

第 88 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 26 年 12 月 17 日 (水) 16:00～18:00

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: ・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

4. 議 事

(1) 平成 26 年度第 2 四半期運用状況について

(2) 投資原則・行動規範について

(3) その他

●青木審議役 ただいまより、第 88 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日、米澤委員長は急用のため、30 分あるいはそれよりもう少し遅れて御出席されると伺っております。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

なお、米澤委員長より、堀江委員長代理に事前に御依頼があり、本日は、委員長代理に議事進行を行っていただくこととなっております。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。議事次第、座席図のほか、

資料 1 平成 26 年度第 2 四半期運用状況

委員限り 1 各資産の運用状況の補足説明 (市場運用分)

委員限り 2 年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則 (案)

委員限り 3 年金積立金管理運用独立行政法人の行動規範 (案)

委員限り 4 積立金の資産の構成の目標 (モデルポートフォリオ) (案)

資料 2 投資委員会の設置について

委員限り 5 リザーブファンドの取扱いの変更について

委員限り 6 日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況の概要 (平成 26 年 4 月～6 月)

委員限り 7 株主義決権行使状況の概要 (平成 26 年 4 月～6 月)

委員限り 8 リスク管理状況等の報告 (平成 26 年 10 月・11 月)

よろしいでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、堀江委員長代理にお願いいたします。

○堀江委員長代理 今日は議事も多いので、なれない司会でございますけれども、よろしくお願いいたします。

最初の資料ですが、平成 26 年度第 2 四半期運用状況及び委員限り 1 の各資産の運用状況の補足説明（市場運用分）について、事務局から御説明をお願いします。

●青木審議役 この第 2 四半期、7 月から 9 月の運用状況で、11 月 25 日に公表させていただいた内容でございます。簡潔に申し上げたいと思いますが、資料 1 の 1 ページにございますように、この 7 月から 9 月の収益率は、国内外の株式及び外国債券の上昇等により、プラス 2.87%、収益額はプラス 3 兆 62 百億円余、第 2 四半期末（9 月末）の運用資産額は 130 兆 88 百億円余ということでございます。

2 ページでございますけれども、右上のほうに年度通期の収益率として 4.67%、収益額は 5 兆 84 百億円余ということでございます。

それと収益率の状況と収益額につきましては、3 ページと 4 ページに記載のとおりでございます。恐縮でございますが、8 ページをご覧いただきたいと思いますが、この第 2 四半期の運用環境を記載しております。右下のほうにベンチマークの収益率ということで、国内債券 0.53%、国内株式 5.82%、外国債券、外国株式につきましても、ご覧のとおりでございます。

恐縮ですが、5 ページにお戻りいただきますと、運用資産額と資産構成割合でございます。この時点では、旧ポートフォリオが適用になっておりましたので、この参考の欄でございますが、これは旧基本ポートフォリオと対比してみる数字ということでございます。

それと 6 ページでございますが、超過収益率ということで、上の表が 7 月から 9 月ということですが、絶対値で 0.1%以内ということで、いずれの資産も概ねベンチマーク並みと考えてございます。

もう一枚、委員限り 1 という資料がございますけれども、各資産のパッシブ・アクティブ別の金額が①、収益率が②でございます。国内外の株式のアクティブが若干マイナスになっておりますけれども、それにつきましては、注に記載のとおりでございます。

簡単ですが、以上でございます。

○堀江委員長代理 ありがとうございます。

それでは、今の説明について議論させていただきたいと思います。御意見、御質問等ありましたら、よろしくお願いいたします。よろしいですか。

○佐藤委員 特に何らかのベルが鳴る状態でないと理解いたしましたが。

○堀江委員長代理 では、これについてはこれまでということで、今日の本題は、投資原則と行動規範なのですが、これは米澤委員長が来られてからということで、先にそれ以外のところを済ませたいと思います。

次にリザーブファンドの取扱いの変更について、委員限り 5 でございますけれども、これについて、事務局から説明をお願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り 5 をご覧いただければと思います。リザーブファンドの取扱い

の変更についてということでございます。

リザーブファンドとはそもそも何かということですが、運用機関と契約をいたしておりますが、ファンドマネジャーが退職になったといったような事情で、解約やむなきに至るファンドというのはどうしても経験上存在いたします。そうした状況に備えて、私ども国内株式4ファンド、外国株式2ファンド、計6ファンドをバックアップとして留保をしているものでございます。こちらにつきましては、もともと運用委員会の審議を経て選ばれたファンドであるところでございますけれども、選定されたファンドの中でも少し評価は下位に属するというので、契約はないけれども、リザーブとして留保しているというたてつけでこれまでまいってきたところでございます。

今回、フォローアップということで、運用状況、組織体制について改めてヒアリングを実施したところでございます。その結果、一部のリザーブファンドにつきましては、選定時は、評価は下位に属しておったのですが、中身が改善をしているファンドが随分あったということでございまして、そうした点を踏まえまして、6ファンドのうち4ファンドについては正規契約先と同等のレベルにまで達していると判断をいたしまして、これらの先については正規契約先として取扱いたいと考えているものでございます。

具体的には国内株式で3ファンド、外国株式で1ファンド、計4ファンドということでございます。なお、国内株式1ファンド、外国株式1ファンドについては、引き続きリザーブとして取扱いを継続したいと考えてございます。

年明け1月の中旬くらいに契約を締結いたしまして、必要なガイドライン等も交わした上で資金配分をしたいと考えてございます。足下、国内債券を売って内外株式及び外国債券を買うというオペレーションを続けてございます。その中にまぜて、これらのファンドへの資金配分をいたしたいと考えているものでございます。

なお、ファンド採用時については、ポートフォリオを構築した後で公表するというルールで行ってございますので、資金を配分してポートフォリオが完成した時点を見計らってホームページで公表を行いたいと考えているものでございます。

私からの説明は以上でございます。

○堀江委員長代理　ありがとうございます。では、ただいまの説明について、御質問、御意見等ありましたら、お願いします。

1つ、質問なのですが、先ほどの説明にありましたように、これは国内債券を減らす中で、その資金をリザーブファンドに充当するという考え方ですか。

●陣場運用部長　パッシブ・アクティブ、いろんなファンドに今資金を振り向けておりますので、その流れの中でこのファンドにも資金を配分していくというふうに考えてございます。

○堀江委員長代理　もう一つの質問ですが、1月以降、水野さんが来られてどうなるかわからないのですけれども、この手のリザーブファンドというのは、どういう位置づけに今後なるのでしょうか。私は採用のセカンダリーということで、ボーダーライン上にあった

ものをこうやってキープして、様子を見ながら変えていくのはよいことだと思います。そういう考え方で今後1月以降もリザーブファンド、運用会社をある程度ストックしておいて、そこから状況に応じて採用していくというような対応をとるという感じなのでしょう。

●陣場運用部長 これは新年度においての課題と考えておりますけれども、リザーブは今6ファンドしかございませんので。

○堀江委員長代理 もうちょっと多くてもいいのかなと。

●陣場運用部長 昇格させていくと減ってしまいますので、マネジャーエントリー制と申しますか、マネジャープールをできるだけ広く持つような方策を工夫いたしまして、その中で発展的に解消と申しますか、プールを増やすような方策を考えておるところでございます。

○堀江委員長代理 名称等位置づけも含めて、もう少し臨機応変に超過リターンを得られるような形のストラクチャーに変えていくというお考えだということですね。

●陣場運用部長 はい。

○堀江委員長代理 わかりました。

○武田委員 4ファンドを上げると、リザーブファンドは2つになるため、もう少し増やしていく方向で今後検討されるということ、その方向には賛成です。一方で、増やした後どのくらいの頻度でフォローアップをされていくのかという点も重要だと思うのですが、これまで採用したところも含めてフォローアップの頻度はいかがでしょうか。

●陣場運用部長 基本的には契約がある先については年1回の総合評価というものを行います。パフォーマンスをチェックし、またヒアリングを行って、運用プロセスとか組織体制、変更とか変質はないかというものをチェックした上で総合評価というプロセスをかけまして、課題が随分あるなという場合には、場合によっては解約ということもありますし、またそこまで至らなくてもニューマネーの配分停止といった措置をとるということで、毎年フォローアップということでチェックはさせていただいているところでございます。

○武田委員 ありがとうございます。新規のファンドを検討し、よりよいところを選択していただく一方で、余り熱心ではないところは、おっしゃったような措置を考えていただき、新陳代謝を図っていくことは重要な視点ではないかと思います。

○堀江委員長代理 これまでの批判点として、採用に時間がかかりすぎて、遅いタイミングで入れてしまって、なかなか超過リターンが出ないというような、そういったプロセス上の説明責任とタイミングのずれがあって、なかなか成果が出て来づらいというのもありますね。そういう面も含めて、説明責任との兼ね合いにはなると思うのですが、もう少し柔軟に考えたほうがよいのではないかと個人的には思うのですが。

●陣場運用部長 おっしゃるとおりの部分がございまして、確かに選定は1年がかりのプロセスになってしまいます。昨今はファンドのライフサイクルが少し短くなっているのではないかという意見も去年の運用委員会等でもございまして、確かに時間がかかるのは余

りよいことではないのかなというふうには考えております。

●三谷理事長 物すごい数のファンドが応募してきますので、1次の書類審査でかなり足切りはするのですけれども、よく話を聞いてよければとりたいという気持ちもあるものですから、実質的に審査するところを減らすわけにもいかないという事情もあります。

○佐藤委員 マーケットの感覚をつかむための質問なのですけれども、これはある意味、二軍から一軍に昇格するみたいなそんな感じですね。そうすると二軍の層の厚みはどれくらいあると考えたらよろしいのでしょうか。つまり探すのに苦労する状況なのか、そうではなくて、応募がありすぎて困るくらいの厚みがある。しかも能力のある選手が多いという層が結構あって、そんなに苦労しないというふうに考えればよいのか。

●陣場運用部長 例えば、今、選定中の外国債券などですと120ファンドくらい応募があります。かつ外国債券などですと、ベンチマークの特性もあるのだと思われるのですけれども、ユニバースの4分の3くらいがベンチマークに勝っており、そういう状況ですとかなり選ぶのに困るくらいの数になります。

一方、外国株式などですと、おとしマネストを実施したときに調べた段階では、ユニバースの中で上位4分の1くらいしかベンチマークに勝てていないといった状況がありまして、資産ごとにばらつきがございます。外国株式は、超過収益をとるのがかなり難しい分野で、よくよく選ばないと選定してもプラスの超過収益が出てこないといったようなこともあるという状況かと思っております。

