマーケットパッシブだけのトラッキングエラーがどれだけか、他の資産との対比で誤った見方になってしまう可能性がある。

もう一つは、バリュースコア・リスク量が減ってきているのはおそらく直近のデータを使っており、足元ではマーケットがおとなしくなっているため、リスク量が下がって見えるためではないか。決して株式等が減って、リスクが減っているということではなく、あくまでもマーケットの短期的なボラティリティが減っているため、リスク量が減っているように見えるということだと思うので、計算に使うデータ期間をもっと長くとるなど、何か工夫しないといけないのではないか。

執行部 国内株式の推定トラッキングエラーについてはご指摘の方向で検討したい。

執行部 バリュースコア・リスクは、現状はリスク管理システムの標準で定められた期間のデータを使っており、それは直近をより反映したいという意図だと思うが、ご指摘のとおり、直近が低ボラティリティの状態だとリスク量が低く出てしまう。今後は、もう少し長い期間をとったものなど、いろいろと検討していきたい。

(3)「平成 29 年度総合評価結果（国内債券・外国債券）について」及び(4)「総合評価方法の見直しについて」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 定量評価について問題、限界があるという点については同感だが、提案のあった定性中心の評価がよいマネジャーを選択することにつながるかについては、必ずしも実証的な裏づけがあるわけではないので、慎重に取り組んでほしい。運用委員会では、定性評価は外部の人から、「恣意性があるのではないか」、「客観性に欠けるのではないか」、という類の批判を浴びる懸念があるので、その点について十分留意した説明の仕方をしてほしいという意見があった。

執行部 業界では GPIF の評価法について定量評価偏重であるという声があり、今回の見直しに当たって、コンサルタント会社 2 社と相談したところ、コンサルタント会社から定性評価に 1 本化するべきと提案を受け、それを踏まえて定性評価で提案している。私どもの委託先にもこの変更についてどう思うか質問したところ、8 割以上の社が好ましい変更であると答えており、業界でもそういう評価を受けるのではないと思う。

恣意性については、1 次、2 次、3 次の全ての評価において先ほど申し上げたコンサルタント会社 2 社から評価をもらい、我々の評価とコンサルタント会社の評価を比較している。そういう意味では、現時点では我々の評価は定量評価が入っているので、比較しても Apple to Apple の比較にならなかった。今回、これで定性評価になると、まさにコンサルタント会社 2 社と私たちの評価の違いが毎回明確になる。投資委員会においても、その比較表をつけて説明してきたし、今後もそのようにやっていきたいと思っている。御心配の外部から見た恣意性や我々のリソースの足りなさをカバーしてやっていきたい。

委員 業界や運用機関には好評であっても、国民から見ると、透明性と客観性が難しくなることは事実だと思う。そういう意味では、まさにエビデンスに基づいた丁寧な説明が必要となる。これは報告事項ということだが、経営委員会が発足し、運用委員会のとときの執行部との関係と、今後どうしていくのかというのは一つの課題ではないか。これだけではなく、運用委員会のとときの執行部との関係と経営委員会が設立されてからの執行部との関係を一度確認も含めて見直す必要がある。

委員 基本的にはこの方向で賛成だが、他の委員からご意見のあったように恣意性があると言われないうえに、経営委員会でもこの定性評価の内容がよかったかどうかをチェックすることが非常に大事だと思っている。例えば厳選投資の場合は定

性評価がよいというのは企業価値が高い企業を投資先企業として正確に判定できたということなので、定性評価が高かった理由に遡ってきちんとフィードバックすることが重要である。厳選投資の場合は企業価値が高い企業を選ぶ能力が高かったと認識したのだから、フィードバックもリターンだけではなく、例えば取引先企業のフリーキャッシュフローがきちんと上がっていたのかなど、チェック指標をもう少し多様化した方がよい。リターンが悪かったらからだめだったと言われないために、きちんと企業価値が高いと判断したのはフリーキャッシュフローが高いからであり、選択した投資企業については投資判断が間違っていないとすれば国民にも説明しやすいと思う。リターンだけではどうしてもバリエーションの変化などに結果が左右されるので、恣意的に評価をしていると言われないためにも、もう少し多面的に KPI をつくったほうが、国民の視点から見ても納得性が高く、リターンが低いという理由だけで解約しないということにもつながるので、工夫してほしい。

