

運用委員会（第101回）・ガバナンス会議（第7回）合同会議議事録

1. 日 時:平成28年1月15日（金）15:30～17:30
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: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・佐藤委員  
・清水委員 ・菅家委員 ・武田委員

4. 議 事

[運用委員会・ガバナンス会議合同会議]

- (1) 運用委員による行動規範の実施状況の確認について
- (2)その他

[運用委員会]

- (1)リスク管理状況等の報告
- (2)その他

●三石審議役 それでは、ただいよりも第101回運用委員会と第7回ガバナンス会議の合同会議を開催させていただきます。委員の出欠でございますけれども、大野委員におかれましては、所用により御欠席と伺っております。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数となっておりますので、いずれの会議も成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほかに、委員限り1本日の議題。

資料1-1 GPIFガバナンス強化のイメージ（案）。

資料1-2 GPIFの運用の現状と課題。

委員限り2 運用委員による行動規範の実施状況の確認。

委員限り3 オルタナティブ資産の基本ポートフォリオ上での位置づけについて。

委員限り4 平成27年日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況について。

委員限り参考1 株主議決権行使状況の概要。

委員限り参考2 機関投資家のスチュワードシップ活動に関するアンケートのお願い。

最後に、委員限り5 リスク管理状況等の報告でございます。

お手元でございますでしょうか。

それでは、ただいまから運用委員会とガバナンス会議の合同会議を開催させていただきます

ます。

それでは、まず、堀江議長のほうからよろしく願いいたします。

○堀江議長 米澤先生にかわりまして、御多忙中のところ、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

本日のガバナンス会議は、前回御意見のありました運用委員による行動規範の実施状況の確認について、まず執行部から説明をいただき、運用委員会のメンバーと合同で議論することによって、運用委員会への報告とかえさせていただきたいと思っております。

では、最初に委員限り2運用委員による行動規範の実施状況の確認について、事務局から御説明をお願いします。

●三石審議役 それでは、お手元の委員限り2の資料が3種類あるかと思えますけれども、これにつきまして、説明をさせていただきます。

前回の合同会議におきまして、私ども役職員の行動規範の実施状況について御報告をさせていただいた際に、運用委員についても同様に行動規範の実施状況について確認すべきではないかという御意見がございました。そこで私どものほうで案をつくってみたものがお手元の資料でございますけれども、自己点検につきましては昨年4月～12月を点検期間といたしまして、全運用委員の方々を対象とさせていただいております。本日もしこの場で御承認いただけましたならば、1月末までにそのシートを御記入いただいて、郵送にて回収させていただき、一番末尾にございますように、次回2月の運用委員会で報告をしてはどうかということでございます。

今回の自己点検シートでございますけれども、一番後ろに赤字で書かれているもの。こちらがもともと私ども役職員向けの自己点検シートを運用委員の皆様のためにカスタマイズさせていただいたものでございまして、その修正点が赤字もしくは線を引っ張って削除という形で、こちらのほうが、どこが変更になっているかが見やすいかと思っておりますので、こちらで御説明をさせていただきます。

網かけの部分につきましては、行動規範そのものでございますので、基本的に役職員、運用委員の方が共通という形でそのまま残っております。ただ、左端に番号がついておりますけれども、行動規範2の3番、受託者としての責任のところでございます。ここだけは主語に運用委員会の委員は、かかる責任を果たすにあたり、所属する機関の利益を考慮しないことを認識しているというのが運用委員会の委員の方々だけにかかっておりますので、ここは追記をさせていただいております。

4番以降のところのいわゆる細かい設問でございますけれども、注意義務につきましては、GPIFの法律に基づきまして、これは運用委員に準用されておりますので、そのまま残しておりますが、それ以外のGPIF法の例えば、慎重な専門家の注意義務あるいは就業規則等につきましては、これは私ども役職員だけにかかっているものでございますので、そういったものは今回削除させていただいております。

2枚目をおめくりいただきたいと思いますが、同様に行動規範3法令等の遵守と高い職

業倫理の保持についてでございます。その細かい設問のところも就業規則のところについては、私ども役職員だけでございますので削除させていただいて、唯一、18番、19番、道路交通法あるいは交通法規の遵守。これは運用委員の方々にも適用されるということで、残すような形をとっております。