○堀江委員長代理 もう一点、補足させていただきますと、これだけ大きい金額ですのでかなりの数の方が来られるのですけれども、その人たちが本当に一番優秀なマネジャーかという点、残念ながらそうではありません。本当にいいマネジャーは、海の向こうでちゃんとした資産を運用していますのでわざわざ応募して来ません。そういう意味から言うと、これはスタッフの充実も含めてなのですが、来るのを待って、殿様みたいな感じでやるのではなく、よいマネジャーをわざわざ見に行き、頭を下げて採用させていただきにくいことも、今後は考えていかないと本当にいいマネジャーは採用できない。私は日本にいる感覚で言うとそれが正しい感覚だと思うのです。やはり競争なのですね。ほかのソブリン・ウェルスとか大きな年金等が採用したいよいマネジャーは取り合いになっているので、コンペティティブな状況はGPIFも全く同じなので、それを踏まえてということだと思うのですけれども。

○清水委員 1ついいですか。

○堀江委員長代理 どうぞ、清水委員。

○清水委員 GPIFは、特に外国債券、外国株式のシェアを増やしたわけですから、今、堀江委員長代理がおっしゃっていたように、優秀な人が応募してくるのを待っているよりも、そういう腕のいい人がいる大手どころに直接あたって、そういうことができるのかどうかはよくわからないのですが、優秀な人を集めてくるくらいでないといけなのではないでしょうか。そういう腕のいい人たちを雇ってくるというのが今後重要になってくると思い

ます。海外のヘッジファンドやファンドマネジャーにとっては、GPIF というのはすごく大きな魅力になっていると思いますし、それこそ東京市場の活性化のためになんて言うとも怒られるのかもしれませんが、つまりそういう人たちがどんどん東京に集まって、GPIF の運用をしてくれるような、そういう素地を積極的につくっていくというのは、長い目で見たときにとても重要です。特に、外資の金融機関やヘッジファンドは、東京ではなくて、香港やシンガポールに拠点を持っていて、東京にはいないわけですが、先ほどの選定の話にも関わりますが、新たに運用機関とかファンドマネジャーを採用するときのアドバタイズメントみたいなものをして、そういう大どころのファンドマネジャーに東京に来てもらって、その中から選定していくことができたり、腕のいいファンドマネジャーを積極的にこちらから探していくという姿勢も重要ではないのかと思います。

○堀江委員長代理 では、この辺にしまして、次の日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況の概要についての議事に入りたいと思います。委員限り 6 について説明をお願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り 6 をご覧いただければと思います。日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況の概要というところでございます。

御案内のとおり、私ども本年 5 月にスチュワードシップ・コードの受入れの表明をいたしたところでございます。その後、直ちに運用受託機関に対して必要なエンゲージメント活動等を行っていただくようお願いをしたところですが、その結果について、状況がまとまりましたので報告をするものでございます。

1 でございますけれども、金融庁がスチュワードシップ・コードにつきまして、3 カ月ごとに受入れの取りまとめをしてございますが、私どもが国内株式をお願いしているアクティブ・パッシブ全ての運用機関について、8 月末までに全社がスチュワードシップ・コードの受入れをしたということを確認しているところでございます。

2 はスチュワードシップ活動の枠組みの傾向ということでございます。3 つ掲げさせていただいております。まず（１）が、投資開始前からのエンゲージメントということで、投資を開始してからのエンゲージメントは当たり前のこととして、投資開始前から投資先企業の把握という観点でエンゲージメント活動をしているといった報告が幾つかの運用機関から来ているところでございます。

（２）は会社全体としての方針を決めて対応ということでございまして、アクティブからパッシブまで手広く商品を提供している運用機関につきましては、ファンド単位の対応ではなかなか効率もよくないということで、会社全体のリソースを集約して、全社的な方針を立ててエンゲージメント活動を行っているといった報告が来ているところでございます。

それから、（３）は議決権行使との関係ということでございまして、議決権行使で反対票を投じる場合は、その行使の考え方といったものを事前に伝えております。また、エンゲージメント活動をしながら、それでもなかなか企業側と意見が合わずに反対票を投じる

場合であっても、その旨はきちんと取引先企業に伝達をしていますといった報告が来ているところでございます。

2つ目でございますが、こちらは金融庁のスチュワードシップ・コードの中にも出てきておる考え方ですが、エンゲージメントと議決権行使は一体のものである。まず対話をして、その延長線上に議決権行使の投票行動があるといった考え方を踏まえまして、組織的に対応を改めて、従来は議決権行使委員会と称しておったものをスチュワードシップ委員会と組織を改めて整備を図りましたといった報告が幾つかの運用機関から来ているところでございます。

続きまして、エンゲージメントの中身、事例ということでございます。

(1) から (5) までは、私どもが5月にスチュワードシップの受入れ表明をした際に対話の項目の例として掲げた5項目でございます。この5項目について、まず事例を整理いたしますと、(1) が経営理念・ビジョン、企業価値を高めるビジネスモデルの内容ということでございまして、赤字事業や採算性の悪い事業についてディスカッションを行った結果、そうした事業から撤退をします、またはコントロールを強化するために完全子会社化をしますといった発表を行った企業があったと報告が参っております。

2つ目が、業界における事業環境についてディスカッションしたというものです。これは幾つかエンゲージメントを行ったようですが、そうした中で業界内の提携といったことに踏み込んで、建設的な意見交換を行いましたといった報告が参っているところでございます。

続きまして(2) がガバナンス関係ということで、社外取締役関係の事例を2つ掲げさせていただきます。

まず、社外取締役のあり方ということで、社外取締役については経営の経験者を採用したほうがよいのではないかとすることを申し入れた上で、社外取締役の役割として、利益相反の防止に関する関与や事業戦略の方向性を決めるに当たっての外部からの視点の提供、そういったものにあるのではないのかということで、社外取締役の役割を明確化してほしいといった要望をしていますといった報告が来ております。

2つ目は、社外取締役の設置ということについてディスカッションをした結果、当該社において、初めて社外取締役の選任議案が付議され、選任されたといった事例の報告が来てございます。

続いて(3) でございます、資本の効率性の向上ということでございまして、私どもにとっても非常に関心の高い話ですが、まずはROEの向上策等についてディスカッションをして、その結果として、JPX 日経 400 への採用を意識する発言があったといった報告が幾つか来てございます。こちらにつきましてはパターンが2つございまして、まだJPX 日経 400 に採用されていない企業については、こうしたインデックスに採用されたいといったコメントのパターンが1つ。それから、既にJPX 日経 400 に採用されている企業については、このステータスを継続的に維持したいといった発言があったという報告が参っております。

ところでございます。

2つ目は、非常に自己資本比率の高い企業で、M&A の案件も当面ないといった先については、自己株式の消却というアイデアもあるのではないですかといったディスカッションをしたという報告が来てございます。

続きまして（４）のリスクへの対応ということで、こちらは社会・環境問題に関連するリスクも含むということで、海外生産委託をしている企業について、現地におけるチャイルドレイバーやひどい労働環境で労働者を働かすといったことがないように、どんなことをしているかヒアリングをする中で、当該社からは、専門部署を置いて、かつ複数言語でガイドラインを決めておりますといった確認ができたという報告が参っておりますところでございます。

（５）の反社会的行為の防止ということでございまして、これは例年出てくる話でございます。最初の項目はカルテルについて行政処分を受けてしまいました。そうした先について責任の明確化、再発防止策の徹底ということで求めた結果、役員の辞任を含む社内処分の実施、再発防止策の徹底について努めますといった回答をもらっているという報告が参っております。

2つ目は銀行のケースでございしますが、反社会的組織と取引を継続してしまった。そうした事案について、再発防止策の確認をしたところ、当該社において、委員会設置会社へ移行し、社外取締役も増員いたしましたという確認がとれたといった報告が来ているところでございます。

続きまして（６）でございします。こちらは私どもが掲げた対話の項目例ではないのですが、非常によい事案ということで掲載をさせていただいております。IR 関係ということでございまして、会社説明会について、これは大事なものですといったディスカッションをしたところ、当該企業において6年ぶりに説明会を実施した。そうしたところ、非常に多数の株主が参加して、認知度の向上に非常に効果があったといった感謝の言葉があったという報告が1つ来ております。

続きまして、こちらも IR 関係でございしますが、海外ロードショーということでございまして、エンゲージメントの中でこういうものをお勧めした結果、海外ロードショーが実施されて、当該社への海外の投資家の理解が深まって、株価も少し上がりましたといったような報告が参っているところでございます。

続きまして4ページ目でございします。4は、企業側の対応ということでございまして、これは私どもがヒアリングをしていて、いろいろな運用機関からコメントがあったところでございしますが、企業側の対応は非常に前向きであったといったコメントが来ております。具体的には ROE 向上の具体的な施策の提案を求められたり、エンゲージメントをする中で、マネジメント層が直接対応してくれたり、また CFO の方から投資家との対話に関する意見を求められたというコメントが寄せられているところでございます。

5は今後の対応ということで、今回は5月に受入れ表明をして、直ちに6月の議決権行

使シーズンに向けていろいろなお願いをして、非常に準備期間も短い中、各運用機関とも試行錯誤しながらの対応であったと認識をしておりますが、私どもとしても、こうした取り組みを注視して、継続的にスチュワードシップ責任のあり方について知見を蓄積し検討をしてまいりたいと考えているところでございます。

私からの説明は以上でございます。

○堀江委員長代理 どうもありがとうございました。始まったばかりなのですけれども、内容についてどうでしょうか、大野委員、特に経営者の立場から。

○大野委員 中間決算が終わって投資家の方といろいろやりましたけれども、体が限られているので、取れる時間も限られているのですけれども、確かにリクエストは多くなりました。非常に申し込みが増えたということ。

○堀江委員長代理 ポジティブな印象が。

○大野委員 ポジティブですよ、会社としては開いていますから。もう一つは、会社によっては、議決権行使担当者の方々の参加がありました。

○堀江委員長代理 コーポレートガバナンス担当者。

○大野委員 コーポレートガバナンスの、その方が同席するというケースがちょこちょこ出てきて、その方の質問は非常に厳しい。そういうふうにし少し流れができてきているなという感じはします。

○堀江委員長代理 それは本来の目的の、中長期の企業価値を踏まえたような質問になっているのですか、短期的な質問にはなってない。

○大野委員 これは個人差がありますけれども、基本的にはかなり建設的な議論はさせていただいているし、こちらのことをわかっていただくし、また逆に先方が望んでいること、全て聞くわけではないですが、参考になることはありまして、非常に外部の意見は大事だという認識で対応しています。トータルで言うと、これは会社によって濃淡ありますけれども、過去からやってきた会社は余り状況は変わってないと思います。例えば ROE をどうしようかみたいなところはかなり積極的に、ですからすそ野が広がってくるのではないかと思いますね。

○堀江委員長代理 佐藤委員、いかがですか。

○佐藤委員 エンゲージメントの対話項目にこういう項目があるのかどうか。まだ時期が早いかもしれませんが、いずれは含めることを考えていただきたいということが1つありまして、私の講義を受講している学生は女子学生が多いという関係もあって、ジェンダーギャップとウーマノミクスとの関係なのですね。御案内のようにウーマノミクスで、2020年までに管理職に占める女性の比率を30%にすると。スカンジナビア諸国などは、これをマンドトリー・リクワイアメントにしていって、40%を切ったら罰則とか、社名公表とか、非常に厳しい罰則になっておりますね。