執行部 おっしゃるとおりだが、他の委員のご指摘と表裏一体であり、短期的にリターンが低いことだけで解約するのはよくないが、リターンが低い状態で続けていくことについても恣意性と言われる可能性がある。このコントロールは非常に難しいと思っており、コンサルタント会社などに聞いてみても、彼らも彼らなりにトライ・アンド・エラーでやっているのだから、私たちとしてもできる限り改善してやっていきたいと思うし、KPI のつけ方についても何か御提案があれば聞かせていただいて、検討していきたい。

委員 海外の投資会社では、スチュワードシップコードをあまり遵守していないように聞いていたが、どう評価しているのか。

委員 一部の運用機関に限ってということではないか。私はそうは思わない。

執行部 私どもは日本の公的年金として、日本のスチュワードシップコードの精神に基づいてスチュワードシップ活動を行っている。国によってスチュワードシップコード的なものがあるところとないところがあるが、委託先については、日本のスチュワードシップコードの考え方に基いて運用してくださいということをお願いしている。私どもとしては国内外を問わず、国民の年金を運用していただく場合は日本のスチュワードシップコードの哲学に基づいてやってもらいたいということを区別なくお願いしている。

委員 GPIF が日本のコーポレートガバナンス、スチュワードシップコードの定着に向けて、できる限りの努力をしていること、後で出てくるが ESG 投資の分野でリーディング・インスティテューションとしての役割を担っていることは、国の方策に合った対応として、非常に高く評価すべきと思う。個別にどうするかは工夫を重ねなければいけないが、それはおそらく、世界的なトレンドにも合った動きではないかと理解している。

委員 過去は量と質と合わせて評価していたものを今回の評価基準に当てはめると、過去はどうだったかというシミュレーションはできるのか。見える化をすること

はすごく説得力がある。

委員 定性評価を大きな方向としてやるのはよいが、PDCA 的にそれが本当によかったのか。当初の意図に比べて、結果はどうだったかというのをチェックしながら工夫を重ねていく。そういうメカニズムが大事である。

委員 前の運用委員会からも随分議論があったが、パッシブ運用におけるスチュワードシップはどうあるべきか、まだみんな手探りの状況にある。運用機関にそのようなりソースはない、こんな安いフィーでできないなどの議論があった。これについての KPI を GPIF としてどう考えているのか。

執行部 GPIF としては、パッシブ運用についてスチュワードシップ活動はより重要であるということをずっとメッセージとして出してきた。ご発言のような点が疑問点として指摘されてきたが、運用会社の方々には、GPIF は自家運用ができないという法律の中でやっているため、我々にかかわってエンゲージメントをしてもらうしかない、どういうビジネスモデルであればそれができるのか、今のフィーでは足りないのであれば、どういうことをやりたいのでフィーが必要になる、いわゆるビジネスモデル提案をしてくださいとずっと投げかけてきたが、今までのところ、これという提案がない。日本の特にパッシブ運用機関の方々も、GPIF のニーズを捉えて、何かしなければいけないという動きはされていると思うので、今後も期待している。

一方で、そういう活動はできないがフィーは誰よりも低いという場合でも、フィーが格段に低い場合は、スチュワードシップについて点数を付加することにしており、様々なビジネスモデルに対応できるようにしている。

委員 見直しの内容そのものについて異論があるわけではないが、これまでの一定程度定量評価していたものから定性評価に変更するのは大きな変化ではないか。確かにそれに基づいて運用機関を具体的に選定するので、選定の問題でもあり、個々の選定は裁量に基づいて執行部がやることだが、その基準となる方向、方針は、単なる個々の委託機関の選定とは異なる側面がある。報告事項ではなく議決事項にするべきではないか。

具体的には、経営委員会規則第 2 条に、経営委員会の議決事項が列挙されているが、12 項に運用管理の方針の策定または変更があり、これに該当するのではないか。

これに該当しないとしても、少なくとも中身の重要性に鑑みると、21 項のその他経営委員会が特に必要と認める事項に該当するのではないのか。

委員 複数の委員からご指摘があったが、今回の報告事項の中には基本的な方向を決める項目が入っており、それは議決すべきではないかという御意見かと思う。次回の経営委員会において、議決事項をきちんと整理して、こういう形で基本方向を変える、それ以外のところは御意見いただいたとおり、レビューできる形できちんと KPI をつくって管理していくという案を改めてご提示して、議決していただきたいと思う。