3 ページの行動規範 4 秘密保持義務の遵守と保有財産の保護でございます。こちらの29番、秘密保持義務あるいは禁止行為につきましても、私ども役職員と同様に運用委員の方々にも適用されておりますので、そのまま残す形をとっております。

3 ページの一番最後、行動規範 5、4 ページにかかってでございますけれども、細かい設問につきましては、これは専ら倫理規定関係。例えば、私ども役職員については利害関係者との飲食等について、さまざまな規制がございますので、そういったものについては運用委員の方々にはかかっておりませんので、その部分を削除しております。

5 ページの下のところで46番以降でございますが、行動規範 6 公正な取引でございます。6 ページまでかかっておりますけれども、こちらの細かい設問につきましても、運用委員の方々につきましては削除するという形になっております。

7 ページ、行動規範 7 適切な情報開示でございます。特にこの中で55番、56番、57番につきましては、私ども役職員同様に運用委員の方々についても適用されるものでございますので、55番、56番はそのまま同じ文章で残しております。具体的には、取材申し込みの対応でございますとか、あるいは公開の会議・講演への対応についてでございます。

57番の金融機関等が主催する会議・講演等への対応につきましては、ちょうど昨年10月の運用委員会でお決めいただきましたように、運用委員の場合におかれましては、そのただしとございますような①～③のいずれも該当するときを除いては、GPIFに関する発言を金融機関等が主催する会議などでは行ってはならないということになりましたので、その部分は運用委員の方々特有の事項ということで追記をさせていただいております。

最後に8 ページでございます。行動規範 8、行動規範 9につきまして、いずれも細かい設問につきましては、運用委員の方々については適用されておりますので、削るという形をとっております。

その結果、これら全てを溶け込ませたものが、こちらの赤字になっていない黒字だけの資料でございます。私ども役職員のものに比べますと、かなりコンパクトなものになりますけれども、こちらのよう形になります。

1 つだけ加えさせていただきますと、1 ページの上の欄にNo.18～20については、GPIFに関して、取材や講演等の依頼を点検期間中に受けていなければ、該当なしに記入してくださいとございます。これはNo.18～No.20をごらんいただきますとおわかりのように、取材への対応あるいは講演、金融機関等が主催する会議等への対応ということで、通常はできている、できていないに丸をしていただくわけでございますが、そもそもこういった取材あるいは講演等について、GPIFに関して取材や講演等の依頼を昨年4月からの間で点検期間中にそもそも受けていないという方もいらっしゃると思いますので、その方々については

一律該当なしという形で対応していただくという意味で、統一的な取り扱いとさせていただいております。こちらのほうにそれぞれ該当事項に丸を記入していただいて、最終的には自署押印の上で私どもに御返却いただくというような案でございます。

説明につきましては以上でございます。

○堀江議長 ありがとうございます。

それでは、御意見がありましたら、どうぞお願いいたします。佐藤議員。

○佐藤議員 非常にすっきりとまとめていただいて、拝見した限り、大体こんな線で私どもは自己申告をすればいいのかなと思っております。斜線で消した部分、従業員にしか適用されないという部分、それはそうなのだろうと思えますけれども、気持ち的には運用委員であっても、恐らくこういう点も心の中で留意しながらやるということになるのかなと考えています。ただ、御提示いただいた案で、私は特に問題はないと思っています。

○堀江議長 基本的な質問をさせていただきますが、このできている、できていない、該当なしですが、例えば行動規範5。これは何をもって行ってはならないと判断しているのですか。これはできているなのか該当なしなのか、それはどちらに区分をすればいいのですか。さっきの申し込みというのはよくわかったのですけれども、それ以外のものについて。

●三石審議役 それ以外のものについては、基本的にはできているあるいはできていない。できていない方は余りいらっしやらないとは思いますが。

○堀江議長 これはできていないときはもう一回、どういう理由なのですかというような形ですか。

●三石審議役 そういう場合もあるかと思えます。

○堀江議長 よろしいですか。

(はいと声あり)

○堀江議長 では、今の案を御承認いただいたということで、この自己点検シートによって確認を行いたいと思います。これからの点については、先ほど三石審議役のほうから御説明がありましたが、再度確認のために説明をお願いいたします。

●三石審議役 今、御承認いただきましたので、この(案)をとった形で自己点検シートをこの運用委員会が終わった後に皆様に直接お渡しをしたいと思います。手続で恐縮でございますけれども、それぞれ記入、押印をされた上で今月末、1月末までに私どものほうに郵送をしていただきますよう、お願いをいたします。先ほど申し上げましたように、点検結果につきましては、次回の運用委員会との合同会議において報告をさせていただきたいと考えております。