大野さんはお立場があると思いますけれども、日本では、余り財界は乗り気ではない。特に義務化することに対しては乗り気ではないと思うのですが、ただ、そうは言っても、

少なくとも選挙のときの公約になっているわけですし、管理職 30%、2020 年までにというのは。それをどの程度企業経営の上で意識しているのか。特に比率を高めるほどリターンは高まります、ROE は高まりますという実証研究もゴールドマン・サックスのキャシー松井氏などがやって随分しっかりしたレポートを出していますから、余り無視はできない。

だから質問項目の 1 つに入れて、そういうことを考えているかくらい、あるいは企業と対話するときにちゃんとそういうのを聞いていますか、というのを聞いていただけないかなと思います。流れを先取りする形といいますか、2020 年というのとあと 4 年しかありませんので、少なくともその期間中くらいは聞いていただいてもよいのではないかな。

●清水調査室長 今回の点ですけれども、調査研究でその辺も含めてやっているのですけれども、1 つ留意しなくてはいけないと思っているのは、サブスタンスというか実質性が大切で、日本人は結構そういうのができると、形式的にクリアするように、みんな頑張ってしまうと結局内容が伴わないと、そういうところというのはちょっと気をつけなくてはいけないなと。特に今回委託した監査法人系ですけれども、まさにその法人自体、ダイバーシティを 1 つの社是にしているわけですが、一方でその裏側にインクルージョン、そういう概念をきちんと入れて、そういうところで、実質性みたいなものの確保というところもきちんとフォーカスしているというところもございますので、御指摘の点、まさにそういう実質性ということも踏まえた上でどう対応するのか、そういう視点も非常に大切なのではないかなと思っています。

○堀江委員長代理 菅家委員、どうぞ。

○菅家委員 実質性もいいのですけれども、クォータ制というのもありますので、そこは両論あると思いますが、数を入れていただきましてありがとうございます。対象は 40 機関くらいですね。分母 40 くらいで、こういう状況なのですから、どうなのでしょう。署名はしたけれども、ほとんど何もやってないというところも多分あると思うのですけれども、こういういろいろな項目でやっているところは、どこか特定のところに集中しているのか、それともちゃんとばらけているのか、その辺はどうなのでしょう。

●陣場運用部長 ここに挙げた例は非常にばらけている感じではあります。各運用機関は、全部の企業にとってもエンゲージメントできませんので、かなり対象を絞ってやっているようでございます。そういった意味で、特定の社にバツと集まったりとか、そういう状況にはなっていないのかなという認識をしてございます。

○菅家委員 それなりにちゃんと意識してやろうとしているという姿勢は感じられるということですね。

●陣場運用部長 各社それぞれの目線でもってやっていると認識してございます。

○堀江委員長代理 こういったヒアリングはこれまではされてなかったという理解でよろしいのですか。マネジャー評価のクォータのレベルの中では。

●陣場運用部長 これまで議決権行使については、総合評価の中でヒアリングをしますので、議決権行使の中で出てくることはありました。議案の行使についてディスカッション

になってという類いの話はこれまでも随分出てきておった状態でございます。ただ、今回は新たにスチュワードシップも加わりましたので、議決権行使とスチュワードシップについて、改めて各社から聞いた状況でございました。

○堀江委員長代理 もう一つ、質問があります。私はこういった投資先企業についてどうしているかということ聞いたほうが良いと思います。最終的にはパフォーマンスが一番大事なので、パフォーマンスが悪ければ解約するのですが、そのときに解約せずに我慢できるのかどうかに関係すると思います。この企業は、今、株価はさえないけれども、実態としては企業価値が上がる方向にあるから、株価で計算したリターンは悪いけれども、我慢しようとか、どちらかという、より運用会社の投資行動を理解できる意味でもやったほうが良いと思っているのですが、その辺はどんな感じですか。そういうふうに思われるのか、これは形式なのかなとか、その辺は始まったばかりですけども、どんな感じでしょうか。

●陣場運用部長 私ども随分厳選投資型の運用機関が増えてございますので、そうした先については、まさに委員長代理がおっしゃるとおり、エンゲージメントファンド的な運用行動になってしまっている部分がございます。話をしながら経営改善の策までいろいろ議論をしてあげようという努力もしながら、もちろん銘柄選択のための活動をするわけですけども、そういう要素が随分増えてきています。

一方、クオンツ型の運用機関はそういうことは考えずに、データで選んだりします。そこはいろいろなパターンがございますけれども、足下は厳選投資で半分エンゲージメントに足を突っ込みながら運用している機関は増えてきているという現実はあるかと認識しています。

○堀江委員長代理 3カ月ごとに報告をいただいて、また運用委員会に状況を聞かせていただくという感じになるのですか、どのくらいの頻度で。

●陣場運用部長 基本的に総合評価のヒアリングの中でスケジューリングしていますので、基本は年1回です。これは4月から6月期の報告でございますが、業務概況書にまとめる際に、年度の報告をとりますので、データとしてはまとめて1回報告をとる機会が次の状況でございます。

○堀江委員長代理 よろしいですか。では、次は株主議決権行使状況について、これは委員限り7です。

●陣場運用部長 委員限り7の株主議決権行使状況の概要（平成26年4～6月）ということでございます。こちらは、従来から同じパターンで取りまとめをしているところでございます。

まず、スチュワードシップにつきましては国内株式に特化してまとめたところでございますが、議決権行使につきましては、これは国内株式、外国株式の構成でまとめているものでございます。

まず国内株式でございます。40ファンドほどについて相当数の行使が行われているとい

うことで、5 ページ目の表をご覧くださいと思います。一番下の行をご覧くださいますと、総件数ということで、13 万 7 千件ほどの投票行動が行われているということでございます。このうち会社提案に対する反対ということで少しフォーカスをしてまいりますと、まず反対の件数という意味で多いのが取締役の選任議案ということで、一番上の行になりますけれども、行使総数が 10 万件以上になって、そのうち 8 千件ほど私どもの運用機関が反対票を投じているということでございます。全体の反対票が 1 万 3 千件くらいでございますので、反対票の過半が取締役の選任議案に対する反対となっているものでございます。

続きまして、反対の率が多い議案ということで幾つか拾ってまいりますと、上から 4 つ目の社外監査役の選任議案ということで、こちらが 24.8%、4 分の 1 くらい反対票が投じられているというところでございます。

また、真ん中ほどの退任役員の退職慰労金の贈呈、こちらに対する反対が 45.9% になっております。

それから、下のほうになりますが、買収防衛策に対する反対が非常に多くなってございまして、事前警告型で 63% 近くの反対の率になっているというところでございます。こうした傾向は例年と大して変わらない状況でございます。

本文の 1 ページに戻っていただきまして、昨年度よりちょっと変わった点ということで申し上げますと、(2) の会社機関に関する議案ということで、社外取締役の選任の議案が増加してございます。こちらにつきましては、会社法の改正や有価証券上場規定等の変更で社外取締役の選任がエンカレッジをされているということで選任が増えているのではないかと分析をしているところでございます。

次のページにまいりまして、(4) の定款変更に関する議案が増加をしているという状況がでございます。こちらは、社外取締役の採用と共連れと申しますか、セットでこういう議案が出るということで、会社法上、取締役の責任の軽減というものを定款で定められるという規定がでございます。これにのっとして、社外取締役の責任軽減規定を新たに定款に設けるということで、定款変更の議案が社外取締役の選任に伴って増えているという状況が見てとれるところでございます。

次に (6) でございます。その他の 2 つ目でございますが、こちらはスチュワードシップのところでも申し上げましたが、エンゲージメントと議決権行使を一体のものとして議決権行使委員会がスチュワードシップ委員会と改称されて、体制が整備されるといった状況が見られるところでございます。

続きまして、2 の外国株式でございます。

こちらも全体の状況をご覧くださいという意味で、6 ページをご覧くださいと思います。外国株式につきましても、21 ファンドにおいて、総数 11 万件もの投票行動が行われております。反対というところに着目してまいりますと、取締役の選任議案に対する反対が、反対の件数としては一番多くなっておりまして、3 千件ちょっとの反対意見数になっているというところでございます。

次に反対の率ということで多いものをピックアップいたしますと、中ほどの退任役員の退職慰労金の贈呈議案と、下のほうになります。買収防衛策に対する反対の率が高まっているという状況でございます。

本文の2ページにお戻りいただきまして、外国株式の特徴といたしまして、(2)でございますが、シェアブロッキングという仕組みがございます。議決権を行使しようとする、一定期間売買が止められてしまうといった制約がある国が幾つかあるということでございまして、先進国ではなくなっておりますが、エマージングの諸国でまだこういう制度がある国がございます。こういう国においては議決権行使の制約になっているという報告が参っているところでございます。

次の3ページでございますが(3)でございます。外国株式につきましては、全ての運用機関が議決権行使のコンサルタントを活用して情報提供、利益相反を回避するために活用するといったことが行われているものでございます。

(米澤委員長入室)

続きまして3の議決権行使に関する課題ということで、こちらは例年どおりの傾向でございますが、まず国内株式については、我が国におきまして、どうしても株主総会が6月の下旬に集中してしまうといったことで、この対応がなかなか大変ですといった報告が参っておるところでございます。

また、会社法の改正、東証の上場規定の改正といったものに伴いましてガイドライン自体を見直す必要が出ていたといった報告が来ているところでございます。

外国株式につきましては、現地の状況の把握といったものが課題であるという報告が参っているところでございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○堀江委員長代理 どうもありがとうございました。

では、質疑させていただきたいと思います。いかがでしょうか。

○大野委員 3の議決権行使の(1)国内株式のところなのですが、法改正に伴う対応ということで、これは事務局の方からの表現ではないと思うのですが、社外取締役の選任を必須と書いてあるのですが、その後でガイドライン改正と、今般の会社法改正でも英語で Comply or Explain ですか、必ずしも必須ではない。これはあくまで各運用受託機関から出てきたものなので、事務局の御認識ではないと思うのですが、今、検討されている金融庁と取引所のコーポレートガバナンスのコードでも、すべきという表現にはなっているのですが、その前段のところ、きっちり考えていまして、その一部を実施しないことのみをもって実効が上がらないということではないという表現もあるので、このところは事務局の表現ではないということを書いてよろしいですね。

●陣場運用部長 会社法の規定ぶりを各運用機関が踏まえて、各運用機関の基準として、社外取締役を必須とするという方針をとった機関があるという趣旨でございます。会社法自体はそのものを必須としているという意味ではないと認識をしております。

○大野委員 わかりました。

○堀江委員長代理 ほかにありますでしょうか。よろしいですか。

それでは、米沢委員長も来られましたので、本題の1つ、投資原則について、資料2、年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則（案）について、まず事務局から説明をお願いいたします。