マネジャーの総合評価については、本日報告して御了承いただいた上で、ミーティングを開始させていただきたい。

委員 この案件については、報告に属する部分と、議決をとるべき部分を整理して、改めてその議決部分については次回の経営委員会で議決をとる。一方で、既に運用上動いている部分があり、大きな方向感として異論がないので、その部分については実務的に対応を進めてほしい。

(5)「グローバル環境株式指数に関する公募について」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 ESG 投資について、GPIF がどのような指数を採用するかは世界的に注目されているので、公募に対しての告知の強化を要望したい。

いわゆるネガティブスクリーニングをやらない組織は少ないのではないと思う。GPIF という組織の性格上、一律に排除する手法を採用しないということは理解しているが、そういう組織はどの程度あるのか教えてほしい。

それから、ここにあるように非常に難しいので、場合によっては2、3カ月で本当に公募をきちんとできるのか少し心配している。場合によっては少し期間をかけてでも、きちんとした議論と指標が確立できるようなことも考慮いただきたい。

執行部 ネガティブスクリーニングに関しては、おそらく私どものような規模の年金でネガティブスクリーニングを行っていないところはほとんどないのではないかと理解している。

GPIF の場合は、クラスター爆弾の件でネガティブスクリーニングするべきだという提案を執行部として出したが、投資除外を行うことは法律に違反するという解釈が厚労省から出された。ESG を推進していると言っているにも関わらず、この会社は持っているのではないかと海外から批判されており、その点は、GPIF の執行部としては忸怩たるところはある。

時間については、前回、日本の ESG 指数を選んだときは、結果として作業に1年近くかかったが、それによって相当ノウハウが高まっている。グローバルな株式指数のほうがそもそもプロダクトの歴史も長いし、特に気候変動を含めた、環境については多くのプロダクトがあるので、3カ月ぐらいでできるのではないかと判断して、その期間にしているが、必要があれば延ばしたいと思っている。

告知については、前回、大々的にキャンペーンを行い、かなり世界的にも認知が上がっていると思っており、今回も様々なメディアやツールを使って告知をしていきたいと考えている。

委員 日本株の環境指数でよいものが見つからなかったということで、極めて残念である。本当であれば、ぜひ日本株の環境指数を選んでほしかった。高橋理事長のESG インデックスのときのコメントにもあったが、企業のインセンティブを高める

ことが ESG インデックスの目的である。本筋であれば、GPIF としては日本企業のインセンティブを高めて、日本企業の環境対応を進めるところに注力するのがよいのではないか。また、日本の資本市場も活性化するということで期待していた。結局、外国株と日本株の両方を募集することになるのか。

執行部 グローバルと日本を公募することになる。

執行部 GPIF の場合、4 資産に分けなければならない、実際にはグローバル指数はマッチしないので、日本株に分けなければならない。そういう意味では、募集してみなければわからないが、うまくいけば2つできるかもしれない。

委 員 市場を分けて作る場合と、一緒に作る場合で中身が違ってくる可能性があるが、どのようになるのか。

執行部 どちらのパターンもあり得るが、同じコンセプトにしてほしい、全く違う考え方で日本株と外国株を評価するようなことはやめてほしいとお願いしている。

委 員 外国株と日本株の指数を両方募集するという発表にした方がよいのではないか。

執行部 PRI も含めて ESG を議論してきて感じているのは、ESG の中でも E は、そもそもグローバルな気候変動を扱っている、ほかのソーシャルやガバナンスのように、国別に何か 이슈があるということではないのだろうと思っている。今までの問題意識と、委員のご指摘にあった日本株をカバーできるような形で、今回、公募している。

委 員 日本企業に対するインセンティブづけやインパクトを考えると、日本株専用の指数の方が、日本企業がどれだけ注目するかを考えたときにインパクトが大きいと思う。グローバルでは、含まれる銘柄数がかなり減るというイメージがある。

委 員 中身をよく検討した上で、例えば日本企業の指数とグローバルな企業指数が2つできれば、公表のときには日本企業向けに強いメッセージを送るような形で公表したい。

(6) 「オルタナティブ投資に関するコミットメント枠設定について」

質疑等はなかった。

(7) 「平成 28 事業年度業務実績評価結果について」及び(8) 「各委員会の概要について」

質疑等はなかった。

【その他事項】

監査委員から平成 29 年度監査委員会監査計画について経営委員会に通知された。

以上