以上でございます。

○堀江議長 では、この後は米澤委員長、お願いいたします。

○米澤委員長 では、定例の運用委員会のほうに入りたいと思います。改めて、お集まりをありがとうございます。

最初は、年金局の宮崎参事官が途中で退室される用があるとのことですので、最近の年

金部会の進捗状況につきまして御報告をいただければと思います。いろいろと議論も部分的に済んでいるところもありますので、そここのところの報告をいただければと思います。

それでは、資料1-1に従いまして、宮崎参事官のほうからお願いしたいと思います。では、よろしくお願ひいたします。

●宮崎参事官 新事務所での最初の会議に遅くなりまして、申しわけございません。最近、年初からのマーケットが大分いろいろ動いているのがありまして、国会で連日聞かれたりとか、主意書が野党から出たりというようなことでばたばたしておりました。きょうも後ほど、先に退室させていただくような形になります。申しわけございません。社会保障審議会年金部会における審議の状況について、簡単に御報告をさせていただきたいと存じます。

社会保障審議会年金部会におきましては、昨年1月までの間にガバナンスに関する議論をある程度集中的にやった期間がございまして、その後、一旦関係者との調整等々がございまして、中断しておりましたところ、12月8日に議論が再開したというところまで御報告したかと思ひます。

12月8日に再開後の1回目をやりまして、12月25日には2回目、この場でガバナンスにつきましては部会長からの御指示もございまして、事務局のほうでガバナンスを強化するとした場合のイメージ案というようなものをお出しさせていただいて、御議論をいただいたということでございます。その後、年が明けまして、今週1月12日には、運用のあり方に関する議論を行うということで、関係者、関係機関からのヒアリングを行ったというところでございます。

お手元にお配りしております資料1-1というものは、12月25日に事務局のほうから年金部会のほうへお示しをしたガバナンス強化のイメージ案でございます。めくっていただいて4ページにイメージ図がございます。厚生労働大臣が年金制度の設計、年金財政の検証という役割を持つという、今のGPIFと同じ役割でございますが、そのもとで法人につきましてはGPIFの法人の基本ポートフォリオ等、重要な方針に係る決定につきましては経営委員会という合議体で決定を行うと。青色の執行の部分、これは執行部のほうで、この経営委員会の決めた重要な方針に係る決定のもとで機動的な執行を行っていただくと、そのような仕組みとしてはどうかということで提案をさせていただいております。

詳細は1~3ページまで見ていただければと思ひますけれども、幾つか部会の中では議論がございましたが、大きな方向性に関しましては、それほど大きな異論はなかったのかなと思っております。その際、年金部会の委員でもあられます米澤委員長、武田委員、25日に御指摘をいただいております堀江副委員長を含めて、皆様のほうから私どもの説明が不十分だった点を補足していただきまして、現行のGPIFの仕組みが何かガバナンスが不足しているということではなくて、今、現在も合議制というものをこの運営の中に入れておりますし、また、運用委員会において執行部の監視機能というものを果たしていると。その上で、今回の改正はそれを法律上、制度的にきちんと明確化するというものであると

ということで御発言もいただきフォローいただきました。その前提のもとで、このような案がおおむね方向性としては、これでいいのではないかという状況でした。その場で決定をしたわけではございませんので、今後また取りまとめの段階で改めて議論をいただくという状況になってございます。

一方、今週の12日にありましたヒアリングに関しましては、GPIFのほうからお示しいただいた、ヒアリングの際に使われた資料をお配りしているかと思えます。このほか、当日お話を伺った関係機関はマッキンゼー・アンド・カンパニーから海外の年金基金のインハウス運用等の状況、あるいはオルタナティブ共同投資等の状況についてのヒアリングを行い、また、慶應義塾大学の小幡績ビジネススクール准教授、東京大学名誉教授の若杉敬明先生、加えてGPIFから水野理事、大江理事に御出席をいただいて、ヒアリングを行ったという状況でございます。

次の日の朝刊に何か方針が固まったとか、インハウス運用は解禁の方向で大筋認められたとか、パッシブに限って認めるとなったとか、解禁の方向は決まったので対象範囲をこれから議論することになったとか、何かいろいろな記事がございました。