●青貝企画部長 御説明申し上げます。本件につきましては、基本ポートフォリオを議決いただいた際に、運用委員会において、今回御審議いただく投資原則、行動規範を定めるということをお決めいただいたところでございます。

これを受けまして、既に11月から4回のガバナンス会議を開催いたしまして、合計8時間プラスメールベースでのやりとりなどを通じて、ガバナンス会議のほうで、概ねコンセンサスがとられたものを、事務局からガバナンス会議の議員の皆様にかわりまして、まず御説明させていただきます。

構成でございますが、委員限り2の全体の資料でいきますと、大きく4つに分かれています。1つ目に前文がございます、その後、10の投資原則というものを記載しております。その後、3つ目で、各原則について少し詳しく説明したものをつけた後に、あとかきのようなものをつけるという構成になっております。

以下につきましては、3ページから個々の原則になっておりますので、それを御説明させていただきますのですが、クリップを外していただき、別紙をご覧ください。この別紙は、原則の順番とは異なりますが、概ね他の公的年金において記載されている内容とどういう対応関係にあるのか、ないのか、GPIF独自のものなのか、そうでないのかといったことを見比べていただきながら御説明させていただきたいと思っております。

まず1つ目でございますけれども、そこに書いてあります「年金財政上必要な積立金を確保することが、GPIFの使命である。このため、専ら現在及び将来の被保険者の利益のため、長期的な観点から年金財政上必要な運用利回りを最低限のリスクで確保することを目指す」というものです。

別紙につきましては、2ページをご覧くださいますと、最初に年金債務という欄が出てまいります。ここについては、CalPERSのほうでは、それに近い文言がございますが、他の海外の年金のところでは記載がなかった項目でございます。ただ、この部分は非常に重要でございます、一番最初に来ているということでございます。

説明文のほうは、1つ目、2つ目のパラグラフでは、賦課方式、リザーブファンドとしてのGPIFの位置づけについて書かれた後で、3つ目のパラグラフでは、年金財政上必要な積立金を確保できないこと、下振れリスクがGPIFにとっての最大のリスクであるということをも明記しております。

その後につきましては、むやみに高いリターンを求めない。そしてマーケット、市場規模を考慮して投資行動を行うといったことを書いた後、最終的に他事考慮をしないという点につきましても書かせていただいているところで、かなりボリュームのある項目でござ

いますが、非常に重要な規定だということで、1番目のところで詳しく記載させていただいているところがございます。

4ページをご覧ください。原則の【2】でございます。これは長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を得る、ということで、別紙のほうにつきましては、一番最初に投資ホライズン、長期投資家としての特徴ということございまして、比較しました他の公的年金いずれにおいても書かれている項目でございます。内容につきましては、長いほうがよいという、普通預金と定期預金の比較の例、不利な環境のときには売らなくてもよいという判断ができる長期性といった点が書かれていることがポイントでございます。

それから、下のほうには、基本ポートフォリオの御審議のときにもございましたが、これから25年の間、特に後半15年は積み上がっていくといったことを書かせていただいていることと、25年たった後においても、これは一番下でございますが、もちろんいきなり長期的な投資ができなくなるわけではないといったことも念押しをしている規定でございます。

続きまして5ページをご覧ください。5ページは「投資に伴う不確実性はつきものであり、年金財政上必要な運用利回りの獲得のため、市場価格の変動等を許容することは必要である」ということでございます。

別紙のほうに目を移していただきますと、上から3つ目にリスクプレミアムということで記載をしております。例えばオンタリオ教職員(カナダ)の場合には、「リスクテイクは必要、一定頻度で損失が発生することも予め理解」、ABP(オランダ)の場合には、「リスクへの投資は報われる」、CalPERS(アメリカ)については、「私たちがリスクを取るのは、それが報われるとの強い信念があるときだけである」、こういった記載がされているところでございます。

説明の文章の中では、経済はどうしても不確実性があるということをまず申し上げた上で、株式投資の持つ変動の可能性、市場価格と価値の乖離という話、債券であっても実質的な価値の目減りがあること、外貨のリスクといったことをまず述べた上、しかしながらということで、最後のパラグラフで、本来の価値に収れんすることが期待できる、あるいは分散投資の効果ということがあるので、年金財政上必要な運用利回りを確保することにつながる、こういう結び方で原則【3】は説明を終えているところでございます。

続きまして6ページをご覧ください。こちらは【4】で分散投資ということでございまして、皆様御案内のとおり的事柄について書いているところでございます。別紙のほうに目を移していただきますと、上から2つ目の項目に、CalPERSを除く2機関についても書かれているという内容でございます。

それから【5】でございますけれども、基本ポートフォリオの策定が最重要の意思決定であるということでございまして、基本ポートフォリオを定める趣旨を書かせていただいているのが1つ目。2つ目では、どういうプロセスで、この基本ポートフォリオができた

ということのおさらいをしていること。3つ目におきましては、長期的な観点から、年金財政上必要な運用利回りを確保しつつ、短期的な損失を最低限に抑えることを目標として策定したということに触れさせていただいております。

この点につきまして、別紙のほうは、ABPを除く2機関において、やはり基本ポートフォリオに当たるものが重要であるといったことの記載がなされているところでございます。

次のページをご覧ください。【6】で市場は完全に効率的ではない。情報を収集・分析し、超過収益を獲得する可能性を見出す努力を重ね、投資機会の発掘に努めるということでございます。

この原則につきましては、別紙で、上から4つ目に「市場の（非）効率性」ということで他の年金2機関においても書かれている項目でございます。

原則のほうの説明文におきましては、まずパッシブ運用の意味を書かせていただいた上で、後半のところでは、そうは言ってもマーケットの非効率性というものが存在することから、アクティブ運用の意義であったり、あるいはオルタナティブ投資の有効性といったものを説明する文章を書いていると、こういう内容でございます。

続きまして【7】は資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、不断に見直しを行うというものです。

別紙の2枚目をおめくりいただきますと、海外の年金においても2機関で、リスク管理のことについて書かれています。

続きまして、同じページの【8】に、投資にかかる費用は、費用控除後の投資収益との比較で、その妥当性を評価するということで、費用削減というのは非常に大切なことではある一方で、もちろん費用削減だけが目的ではないということを記載しております。

この点につきましては、別紙の2ページ目をご覧ください。上から3つ目に、コストということで、コストパフォーマンスのよさについては、海外の3機関につきましても、その重要性について書かれているところでございます。

次に進ませていただきます。9ページをご覧ください。【9】で年金給付に必要な流動性を確保するというところでございます。

既に御説明したところと若干重なるところはあるかもしれませんが、バッファーフاندとしての役割、年金給付に必要な流動性については、キャッシュアウト等対応ファンドを準備していること、それからパブリックのマーケットのアセットを持つておることを規定しております。

他の機関でございますが、別紙を御参照いただきますと、2ページ目、上から4つ目に流動性確保ということで、オンタリオにおいては、同様の記載がなされているものでございます。

最後に、【10】の株式投資において、企業価値の向上や持続的成長を促すことで被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。株主議決権の行使は、長期的な株主利益の最大化を目指すことを目的として行うといった記載になっております。

この点につきましては、別紙の３ページが一番上にございます。コーポレートガバナンス・サステナビリティということで、何らかの形で他の年金におきましても書かれている要素が含まれていると認識いたしております。

なお、説明文につきましては、５月に発表されましたスチュワードシップ・コード受入れの表明のときの文言を抜粋する形で書かせていただいております。

以上が 10 の原則の本文でございますが、逆に記載していない点について若干触れさせていただきます。別紙の３ページ目をご覧ください。空欄になっておりますが、ブランド価値が大事であるというお話があったり、あるいはリレーションシップということで、ライクマイネットな、他の同様の年金基金との共同投資のようなものが重要であるという話、それから、先行投資の有利性といったようなことが書かれております。

それから、評価の部分については、説明責任を果たすということは、原則そのものには載っておりませんが、冒頭の前文の中に説明責任を果たすという形で書かせていただいております。

それから、あちこちへ行って恐縮ですが、別紙の２ページ目の一番下にございます組織・人材という点でございますが、GPIF は、これからさらに人材の強化が図られるわけですが、この点、チーム、まとまりの重要性については、これから御説明いたしますが、原則 10 個の後にあとがきをつけておりますので、その中で触れさせていただきます。最後にステークホルダーということで、別紙の３ページが一番下の項目でございますが、年金受給者に対する受託者責任に即している限り、投資決定は幅広いステークホルダーの意向を反映するといった規定が CalPERS に置かれているということでございます。

最後に、委員限り 2 の最後のページでございます。先ほど触れさせていただきましたが、投資原則を実行するためということで、運用委員の皆様、役職員が行動規範に基づいて、高い職業倫理で行動するということ。GPIF の組織として、専門性を確保しつつ、組織の一体性を持って業務運営を行っていくことを書かせていただくというのをあとがきに入らせていただいております。

ガバナンス会議の皆様にかわりまして、事務局からの説明は以上でございます。

○堀江委員長代理　ありがとうございます。

４回会議を行い、まだ、言い足りない先生方もいらっしゃることは重々承知しているのですが、今の時点でこういうふうに取りまとめさせていただいたということです。また、発言されておりません菅家委員と大野委員から、忌憚ない意見をまずお伺いしてから議論させていただきたいと思います。

○大野委員　本当にお疲れさまでした。この間、私のほうで幾つか言ったのですが、いわゆる解説も含めていくと全て盛り込まれているので、特に３ページからずっと説明書きがありますけれども、１つひとつが非常にわかりやすいと思います。説明しにくい、かつて説明し得なかったこともきっちりここで言っていますし、私は非常によいと思います。大変お疲れさまでした。

ただし、感想をちょっと。1つは全体の感想なのですが、時間軸を超えて、将来、未来永劫という気持ちで作っていく投資原則であるので、若干10の原則の中に、当面、今、我々が取り巻いている環境変化、これの説明責任に若干捉われすぎているのかなという、投資原則として出すには。むしろ解説のところでうまく説明して、それがうまく説明されているのですね、現実。ですからくり出すことが果たしてよいのかということで、10項目入っていますけれども、幾つか後ろの解説でできるのではないかという感じがすごくしてしまっています。

○堀江委員長代理 例えはどういう。

○大野委員 投資原則は、以前、申し上げた心構えみたいなところをきっちり書いていくのかなというふうに思っていました、国民の信頼という話もありましたけれども、すごくいいなと思ったのは、解説の最後の10ページのところで、「GPIFの運用委員及び全役職員は、高い職業倫理に基づき行動する」、これをどこか、投資原則ないし投資原則の前文に書いたらいかかが。信頼性ということは物すごく大事だし、懸念される委員の方も多いので、これはとてもよい言葉ではないかと思っています。表に掲げたいくらいのすばらしい言葉だと思います。