しかし、これは参加されていた方はよくおわかりだと思うのですが、全くそのようなことはなくて、ヒアリング自体もまだ次回、実は具体的に言うと来週19日ですけれども、もうおひとりから話を伺うような段階です。12日は雰囲気としてGPIFのほうから、その運用する立場からすると、法制度等、できるだけ制約のない形にして、合議体でその可否を議論するような仕組みが望ましいのではないかということに関係の方も含めて御議論があったということはありませんけれども、何かそこで方針が固まったりというようなことではありませんでしたし、実際に1紙の記事以外はそのような記事を書いているところはなく、追っかけ記事もございませんでしたので、事実と反する記事だったと受けとめております。私どもから新聞社には、違うのではないかということで抗議もさせていただいた経緯がございます。もしその記事をごらんになって、どうなっているのだろうとお感じになった委員の方がいらっしゃったらと思ひまして、やや蛇足になるかもしれませんが、付け加えさせていただきます。

今後その運用のあり方につきましては、19日にヒアリングをもうおひとり、フリーディスカッションなどをして、月末あるいは2月にかけて、さらに議論を詰めていくというようなことかと思っております。

以上でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。

それでは、続きまして、今も言及されましたけれども、GPIF側からの意見としまして、水野理事から意見が出されましたので、それに関して説明をお願いしたいと思います。資料1-2に基づきまして、説明をお願いしたいと思います。

●水野理事 ありがとうございます。私と大江で出席させていただきまして、GPIFの基本的な現状と、今回議題に上がっております株のインハウスとデリバティブによるリスクへ

ッジ、それとオルタナティブへの直接投資と、この3つについて執行の立場から、どのような問題意識と希望を持っているかということをお伝えしてまいりました。

まず最初にお話をさせてもらったのは、5ページのところで、GPIFは運用の専門家あるいは専門知識を持った人がいないのではないかという見方を受けておるものですから、現在どういう状況かということをお伝えしようということで、91名のうち、運用専門職員は4名、金融機関者出身者が35名、証券アナリストが36名、MBAが14名、日本・ニューヨークの弁護士1名、不動産鑑定士1名、ここには入っていませんけれども、公認会計士のような専門家がいますということで、これで世界のトップレベルのチームだと思っているわけではないですが、巷で言われているような素人のチームでやっているわけではないということをお話をさせていただきました。

その後9ページ以降のこれからの運用というところで、お話をしてきたわけですが、先ほど宮崎参事官のほうからは、インハウスについては何も決まってないという話があったのですが、今回、株式のインハウスの希望をお伝えしています。これは私の以前からの持論でもあるのですが、債券はインハウスが認められているのに対して、株式は認められないことによって、いろいろな不都合があります。情報が入ってこない等の実際のリスク要因でもあるということで、株式のインハウスを認めてほしいという希望を出しております。

我々の前にプレゼンテーションを行ったマッキンゼーも現在の国際的な年金の潮流はインハウス化とオルタナティブであるという説明をしまして、方向性として求めているものは、結果としては同じだったのかなと思います。

このインハウスについて、この話が出た瞬間から質問がいろいろなところから出ていましたので、できるだけ答えようということで、11ページにQ&Aをつくっております。

最初は株式の投資割合がインハウス化でふえるのではないかという質問で、これは運用委員会の方には言わずもがなですが、基本ポートフォリオで決まっているので変わりません。

外部委託に比べ、リスクが高まるのではないかということも、リスク量としては基本ポートフォリオで決まっておりますので、変わるとすれば、インハウスのチームが外部委託先よりも運用手法でリターンが下がる、もしくはネガティブになるというのがありますけれども、リスクが高まることはない。

次に、株式のインハウスを行う能力があるかという質問ですが、現実的には、株式のパッシブ運用は債券に比べればハードルが低いので、十分できると考えているという回答をしております。

4番目に、前回のその前の年金部会のある委員の方から、外部委託なら成績が悪いと切ればいけれども、インハウスだったらどうするのだという御質問がありましたので、外部委託と同様に総合評価を行い、評価が低ければ、資金回収や担当者の異動を行いますということなのですが、今後、我々の運用の中心になっていく担当者としては、運用