次に、各論へ行きますと、例えばという話がありましたけれども、10の原則で言いますと、【1】は受託者責任を言っていると思います。これは必要だと思います。【2】は投資で長期投資、これも入れるべきだと思います。【4】の分散投資、これもとても大事なことです。そして【7】のリスク管理、これも極めて大事だと思います。そして【9】の流動性確保、これも非常に大事なことです。そして【10】の株式投資、取り立てて書いていますけれども、これはこれで1つあるのかなと、スチュワードシップで。

そう考えたときに、先ほど申し上げた、今の状況に引きずられているということが見え隠れするのは【3】、【5】は何とも言えないのですが、【5】、【6】、【8】、この辺が果たしてここに掲げるのがふさわしいのかなと。確かに非常に丁寧ですし、とてもよいことなのだと思いますけれども、我々民間企業でいろんなことをやっていると、こういう原則のところに余り否定的な表現は入れないのですね。例えば【3】で、不確実性はつきものでありというのが投資原則に入っているのはいかかなものか。あるいは【6】で、これも事実なのだと思いますけれども、市場は完全に効率的ではないと、ここで言い切ってしまうのが果たしてよいかどうかということはすごく気になりますね。あと【3】で言えば、後段の市場価格の変動等を許容することは必要である、これも確かに事実なのだと思いますけれども、後ろではもうちょっとわかりやすく書いてあるのですね。ですから、あえて【3】、【5】、【6】、【8】もとても大事なことなのだと思いますけれども、ここで掲げるのがどうなのかということを感じています。これが各論2点目ですね。

それから、最後、表現のところでありまして、2カ所だけ、投資原則の（1）でありますけれども、ここは菅家委員からも、恐らくいろいろ御意見あると思うのですが、私としては、まず1点目に、年金財政上必要な積立金を確保することが、GPIFの使

命とあるのですが、今、我々が求められているのは、法律で、本法人の投資については、将来にわたって年金保険事業の運営の安定に資することを目的、そういうことになっていると思うのですね。それ以上のことを書いてよいのかという感じがしています。

あと、「専ら」のところでありますが、専ら被保険者の利益という言い方であったかと思うのですけれども、ここは平仄を合わせておいたほうがよいのかなという感じはしています。

それから【10】の株式投資ということで1項目置かれているわけですが、私から見て違和感があるのは、後段の、株主議決権の行使は、長期的な株主利益の最大化を目指すことを目的として行う、これを原則に書いてしまうと、GPIF自身が議決権行使をしているのではないかと、事実と違う受けとめ方がされるのではないかと。では、どうするかということなのですが、先ほど来、御説明ありました、いわゆるスチュワードシップ責任を果たす方針、この趣旨をベースに記載されたらいかがか。例えば株式投資において、スチュワードシップ責任を果たすようなさまざまな活動を通じて、被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る、こんなようなことでシンプルにしてはどうかなというようなことを思っております。

済みません、つらつらと、せっかくまとめていただきながら、感想を言うのも私の義務でありまして、そんなことであります。

○堀江委員長代理 菅家委員。

○菅家委員 今、大野委員がおっしゃったこととほとんど一緒なのですが、原則ということは、法律であるとか、あるいは中期目標、中期計画であるとか、きちんとした、定められていることを、例えば法律読んでもなかなか、大体法律は普通読まないではないですか。したがって、法律とか、中期計画に書いてある原則的な立場、考え方というものを平易に、誰もがわかるような表現で示すのが投資原則なのだろうと私も思います。

したがって、時流に流された、失礼ですけれども、余りそういうところを触れないほうがむしろよろしいのではないかと思いますし、表現もできるだけ、法律とか、既にある基本的な文章の表現と余り変わらない表現にする。平易にするということは大事なことだと思いますけれども、少なくとも違った表現にははいけないと思います。

というのが大前提でありまして、少し細かく申し上げますと、まず3ページのタイトルなのですが、本文にも出てくるのですけれども、必要な積立金を確保するというのが、これは法律とか中期計画で、最近こういう表現は使われているのはよく知っているのですけれども、果たしてあるのかというのが疑問でありまして、積立金ということになりますと、ボリュームということになるではないですか。そうではなくて、必要な運用利回りを最低限のリスクで確保するというのは大前提、ここをベースに表現をすべきだということと、専ら現在及び将来の、こんな表現はどこにも書いてないわけでありまして、何でこんなふうな表現になっているのか、疑問なのですけれども、例えばそういうことです。

それから、大野委員もおっしゃいましたが、5ページの不確実性云々かんぬんというこ

とは、あえてこのことを原則として書く必要があるのか。これは積極的にリスクをとりましょうよというふうにも読めるわけですね。むしろ基本的な考え方は、次のページの【5】の一番下にあるとおり、「短期的な損失を最低限に抑えることを目標として」と書いてある。これが正しい表現だと思うのですね。そうではなくて、5ページの表現は、リスクを積極的にとっていきますよといったメッセージとして、誤って捉えられる可能性があるのではないか。むしろこんなものは原則に入れるべきではないと私も思います。

それから、7ページの【6】でありますけれども、これは私は完全にだめだと思いますね、ちょっと言い方は悪いかもしれないですけれども。というのは、中期計画を見ていただきたいのですけれども、パッシブ運用を中心とするというのがまずあって、アクティブ運用を採用する場合でも、確実性の高い云々かんぬん、かなり限定的に位置づけられているわけですね。7ページのこれはパッシブを説明し、アクティブを説明し、パラレルに同等に扱っていると誰が読んでも読めるわけですね。これは完全に誤りであると思います。

それから、8ページの【8】でありますけれども、「費用控除」云々かんぬんという部分なのですけれども、これは言われてみれば当たり前の話ですね。当たり前の話を何で原則としてここで入れるのかということは、多分何らかの意味、目的を持って入れていると思うのですね。それは完全に誤ったメッセージとして伝わると私は思います。

以上です。

○堀江委員長代理　ありがとうございます。今の意見を踏まえて取りまとめなければいけませんので、議論させていただきたいのですけれども、よろしいですか、私のほうから、幾つか大野委員と菅家委員からいただきましたので、確かに足下の政治環境とか、そういうのに引きずられていると言われればそうかもしれないのですが、5ページ目の【3】は特にそうです。何故株式に投資するのか。まさに5年前もそうだったし、今後も多分議論されるでしょう。当然株式市場は下がることもありますので、そのときに、何で株式を持っているのという理由を、必ず国民の目線から見たら疑問に思われることがあると思います。

これは、私は絶対に入りたい項目で、なぜならば、価値が上がるものに我々投資していないと、賃金上昇率プラス1.7%というのを達成できません。これが財政上要求されているもので、それをどうやって達成するのか、それは短期的には市場価格がぶれるものにも投資させていただかないと、当然価値が向上することが前提ですけれども、それを言った上で、国民の方に、ある程度価格変動があるものにも投資するということは、最終的には年金財政上の要求を満たすことにつながると言わないことには、また、同じような議論になるのかなと。そこを何らかの形で説明したいと、そういう思いがありまして、5ページ目はぜひとも入れたいというのが私のほうからのコメントです。

もう一つ、8ページ目の【8】ですが、これも当たり前のことではあるのですが、これもこれまでの反省というか、コストをミニマイズすることが本当に国民の目線に立ってよいことなのかということについて、私は大きな疑問を持っています。海外事例を見ても、

コストに関して言うと、リターンとの見合いで評価したほうが、より限られたリスクのもとで高いリターンを獲得できるのではないかと、そういったコンセンサスもあり、我々もそう思っているということで、これは明確に書いたほうが、海外の、先ほども清水委員の話ではありませんけれども、優秀なマネジャーの方にも来ていただくようなメッセージも、多分含められると思っています。最終的にはこれは国民のためになるということを、明示的にこういう形で対外的にメッセージとして出すことは私は重要なのではないかと思います。この【8】も投資原則の中にぜひ入れておきたいということで入れさせていただいたということでございます。

○菅家委員 最初は、6ページの分散投資であるとか、基本ポートフォリオの意味であるとか、まさにそういうことだと私は思うわけですね。これは表現すべきことであって、リスクテイクをしなければだめなんだよみたいなことを、あえて、しかも分散投資と基本ポートフォリオの前に持ってくるというのは、普通に考えておかしいのではないかと思います。

あと費用の問題でありますけれども、先ほど申し上げましたとおり、パッシブ・アクティブということについては、GPIFの基本原則があるわけですから。聞きようによってはそういうふうにおっしゃっていると思いません。聞きようによってはむしろ基本原則と違うことを考えているのではないのかというふうに、堀江代理の考えとは逆に誤解されるおそれが非常に大きいと思いますし、あえてこのことを投資原則に入れる必要は私はないと思います。

以上です。

○大野委員 繰り返しになりますけれども、投資原則というのは時間軸を超えるものでございまして、極端に言うと、20年後、30年後、有効なものという位置づけで考えていきたいし、そういうふうな組み立てをしたいと思う中で、ここは我々を含めた投資の心構えというところで書くべきであって、今、菅家委員も私も指摘した部分はむしろ具体的なやり方ですね。ですからこの部分は表に出さずに、むしろこの解説のところ、説明書のところにうまく散りばめていったらよいのかなという感じも、例えば長期投資ですとか、あるいは分散投資、そういったところに散りばめられればそれなりなのかなと。

それから経費、投資にかかる費用についても、8ページに解説してあるんですね。他の条件が同じであれば低いにこしたことはないのですが、ちゃんと低くしますよと、こういうことが入れば安心するのですけれども、これ抜きでいきなり出てくるのは、少し行き過ぎかなという感じがすごくしていますので、うまく解説のところを使っていくのが1つのやり方なのかということを私は読み込んで思ったのですけれども。

○米澤委員長 このヘッドラインだと誤解される可能性が高いということ。

○大野委員 費用をどんどん使ってもよいから、もうければいいみたいに書いてあるわけですが、読み取り方によっては。だからそこはいろいろな人の目線でいくと、もうちょっと配慮したらよいのかなという感じがしています。

○堀江委員長代理 時間軸という観点で言うと、大野委員とは私は意見が違って、投資原則ではありますが、これは未来永劫 20 年、30 年通用するというものではないと私は思っています。環境変化に応じて変更していかなければいけないもので、例えば財政上の要求利回りなども変わるわけです。そうすると、債券だけでよいという時代も来るかもしれません。そういうときは当然その内容を書きかえるというものだとは私は認識しています。もちろん長持ちさせなければいけないということは大野委員と全く同意見なのですから、かなり 10 年、20 年そのまま持つものを全部書きたいということではないということです。

○大野委員 恐らく環境によって運用のあり方は違ってくると思いますし、それは全く私も否定してないですけども、投資原則であるわけでありまして、基本的に投資の考え方という姿勢の部分でありますので、申し上げましたように、何が必要かという、軸を超えて、受託者責任であり、投資の中身については長期の投資をしていくと、長期の観点からやっていくと。

それから、やはり 1 つには絞らない、分散をしてリスクを、それからリスク側にもちゃんとしていく。それには当然流動性が必要でありますので、こういったところをしっかりと書いていくことが、私たちにとっても大事ではないか。投資原則なので。

○米澤委員長 分散投資ということだけで、自動的に株式とリスク資産を入れてくるということにつながりますか。

○大野委員 直接はつながらない。でも含まれるのではないですか。

○米澤委員長 多分含まれますけれども、【3】を書いている裏には、かなり根強く国債、いつでも国債だけで十分じゃないだろうかという意見があるのですね。それはもっと大きな話になって、それだったら、こんな大きな組織は要らないだろうということは根強くあります。ただ、そのとき、いろんな人に議論していただくと、大体はそうではないということで納得していただいていますけれども、そのところはかなり根幹にかかわってくるところなので、はっきりしておく必要はあると思います。

○菅家委員 分散投資を否定するという考えはそんなにないと思います。今、根強く国債オンリー云々かんぬんとおっしゃいましたけれども。

○清水委員 よろしいですか。何でこのタイミングでこういった投資原則を作っているのかというところに立ち返りますと、要するに GPIF は既にかなりリスクに偏ったと批判されるような、新しい基本ポートフォリオをつくり、実際にそれをもとに運用しようとしているわけで、この投資原則をつくる目的の 1 つは、未来永劫に伝わる投資原則という側面よりも、むしろ大きく変わって新しいことを始めている GPIF の行動をきっちり説明することがその目的であり、これをもとに、例えばこれが受け入れられないという方が多いのはわかっている中で、でもこの投資原則をもとにいろいろなレベルに周知し、教育し、伝えていこうという目的で私は作っているのだと思います。

だから、ある意味、大野委員がおっしゃるように、今の状況に合わせた解説を含んだ原

則が多いのはまさにそのとおりですが、特に大きく変わった部分をきっちり捉えて、ごまかすことなくリスクをとるのだということ、不確実性があるのだということをきっちり考えた上で、実際にポートフォリオをつくって、それを実行しているのですよということを明らかにするというのがこの投資原則の意味だと思います。その意味で、私もこの【3】は絶対書くべきだという堀江委員長代理の案と同じように、ここは絶対書く必要があると思っていました。ちょっと前後しますが、私たちが投資原則を作るに当たり、先ほど青貝企画部長に御説明していただいたように、まずはいろいろな各国年金基金でどういうことを書いているのかというのを勉強したのですが、私も実際、一番最初にいろいろな年金危機の投資原則の中にこのような文章を見たときは、市場が完全に効率的ではないということとは、わかりにくいから書かなくていいと最初は言っていた立場です。

でもわからないから書かなくていいとか、こういうのはファイナンスをやっている人は当たり前にとるけれども、そういうことを知らない人は変にとってしまうから、書かなくてよいということではなくて、日本自体が、GPIF がこうやったリスク資産も含めた分散投資を始めていくということは、恐らくこれに基づいて私学共済とか、ほかの共済も始め、さらには個人が預金だけではなくて、ニーサをもとに株式投資を始めるといって、全ての人が市場の不確実性の中から収益を得るという行動を始めていく第一歩になるような投資原則なのではないかなと個人的には思っています。ずっと長い議論を重ねて、これは要らない、あれは要らないといった中でつくり上げてきたのがこの10個ということで、恐らく本当にいろんな反論もあり、受け入れられないこともあり、しかし GPIF がやっているということは、こういうことなんだということを全て表現しているものだと思うので、私はそういう意味では、今回、個人的にはこれを作るということにかかわらせていただいたのは、とても意義の深いことだったなと思いますし、私は例えば運用委員ではありますが、一方で、大学でいろいろ若い人たちに物を教えている立場ですので、これをもとにいろんな意見をいただきながらも、GPIF が何をしているのかということを説明していきたいなと思っています。

○堀江委員長代理 佐藤委員。

○佐藤委員 清水委員が今おっしゃったことを少し私の視点で言葉をかえて申し上げたいと思いますけれども、今回の投資原則の意味合いは私は3つあると思ってしまして、1つは、今回ポートフォリオを見直した thought process、考えたプロセス、それをきっちり説明する必要、まさにアカウンタビリティを我々は持っている。もちろん公表文もありますし、記者会見、理事長もされていますし、委員長もされていますけれども、それを補完するものがこういう投資のプリンシプルという形で必要とされている時期なのではないかと思うんですね。もう一つは啓蒙、エデュケーションという意味合い、これは非常にプレリミナリーの批判が世の中に多過ぎるから誤解に答える必要がある。それに答える1つの材料として、こういうものは世に出しておく必要性は私はあると思っています。

3番目は海外への発信というのでしょうか。今ほど GPIF に対して海外の、それも投資家

だけではなくて、アカデミズムも含めて関心が高まっている時期はないと思うのですね。そのときに必要になるのは GPIF の投資フィロソフィー、それを英語になるような、英語の論理できっちり答えられるようなものが非常に必要で、もにやもにやとした法律の文章ではなくて、ロジカルなものが今一番必要なのではないかと思います。

その3つを満たすものとして、1つのたたき台ではありますけれども、もうたたき台よりもかなり内容が、少なくともヘッドラインとして残すかどうかという問題は別にして、項目としては、私はかなり網羅されているのではないのかという具合に理解します。

○菅家委員 今のお二人の発言を聞いて違和感を覚えたのは、この原則というのは、この間、議決をした新しい基本ポートフォリオを説明する手段の1つであるかのごとおっしゃっていましたが、それは全然違うと思ってまして、基本ポートフォリオというのはさまざまな状況において変わるものであって、投資原則というべきものではないと私は思っています。あくまでこの原則というのは、法律であったり、基本的な決まり事をわかりやすく国民に説明をするというものだと思います。

それとこの投資原則とか行動原則をつくる議論の契機になったのは、まさに GPIF のガバナンス改革の議論の流れの中で出てきたわけでありまして、そういう点から見ても、まさにそういうことだろうと私は思っています。

○米澤委員長 今、清水委員がおっしゃった点については、私はもっともと思うけれども、我々がこれを作ったときには余りそういう意識はなくて、原則で、プリンシプルで作って、ここに出てきていると思います。だから、あえてこの間のポートフォリオをジャスティファイするというをやってきたわけではないような。

○清水委員 もちろんそうです。

○米澤委員長 ただ、おっしゃる意図はよくわかりますし、改めて、それとも全然不整合ではないのでよくわかりますけれども、そこを正当化するとかというつもりは全くないですね。私は結構長くこれは使えるものかなと思っていますけれども。

○佐藤委員 別に正当化するという意味ではなくて、あくまでもプリンシプルですから。

○清水委員 プリンシプルだと思いますけれども。

○堀江委員長代理 武田委員、どうですか。

○武田委員 私もこの作成の4回の会合に携わってきまして、いろいろ意見も申し上げてきましたので、基本的にこちらにございます項目については賛成しているということです。ただ、最終的には、原則ですので委員会で議論はきちんと重ねていったほうがいいと思います。先ほど大野委員がおっしゃったように、【1】が何か、【2】が何か、【4】が何かとクリアにさせていただくと、それも軸として理解できますので、そぎ落としていくプロセス、そぎ落とすというのは、項目を落とすという意味ではなく、例えば全文を原則の中に残すのがいいのか、大野委員がおっしゃられたように、考え方は中の文章には入れるけれども、原則としては軸だけが見える形にしていくのがいいのか。こうした文章の修正は、皆様のご意見をお伺いしながら、より洗練されたものに見直していけばいいのではないかと思います。

ます。

○米澤委員長 もっともなところありましたね。

○堀江委員長代理 順番も含めてですね。

○武田委員 御指摘いただいていますので。

○堀江委員長代理 やり方をどうされるかということ。

○武田委員 そうですね。

○米澤委員長 私も大野委員と菅家委員の意見を聞いていて、【6】が強過ぎるなというのは、言われたら、私もそうかなと思います。基本はパッシブ、【6】はヘッドラインだけ読むと、そういうつもりではないと思うのだけれども、ちょっと留保が必要かもしれません。中期目標などとの整合性も持って、まとめる必要があると思います。

○堀江委員長代理 今、菅家委員と大野委員の意見をいただきましたので、これを踏まえて、もう一回ガバナンス会議をやるか、それとも事務局と私のほうでもう一回練り直して、皆さんにメールを差し上げて、それで取りまとめるか、預からせていただけますか、それで決めさせていただきたいと思います。

次に行動規範について、青貝さんお願いします。

●青貝企画部長 続きまして、委員限り3でございます。行動規範につきましても、先ほど投資原則のときに御説明いたしました経緯で、ガバナンス会議におきまして審議いただいてきた項目でございます。この案を御説明する前に、クリップを外していただきまして、A3のサイズの別紙1というものがございますので、これを使いまして少し各国の比較感も交えて御説明をさせていただきたいと思います。

まず別紙1の一番左側の列でございますが、行動規範に記載すべき項目を分野ごとに並べさせていただきました。それから、横のほうに目を移していただきますと、一番左から2つ目に当法人が、それ以降には海外の先進的と言われる年金基金、国内の年金基金、味の素さんを先進的な事例ということで参照させていただいたこと、それから、金融機関、銀行、証券、これらを比較した上で、今回策定したいということでございます。○とか△がたくさん並んでいるのですが、あちこちへ行って恐縮なのですが、GPIFの行動規範(案)というところがございます。そこに○がついていないところというのが何かということで御説明しますと、幅広いステークホルダーのためにこたえますといった上から3つ目の点、それから、少し下において目を移していただきますと、接待・贈答をするという部分、社会貢献度、安心・信頼といったところについては、今回、行動規範には入っておりませんが、それ以外につきましては、基本的に記載しております。一部△がございますのは、運用委員の皆様におかれては、別の本業をお持ちの皆様でいらっしゃると思いますので、そことの兼ね合いをどうするのかという点に配慮すべきという意味で△をつけております。

あちこちへ行って恐縮でございますが、この表の一番下に簡単とかいろいろ行動規範のボリューム感を少し書いております。今日は御参照いただく時間がございませんが、一番詳しいものは海外の年金基金、味の素さんの事例が非常にお詳しいのかなと思っておりま

す。その次が日本の証券会社、日本のメガバンク、国内の年金基金の事例という感じで、詳しさのレベルが少しずつ減っていくような形になっております。

これまでガバナンス会議で御議論いただきまして、趣旨としては、海外の年金基金並みのものにしたいと考えておりますが、左側に目を移していただきますと、中間と書いております。これは実際の行動規範そのものは検証的な位置づけで非常に細かさはないわけですが、あわせて内部の既にあります規程を公表するという事で、実質的には海外年金基金に近いものを外にお示しするという方向でどうかと考えております。

規程と申し上げましたが、具体的にどういう規程があるのかということが、あちこちで恐縮ですが、もう一度 GPIF の箱の中の左側に現行規程という欄がございます。ここは大きく2つ分かれております。1つは、役職員に適用される規程、それから、右側には運用委員の皆様も含む規程と分かれております。