専門職員ということになりますので、いわゆる終身雇用的な採用ではない人がふえてまいりますので、そもそもそこについては余り心配は要らないと思いますが、債券のパッシブに関しましても、最初は小さく始めていますけれども、ずっと右に出ていますように、日本を代表する信託銀行と比べても遜色のないパフォーマンスを上げていっているということを確認した上で、現在、国内債券の70%をインハウスで運用しておりますので、株に関しても同じことが起きるということを書いているわけでありまして。

Q5では、これはよく言われる議決権行使等、特定の企業に影響を与えるのではないかということについて、教科書的な回答ですけれども、そういうことはないということと、今回、新たなガバナンス記号ができれば、そちらのほうで更に厳しいチェックもされるし、政治的な介入の懸念も下がるということで、問題ないと思っています。

その場である委員からパーセンテージを決めるのは要らないかという質問がありましたので、私どもの運用機関には、今は5%を超えるなという指示を運用ガイドライン上、出しています。これは5%を超えると大量保有報告義務が発生いたしますので、よく言われていますGPIFが買った、売ったということが知られると影響を与えられるのではないかという質問に関しては5%以下であれば、我々の売買は市場に知られるということはないということですので、5%で切るということも考え得るのではないかという発言を私はしております。

そのときに10ページの3つ目の点に戻っていただきたいのですが、実は為替のヘッジの議論を内部で行っていますときに一つ重大な問題がわかりまして、それはデリバティブが活用できる、になっているはずなのに差金決済は認められていないということで、結論としては使えないということが今回わかっております。

ヘッジの手段としては、デリバティブは一般的ですけれども、こういう規定があることによって実際に使えないと。あるいは短期の金融市場として普通はコールを使いたいところなのですが、こちらにも認められていないということで、これは何を言いたかったかというと、いわゆる限定列举方式の法律では、こういう商品や運用市場が発展していく中でついていけないのではないかとということで、基本を認めてもらった上で、ガバナンス機構等でその時々準備状況等を判断しながら決めていくほうが適切ではないかという問題提起をさせていただきました。それに関しては何人かの委員の方から、そのとおりであるという意見もいただきました。

もう一つは、海外年金基金との共同投資、13ページになります。前回から議題になっていた例のLPSを使えるかどうかということについては再度確認をしていただきました。13ページで書いているのはその先の話でございまして、何を申し上げたかという、オルタナティブの年金のポートフォリオ上の有効性についてはマッキンゼーも一般的に認められた事実として認識している一方で、余りにもフィーが高いので、これをどうするかというのが現在、世界の年金運用者の一つの課題になっている。それを解消する手段として、LP同士というか、アセット・オーナー同士の共同投資ですとか、例えばファンドに入れて、

その中の案件にコインベストメントで直接入ってフィーを減らすということが、今この業界では大きな方向性となっています。

今のままでは直接投資そのものが認められていないので、特にGPIFの場合はそのような案件の参加が期待されているにもかかわらず、できないので、これはGPIFの強みを生かしていないのではないかと、今回こちらでも認めてもらうべきではないかという提案をしているところでございます。

私のほうからお話をしたのは以上です。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

それでは、多少時間もございますので、今の宮崎参事官からの御説明と、水野理事からの説明に関しまして、質問等がございましたら、どうぞ。

○菅家委員 宮崎参事官に質問です。いただいた資料の4ページで説明をされましたけれども、5ページにも、新しい経営委員会に想定される議決事項ということで、基本的には今この運用委員会で議論しているような中身については経営委員会で議論するというところで、諮問ではなくて、自ら経営主体として議論をし、決めるのだということだと思います。

そこで質問は、4ページの図にある社会保障審議会に新たな会議体を新設すると書いてございまして、以下の事項を審議するものだと。中期目標、中期計画、業務方法書とあるのですけれども、特にこの新しい経営委員会が決めるだろう中期計画とか業務方法書を、この新しい審議会では何をどのように議論するという関係なのか、一瞬どういうことかなとわからなかったということ。

それから、中期目標についても新しい審議会でも議論をするということになっているのですけれども、この中期目標というのはまさに現状で申し上げますと、厚生労働大臣が決めるものでございまして、それを形式的には現状で言うと、運用委員会で下りてきて、その目標に基づいて、どういう計画をつくるか。そういう関係なのですけれども、厚生労働大臣が決める中期目標で財政検証が入るのか、あるいは積立金の運用のさまざまな前提条件が入るのかどうかということもよくわかりませんが、この辺の新しい審議会がどのような役割を果たすのかなというのが興味深かったものですから、教えていただければと思います。

○米澤委員長 では、お願いします。

●宮崎参事官 まず、社会保障審議会に会議体を新設と書いてある点ですけれども、この役割は経営委員会等とは全く違うものであります。先だっけの基本ポートフォリオの変更の際には、運用委員会で議論して、法人からの認可申請があって、それを厚生労働大臣が認可する際に厚生労働省内に置かれております独法評価委員会で審議をして、その確認をした上で認可をしたという手続をとったところでございます。

同じように、この新しいガバナンスのもとでは、経営委員会で基本ポートフォリオをこういう案でいこうと決定がなされて、それを執行部の今で言えば理事長の名前で厚生労働大臣に申請が上がり、厚生労働大臣が認可するに当たって、この社会保障審議会の会議体

に認可してもいいかということで意見を聞くという仕組みでございます。

そういう意味では、今現在の仕組みで言いますと、独法評価委員会が果たしていた役割をこの会議体のほうでお願いをするというものでございまして、何かここで並行して基本ポートフォリオを一から議論をするというようなことではなくて、法人から申請が上がってきたものに対して、厚生労働大臣が認可する際に意見を聞くと、そういう仕組みでございます。

これまでは、運用関係にお詳しい方が入っていらしたということでございますけれども、会議体でイメージをしていますのは、そのような運用に関して知見の持っている方と、抛出者の代表の方も入られたような会議体をつくって、そこでやるということなのかなと思っています。

これは菅家委員からの御質問に入っていなかったかもしれませんが、新しい経営委員会（仮称）と運用委員会との議論の対象がどうなるのかということでしたけれども、5ページにありますように大きく分けると、今までは運用委員会は管理運用業務に関する事項ということが対象だったのですけれども、経営委員会という名称からも推測されますように、大きな基本方針の中には組織経営管理に関する事項も入るということで、分野としても一つふえてきます。

一方で、今回のガバナンス強化は、ガバナンスのためのガバナンスではなくて、きちんと効率的な運用がいくためのガバナンスをつくりましょうということでもありますので、何かその経営委員会のほうで、今、皆さんも合議制をできるだけ入れるということで、本当に細々なことまで御相談をしていることもあろうかと思っておりますけれども、そこはよく整理をし、大きな方針を決めるということで、運用に関しては減る部分も出てくるのかなと思っております。

基本方針を決め、それを執行部のほうに、この方針のもとで任せるということで任せて、ただ、日常をウォッチするというところで監査等委員会というものを設ける。そうしますと、運用業務に関して細々としたことまで、ここで議論をするということではないのかなと思っています。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。

○菅家委員 現状で言いますと、独法評価委員会は言い方が悪いですけれども、大臣が決める日の午前中にやるとか、そんなことになっているではないですか。一瞬の議論で、言い方は悪いですけれども、そういうものを新しくつくるという、そういう理解でいいのですか。

●宮崎参事官 基本ポートフォリオの認可のときには、やはりなかなかそういうアクロバティックなことがどうしても必要になってくるのかなと正直思います。別に何回も何日もそこで議論をするというのが適切だとは思いません。それまでに積み上げていますので。一方で法人の評価ですとか、そういう部分は回数を重ねることもあるかもしれません。別にその日の午前だけにこそっとやるとか、そういうことは全く必要ありませんし、あるい

は法人の任命基準と書いてありますのは、合議体のメンバーの方あるいは執行部の資格要件は法律上、定めることになっております。それに加えて、例えば執行部の長の方であれば、こういう職で何年とか、あるいは経営委員会のメンバーであれば、経済金融資産運用、経営管理という、それぞれの分野から大体何名から何名くらいずつの配分がいいのではないかと、そういうことを大まかな基準を決める場があったほうがいいのではないかと、そういうことなので、私の例示が基本ポートフォリオのことだけを申し上げたので、失礼しましたけれども、決してそれだけではないと思っています。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。ほかにこの際いろいろと。

清水委員、どうぞ。

○清水委員 報道に出たときから、この経営委員会が出てきたときに運用委員会との関係がどうなるのかがよくわかりませんでした。4ページの絵を見ても、ここの中にはもちろん運用委員会が入ってきていないので、どういう形で今後いろいろなことが議論されるのかがよくわからないというのが正直な感想です。