まず役職員に適用される部分でございますが、御説明は割愛いたしますが、この後ろに別紙2がございまして、具体的なそれぞれの規程のエッセンスが記載されておるものでございます。今回いろいろな年金基金、その他事例を拝見しまして、抜けておった規程が1つございます。それは非常にわかりにくいのですが、役職員の中の適用の中に、上から大きな箱で4つ目くらいのところにディスクロージャーというのがございまして、メディア対応といった部分、こちらはこれまで規程がございませんでした。今回行動規範を定めるに当たりまして、これに対応する規程も設けさせていただきたいと思っております。

それから、運用委員の皆様を含む部分は制裁規程というものがございます。運用委員に御就任いただくときにご覧いただいているものではございますが、いま一度簡単に御説明をさせていただきます。別紙3をご覧ください。別紙3は見出しが消えているところがありますが、○がついているところの下に制裁規程というところがございます。この後ろには制裁規程もおつけしておりますが、制裁規程はもともと GPIF 法の23条というところで定めることが法定されている項目でございます。それを受けて、運用委員の皆様も適用されるものとしての制裁規程がございます。

その中身でございますが、幾つかの項目に分かれております。まず GPIF 法第11条第1項の職務専念義務の部分、第13条の秘密保持義務といったことがありまして、これは法律上も役職員、運用委員の皆様を対象とするものということが定められているものでございます。

それから、2つ目に、GPIF 法第11条第2項の慎重な専門家の注意、第3項で、厚年法を含む関連法の遵守、第12条の自己又は第三者の利益の禁止といったことが、こちらは法律上、理事長と理事を対象に定められているものがございます。

そして、中期計画に定めることに違反した場合、ふさわしくない行為をした場合、こういったものを全て制裁規程という形で、役職員に限らず運用委員の皆様にも適用されるものということで定められているのが現状のたてつけということになります。

今、申し上げた制裁規程の項目をご覧くださいても、実は基本的な行動規範で定められ

ているべき項目が入ってはいるのですけれども、なかなかパッとお読みいただきにくい部分もございますので、そういった意味からも行動規範を今回改めて整理する意義は非常にあるのではないかとこの御議論がなされたところでございます。

委員限り3の表紙をご覧ください。まえがきの後に行動規範の対象範囲として、運用委員の皆様も含めた役職員ということで、そちらが対象範囲ということになっております。

それから、行動規範ということで、【1】の社会的な使命、【2】の受託者としての責任ということで、慎重な専門家としての注意を払うということ。それからなお書きで、改めて運用委員会の委員の皆様も所属機関の利益を考慮しませんといったことを明記させていただいているというのが現案でございます。

それから、2ページ目をご覧ください。【3】の法令等の遵守と高い職業倫理の保持ということで、「私たちは」というのは役職員、運用委員の皆様全てを指しているわけですが、この2つ目のところで、贈与等を受ける、株式投資、他の職を兼ねる。他の職を兼ねるというのは運用委員の皆様は当然やっていらっしゃるわけでございますので、そこは役職員というような形で明記をしたわけでございます。これにつきましては、ガバナンス会議の終了後、メンバーでいらっしゃる佐藤委員から、これで運用委員の皆様についても、十分なコンプライアンスの縛りがかかっているのかということについてどうだろうかといったお言葉をいただいておりますので、このページの右上に書かせていただいております。それ以降は【4】の秘密保持義務の遵守と保有財産の保護ですとか、先ほど述べました【5】の自己又は第三者の利益追求の禁止、3ページ目でございますが、【6】の公正な取引、【7】の適切な情報開示、この中には、先ほど御説明しましたが、新しく設けるようなメディアとの対応の関係の部分、そして【8】の個人の働きと組織の発展といったこと。最後のページでございますが、【9】の違法行為、不正行為の報告といったことを書かせていただいております。

その上で、行動規範につきましては、コンプライアンスの考え方がいろいろ変わっていくこともあり得るということを踏まえて、見直しの規程を入れさせていただいているということでございます。

駆け足でございますが、事務局からの御紹介は以上でございます。

○堀江委員長代理　では、議論をさせていただきます。佐藤委員。

○佐藤委員　2ページの右上のボックスの中に、私のコメントを入れていただいておりますが、青貝部長の説明で十分ニュアンスが伝わっていなかったことがありますので、申し上げたいのですが、2つ目の○、要するに主語がここだけ「役職員は」となっていて、運用委員というのは何をやってもいいのか、こういうことになりますね。そもそもこれは行動規範であって、いわばインテグリティを縛るものなので、コンプライアンスだけの話ではないのですね。そもそも運用委員たる者は、ここに書いてあるものと同等の、あるいは同等以上のインテグリティとか規範を持って行動することが要請される。当たり前ではあるけれども、それがどこかに書いてないと、役職員の話だけ書いてありますと、運用委員は

何もないように印象を受けるけれども、それは本当にどうなのですかという質問が必ず出てくると思いますので、そこは何かの形で補っていただけるといいなという趣旨でございます。

○菅家委員 対象範囲というのが最初に書いてあって、運用委員会の委員というのが一番最初に書いてあって、あと、役員、職員と書いてあるので、2ページの1つだけ「役職員は」というのは、どうしてこうなのか、説明があったのですけれども、わからなかったのですけれども。

●青貝企画部長 他の職を兼ねるとか、そういったことは当然やっていらっしゃることでありまして、そういったことを、ここで「私たちは」とすると、当然兼職で常勤でない形でおやりになっていらっしゃる。

○菅家委員 我々は本職持っていますからね。

●青貝企画部長 そこは見た目、抵触したように見えるということで。内部規程に違反してということで、ここを「私たちは」としても、運用委員の皆様には直接かからない読み方が可能なようにはなっているのですが、一見すると、そこがわかりにくいのではないかという御指摘もガバナンス会議ではあったものですから、「私たちは」ではなく、「役職員は」といった形にさせていただいた、そんな過程がございました。

○米澤委員長 逆に「私たち」で始まって、「他の職を兼ねることなど」だけデリートとしたらまずいですか。

○菅家委員 ただ、常勤役職員は兼職禁止規程がばっちりかかりますからね。

○米澤委員長 それはほかでちゃんと規定されている。

○菅家委員 そういう意味では全部そうだと思いますけれども、細かな規程がいっぱいあるんですね。

○米澤委員長 書かなくても、当たり前と言ったらおかしいんですけども。

●青貝企画部長 役職員におきましては、今、菅家委員から御指摘いただいたような、職務専念義務というのがございますので、理事長等の兼職に関する規程ですとか、就業規則の中では当然なのですけれども、役職員はこの GPIF での業務に専念することというのは、他の年金においても書かれている項目ではありましたので、あったほうがよろしいのかなというふうに思った次第です。

○菅家委員 米澤委員長がおっしゃるとおり、ここだけ主語が違うというのは、みんな違和感、変だねと思っちゃいますね。内容いかんにかかわらず、「私たちは」というふうにしななければいけないのでしょうか。そうすると、兼職のところを外すしかないのですかね。

○米澤委員長 ここが入っていたので、そこで「私たちは」というと、ここでひっかかったもので、「他の職を兼ねること」を消していただければ、全然違和感はないです。

○菅家委員 あとは問題ない。

○大野委員 もう一つは内部規程は我々は適用されないわけで、そういうところを削っていくべきでしょうね。

○佐藤委員 ええ。

○清水委員 だから「内部規程に違反して」というのは全部にかかっているのであれば、「私たちは」、私たちは内部規程はないから兼職してもいいわけですね。

○佐藤委員 そうです。制裁規程だけが対象になる。

○清水委員 基本的には、「など」で、あとは「国民の疑惑や不信を招くような行為」は全部にかかわるので。

○佐藤委員 「私たちは」で、その後「内部規程に違反して」を消し、「他の職を兼ねること」も消し、それですっきりするような気がします。

○米澤委員長 それでいいかもしれませんね。

●青木審議役 株式投資につきまして、これまでは運用委員会の委員は非常勤でいらっしやって、当法人の個別の業務にかかわる立場にないという整理で、制限は設けていないと。ただ、GPIF 法上、職務上知り得た秘密を利用して何かするという事は禁止されているということです。

○菅家委員 インサイダーですね。

●青木審議役 事後的に禁止されているということです。

●三谷理事長 株式投資まで調べるかどうか、運用委員の方はやめてくださいと言って大丈夫なのかとか、我々の気持ちなんですけれども。

○菅家委員 そうですね。インサイダーはインサイダーで禁止されているわけだから、大きく。

●三谷理事長 もちろんここで知り得た秘密を使って投資、そういう秘密はこちらには出てこないと思うのですけれども、個別銘柄の話などは。そうでなくても第4項の最初のところで、守秘義務がかかっていますので、ないしは不正流用しませんというのが、かかっていますので、そこでも読めるのかなという気もするのですけれども。

○大野委員 印象としては、すごくここは手厚く縛っているのですね。手厚くというか、手厳しく、【4】、【5】もあわせていくと、ほとんどカバーできちゃうので、そういう意味ではこの○はかなり軽くしてしまってもいいのかなという感じも何となくしているのですけれども、【4】、【5】でも実質縛られていますね。知り得た情報で活動できないし、かなりカバーできているので、運用委員について言えば、かなり縛られていますので。

○堀江委員長代理 内部規程のところと株式投資のところと、他の職を兼ねる。

○米澤委員長 何も残らなくなっちゃう。

○菅家委員 しょうがないですね。「私たちは」にするのでは。

○佐藤委員 逆に言うと全部要らない。

○清水委員 そういうことを言うと全部なくても。

○佐藤委員 要らないですよ。

○堀江委員長代理 どこかほかのところに回すとか、そういうことですか。あるいは、今削ったやつの残りの部分を。

○佐藤委員 あるいはどこか前文に入れるか。

○堀江委員長代理 そうですね。

○菅家委員 ほかに散らばす。

●青貝企画部長 役職員の職務専念というのをどこか別の形できちんと入るようにするというふうなことで、あとは【４】、【５】で読めるのではないかという御指摘でございましたので、そういう点を少し踏まえて、またガバナンス会議の堀江議長初め皆様と御調整させていただいた上で、メール等の形も含め、お示しできればというふうに考えております。

○菅家委員 済みません、行動規範はほぼまとまったので、くどいようですけれども、１ページの「専ら現在及び将来の」というのは、これはやめてほしいのですね。「専ら被保険者の利益のために」、「将来の被保険者の利益」のところ、我々は何ができるのですかという、根本的な疑問を持っていますので、これは法律上の表現にしたい。

●青貝企画部長 これはガバナンス会議の御議論の中では、やはり非常に若い世代において、年金制度そのものに対する不信や疑念というお話がございました。

○菅家委員 それは別のところで表現したほうがよろしいと思います。ここで表現するような内容でない。

○堀江委員長代理 法律用語に縛られる必要があるのかなと私は思うのですね。

○菅家委員 「将来の被保険者の利益」、我々は何をするのですか、将来の被保険者、誰かもわからないのに。

○堀江委員長代理 わからないので、非常に長期のことを考えつつ。

○菅家委員 でも、ここは「被保険者の利益のため」、と特定されているわけですから、一般的な制度のことを言っているわけではないわけですから。

○堀江委員長代理 違う言い方ですか、非常に超長期のことも考えているということで。

○菅家委員 ここは法律的な、最も重要なところをここへ持ってきているわけでしょう。要するに当然の目的というか、それぞれが解釈の余地があるような表現にここはすべきではないと思っています。

○堀江委員長代理 そこも含めてですか。預からせていただいて、もう一回検討させていただきます。

済みません、時間が超過しますけれども、残りのものをやらせていただきたいと思います。積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）（案）について、説明をお願いいたします。

●青木審議役 委員限り４をご覧ください。１の経緯のところにございますように、被用者年金制度については、来年１０月に一元化されますが、その資金運用につきましては、当法人と３つの共済とで共同してモデルポートフォリオを定め公表することとされております。なお、モデルポートフォリオは、一連の資料の中の参考資料１というのがございますけれども、いわゆる積立金基本指針と言われているものでございますが、これに適合したものにする必要があるということでございます。

委員限り 4 の 2 に記載のとおり、4 つの主体が事務レベルの連絡会議を設置して 4 回会議を 5 月以降開催いたしまして中間的な案を策定したということで御報告でございます。中間案の内容でございますが、3 に記載のとおり、基本指針ではモデルポートフォリオは、厚生年金保険事業の共通財源として一体性を確保しつつ、自主性及び創意工夫を発揮できるようなものにする必要があるということで、このことを踏まえて、ここに 2 つほどのことを書いてあるのですが、その 2 点をポイントとする中間案を策定したということで、第 1 に、年金財政検証で示された種々の要請に従って検討・作成されました当法人の基本ポートフォリオの資産構成割合の数値を用いる。第 2 に、当法人の基本ポートフォリオの乖離許容幅の数値の範囲内に各主体の基本ポートフォリオの資産構成割合の中心値がおさまるようにするという 2 点でございます、中間案そのものは 2 枚目の委員限り 4 の次の別紙という資料でございます。

別紙で、上のほうは法令の規定に基づいてモデルポートフォリオを定め公表する旨を書いておりまして、今、申し上げました 2 点は真ん中の表に記載しているとおりでございます。4 つの主体における各資産の構成割合の中心値が含まれるべき範囲、ここではそれを「中心値範囲」という規定を使っております。当法人におきまして、乖離許容幅の範囲内で市場見通しなどに基づいて、あえて中心値と異なる資産構成割合に基づく運用が可能でもございまして、各共済におかれまして、当法人の乖離許容幅と同様の範囲内で基本ポートフォリオの中心値を定めても、基本的には被用者年金の共通財源としての一体性を損なうとは言えないものと考えております。

なお、各主体のほうで、それぞれ基本ポートフォリオの乖離許容幅を定めますけれども、これに関してはモデルポートフォリオの別紙の中では特段の定めをしておりません。これは各主体の定めた基本ポートフォリオはそれぞれ主務大臣の承認が必要でありまして、主務大臣の承認というプロセスがあることで共通財源としての一体性は担保されるというように考えているためでございます。

別紙の下の方の備考の 3 でございますが、オルタナティブ資産につきましては、当法人の基本ポートフォリオと同様、リスク・リターン特性に応じまして、伝統的 4 資産のいずれかに区分して管理する旨規定しております。また共済には短期資産を国内外の債券、株式と区分して資産構成割合も規定したいというような要望もございますけれども、そのようなことができるよう、この 3 のただし書きを加えております。

4 は技術的な規定でございます、短期資産は実際上持ちますけれども、基本ポートフォリオ上は位置づけない当法人とは異なりまして、共済において、短期資産の割合を定めた場合に、例えば国内債券 35% ということでございますが、仮に短期資産として 5% を定めた場合に、この 35% に 1 引く 5%、0.95 を掛けて四捨五入すると 33% になるのですが、そういう数字にこのモデルポートフォリオの数字を読みかえることもできるといった例でございます。

最後に今後の予定でございますが、委員限り 4 の一番下のところに戻っていただきます

と、この中間案につきましては、連絡会議においては基本的に了解をいただいております。今後、各共済におかれましては、主務官庁等の関係機関、また運用に関する有識者の会議をそれぞれ設けておられますので、その会議を構成されておられます有識者の先生方に改めて説明を行い御理解いただくと。これまでもある程度御説明はされているのかと思いますけれども、改めて説明を行って御理解をいただいて、当法人におきまして、この場で、今、御説明させていただいているということでございますけれども、年内にも最終的な案を確定させていただきまして、年明けから最終的な案についての各法人としての決定の手続きを進めていければというように考えているところでございまして、年度内を目途にこれを定めて公表できればと考えているところでございます。

以上でございます。

○堀江委員長代理 どうもありがとうございます。御質問等ございましたらお願いします。これは当法人はそのまま、モデルポートフォリオは同じだということで。

●青木審議役 そういうことでございます。

○堀江委員長代理 よろしいですか。

済みません、時間が押しているので申しわけございませんが、投資委員会の設置について、引き続き、事務局から御説明をお願いいたします。

●青貝企画部長 御説明いたします。資料2を御参照ください。投資委員会を設置することについて御説明いたします。なお、この資料につきましては、運用委員会終了後、一定の期間の後に年内には公表ということを予定している内容でございます。

基本的な考え方につきましては、1番目でございますが、基本ポートフォリオの変更の際にも、専門人材の強化を図ることが建議なされたわけでございますけれども、そのような中で、1月5日に運用委員であった水野弘道さんが今回理事に着任する運びになったということでございますので、新しく水野氏を理事としてお迎えして、その中で体制強化を図るということでございます。そのために投資委員会というものを設置することとしております。

2でございます。投資委員会の具体的な役割、構成についてでございますが、あくまで理事長が意思決定をするための事前の審議を行うということを目的としております。

メンバーでございますが、理事長、理事(CIO)となる水野氏、理事長が指名する者を委員といたしまして、案件について部室長が説明するという形で審議を進めるということでございます。

③でございますが、この投資委員会の委員長には、水野氏が御就任されるということでございます。

2番目でございますが、審議事項につきましては、そこにありますとおり、運用そのものに係る①、リバランスに関することが②、③につきましては、万一、キャッシュアウトが必要なときに、マーケットで何か売ると、回収を図るということがふさわしくないときに短期借入をする形を残しておく、こういう実績はございませんが、この3つプラスそ

の他重要な事項ということで、この4つで審議事項を投資委員会の対象としたいということでございます。

駆け足でございますが、説明は以上でございます。

○堀江委員長代理 質問等ございましたら、お願いします。

○菅家委員 委員の構成のところで、理事長が指名する者と書いてあるのですが、これはどういう人をイメージすればよろしいのでしょうか。

●三谷理事長 審議役クラスの人を指名しようかと思っていまして、もちろん内部の方に全てお願いするつもりです。

○菅家委員 わかりました。

●三谷理事長 これはまだそういう方が任命されていませんけれども、将来、常勤の運用委員の方などが任命されれば、そういう方にも入っていただくことも検討に値するというふうに思っています。

○菅家委員 運用委員。

●三谷理事長 常勤の運用委員という提案があります。

○菅家委員 ありますけれども、運用委員会と執行部、執行者との関係というのは、チェック・アンド・バランスの面があるので、その人が執行に入るとするのはちょっと論理矛盾ではないのでしょうか、常勤だろうとも。

●三谷理事長 おかしいですか。

○菅家委員 と思います。今の制度では。

○堀江委員長代理 私もそう思います。

○菅家委員 そうですね。これからの理事会とか、どういうガバナンスが行われるのか知りませんが、少なくとも今の枠組みの中ではそうだと思います。

●三谷理事長 そこはまたちょっと、そういう御意見があるということを踏まえて。

○米澤委員長 今のところは、水野さんも出てこれないから、きちんと分かれるわけですね。

●三谷理事長 ええ。

○堀江委員長代理 済みません、最後のリスク管理状況等の報告（平成26年10月・11月）についてお願いします。

●陣場運用部長 委員限り8のリスク管理状況等の報告について、ごく簡単に説明させていただきますが、11ページをご覧ください。

10月の状況ということでございまして、月初はIMFが成長見通しを引き下げたということもありまして、随分内外株式が下がりましたが、月央から状況が落ちついてきて、月末には御承知のとおり、日銀の追加緩和の影響で内外株式が大きく戻り、かつ円安・ドル高・ユーロ高が進みました影響で外貨建て資産のリターンが押し上げられたという状況で、10月も幸い1兆5千億円ほどの収益となった状況でございます。

次に1ページ目をご覧ください。速報ベースで、一番右の列でございますが、直近の残

高ということで記載をさせていただいております。11 月も追加緩和の影響で、特に為替がドル高・ユーロ高と、11 月は随分進みまして、この影響でリターンが随分上がっていること、また私ども国内債券を売り、他の 3 資産にリバランスをかけるといったオペレーションの影響もございまして、11 月末のベースで、国内債券につきましては 44.35%ということで、乖離許容幅の中に入ってきたということでございまして、ほかの 3 資産も既に乖離許容幅の中に入ってきているという状況でございます。

○米澤委員長 全部入った。

○堀江委員長代理 でも足下、また違いますから。

●陣場運用部長 それと 2 ページ目をご覧くださいと思いますが、一番下の短期資産のところ、年金特別会計ということで、新しい枠組みのもとで年金特別会計の短期資産も加えて管理をするということで、10、11 月とやってございます。年金の性格上、給付は偶数月の 15 日です。保険料は毎月入ってくるということで、奇数月の月末というのは年金特別会計の短期資産が少したまりやすいタイミングになっているということがございまして、11 月分の年金特別会計の短期資産をご覧くださいと、3 兆 7 千億円ということで、残高が積み上がっているといった状況でございます。

ごく簡単でございますが、以上でございます。

○堀江委員長代理 どうもありがとうございました。よろしいでしょうか。

済みません、私の司会の不手際でちょっと延びましたけれども、これで全部の議事は終了しましたので、これで終わりとさせていただきたいと思います。

事務局から何かありましたら。

●青木審議役 議事進行ありがとうございました。なお、委員の皆様へは既に御連絡申し上げましたが、平成 27 年 1 月 4 日をもって大久保理事が退任し、1 月 5 日付けで水野弘道氏が GPIF の理事に就任されることとなりました。

最後に大久保理事より一言御挨拶を申し上げます。

●大久保理事 平成 24 年 9 月に着任しまして、2 年 3 カ月余にわたり在職いたしましたけれども、この間、運用委員の皆様大変お世話になりましたことにつきまして、この場をおかりして厚く御礼申し上げます。ありがとうございました。

●青木審議役 次回の第 89 回運用委員会につきましては、平成 27 年 1 月 29 日、木曜日の 15 時から、当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくお願いいたします。

以上でございます。

○堀江委員長代理 ありがとうございました。