特に運用委員会での議論とは別に経営委員会というのがあって、そこでまた議論をすれば、それぞれの決定事項はどういう関係になるのか。例えば、ポートフォリオの変更があるときに運用委員会ではオーケーを出したけれども、経営委員会ではだめ出しがあったというときに一体どうなるのかといったことも含めて、新たに経営委員会というものを設けることが果たして本当にそのガバナンス強化になっているのかということが正直伝わってこない話だなというのが個人的な感想です。

具体的には、まだ何も決まっていないのだとは思いますが、例えば、運用委員会とは全く別に経営委員が9人そろえるのか、誰かが兼任になるのか、経営委員会がどれくらいの頻度で行われるのかとか、そういうことも含めた上で、こういう経営委員会を置くことを決められたのかどうかについて、お伺いしたいと思います。

●宮崎参事官 まだイメージの段階でありますし、これを実際に実現するまでには、法案という形で改正が必要でありますし、法案が国会で議論をされて、成立をして施行されるまでの間にかなり先の話になるという前提のもとで、ここに書いております絵というのは、基本的に先ほど冒頭で説明した際に申し上げましたように、現在、運用委員会で果たしている役割を引き継ぐのが経営委員会であろうと思っています。

経営委員会とは別に運用委員会が残るということではなくて、法律上は執行部の諮問という形で運用委員会が今ありますが、事実上はそこにいろいろな意思決定に際して、今は御相談をして、そのもとで動いている。あるいは執行の監視をしていただいている役割ですが、そこが法律上、経営委員会、執行部という形で役割が明確になって、この経営委員会で基本ポートフォリオを含め、大きな方針を決め、執行部の監視もし、執行部はこの大きな方針のもとで機動的に動くということです。

○清水委員 その場合に、最後の7ページのところに表でまとめてありますが、例えば、今の運用委員会ですと、運用委員に対して執行部の皆さんがいらした中で、こういう会議

を開いているわけですが、経営委員会のときは執行部の長が1人と経営委員ということで、執行部の方の出席が1人になってしまうように見えます。このB案だと意見の反映に懸念があるみたいなことが書かれているわけですが、そういったことも含めて、今、例えば、1人に対して経営委員9人というような構成というのは、今後の議論としては、また変わっていく可能性があるということなのではないでしょうか。

●宮崎参事官 実態として、ここはかなり議論があったところですので、B案をベースに案はつくっております。今の運用委員会は制度上は運用委員のみで議決をするという仕組みですので、そういう意味ではA案になります。このイメージ案ではB案で、議決に執行部の方が1人加わるということで、プラスになるということでございます。もちろんB案でも説明者として、ずらっと並んでいる仕組みでも全然構わないということです。

○清水委員 議決の人数ですね。了解いたしました。

●宮崎参事官 なお、イメージ案では、特に運用にかかわる話につきましては、運用担当理事の出席をしていただいて、必要があれば、運用担当理事から意見を述べるというところも書いておまして、そういう意味できちんとした審議ができるように配慮しているということでございます。

○米澤委員長 宮崎参事官、時間は大丈夫ですか。

●宮崎参事官 大丈夫です。

○米澤委員長 どうぞ。

○佐藤委員 申しわけありません。急いで質問します。先ほどの菅家委員が御質問された例の社会保障審議会の中の新しい会議体の話ですけれども、そもそも議論の中でそういう中二階のような屋上屋を架すような組織は必要なのだろうかという、そもそも論は何か議論をされていたのかどうか。つまり、厚生労働大臣が、GPIFが運用委員会の審議を経て、何かこんなものを認可してくれと出してきたのだよね。君たち、これをどう思うというような組織は本当にあり得るのかどうか。ほかの組織でそういうような運用の仕方をしていく組織はあるのかという気がいたしまして、そもそも論として、どういう議論が行われているのか。その辺の感触を聞かせていただければ、助かるかなと思ったのです。

●宮崎参事官 これまでのGPIFの決定に当たっても、そのような形で独法評価委員会がかかわる仕組みがあったということが、まず1点ございます。その上で他の法人でも専門家に基本的に判断を任せただけで、専門機関から上がってきた判断について、大臣が判断をする際に意見を聞くという仕組みは、申し上げましたように、同じ内容を一からそれぞれで議論をするわけではありませぬので、諮問として話を聞くという機関自体は、選択肢としてはあると思っています。確かにそれほど、この点については25日の場では、議論になっておりませんでした。

加えて、もう一つの観点としては、厚生労働大臣がいろいろな人選をするに当たりまして、経営委員会の委員、執行部の長等の任命等を行うわけですけれども、その任命に当たって、少し透明性を高めるべきではないかという議論が、これは作業班などの議論の中で

もございまして、決してこれがそのままそれを反映しているわけではないのですけれども、任命基準をここで議論するというような形で、第三者性を入れるという観点もございまして。

○佐藤委員 そうするとGPIF以外にも、ほかの独法の中で似たような、大臣に対する、その面でのコンサルテーションを行う機関を設置しましょうというようなところが出てくると理解してよろしいですか。

●宮崎参事官 そういう仕組みがある法人もあると思いますし、持っていない法人もあると思います。別にこれが絶対になれば独法制度は成り立たないとか、それが共通の仕組みだということでもないのだと思います。

○米澤委員長 今度は独法ではなくなるわけだから。

○佐藤委員 そうですね。

●宮崎参事官 この法人形式はまだこれからの話ですので、どうなるかは未定です。

○佐藤委員 私も関係性がよくわからないなという気が正直なところはいたします。進展があれば、教えてください。

○米澤委員長 まだ何も決まったわけではないので、その上での話ということで、宮崎参事官のほうもそういうふうに承っていただければいいと思います。どうもありがとうございました。

それでは、今後必要があれば、こういうことで御報告をお願いすることがあるかと思っておりますので、そのときはよろしく申し上げます。

●宮崎参事官 よろしく申し上げます。

○米澤委員長 それでは、当初の運用委員会の事項に入りたいと思います。最初は審議事項でございまして。オルタナティブの件に関してです。委員限り3のオルタナティブ資産の基本ポートフォリオ上での位置づけについてに関して議論をしたいと思っております。事務局のほうから説明をお願いしたいと思っております。

●青貝投資戦略部長 委員限り3の御説明をさせていただきます。オルタナティブ資産の基本ポートフォリオ上の位置づけについては、昨年5月まで何回か運用委員会で御議論をいただいております。その後、いただいた御意見を踏まえながら、整理を改めてさせていただいているということで、こんな形で進めさせていただきたいということで、御審議をいただく機会をこういった形でいただいているということでございまして。

1. 中期計画及びこれまでの対応でございまして。中期計画にはオルタナティブ資産はリスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分するという、資産の全体の5%が上限であると、こういったことが記されているというわけでございます。既に25年度にはOMERSとのインフラの共同投資、27年度にはIFC等の新興国のプライベート・エクイティ投資がそれぞれ行われておりますが、それぞれ外国債券、外国株式と、こういった形で区分をされているところでございまして。

2. これまでの運用委員会での議論の状況でございまして。基本ポートフォリオ上の位置づけでございまして、オルタナティブ資産については伝統的4資産のいずれか1つに区分

するというような認識をしていたという御意見。複数の資産に分割して区分することが排除されていないのではないかという御意見、こういったものが出されておりました。

次のページをごらんください。これは運用委員会でのこれまでの御議論のおさらいでございますけれども、2ページが一番上でございますが、伝統的4資産いずれか1つに区分する場合についてでございますが、不動産を株式に区分する場合にそのパフォーマンスが長期的に見て、株式に劣後してしまう可能性が随分高いがそれでいいのかという御指摘、不動産を逆に債券に区分した場合に、既に上場REITが国内株式あるいは外国株式に区分されているということで、不動産が債券に区分されるものと株式に区分されるものの2つが出てしまうということをございふに整合的に理解をしたらいいのだろうかというご指摘がございました。もう少し定量的に納得感のある根拠を示せるのではないかと、こういったことも御指摘としてございました。

複数資産に分割して区分する場合についてでございますけれども、やはり不動産ということが実例として挙げられたわけでございますが、株式と債券の両方の性格を持っているということで、やはりその組み合わせでそのパフォーマンスを見ていくべきではないか、実際にそういうふうに組み合わせている外部の機関もあるという御指摘がございました。

一方で、実際に分割を仮に行ったとしても、その数値の安定性、信頼性というのが果たしてどこまであるのか、また、こういった分割しますとディスクロにも出てくるわけですが、どこまでその根拠を示せるのかといったコメントも出されたわけでございます。

そういった、これまでの運用委員会での議論を踏まえまして、改めてオルタナティブ資産の分類方法に関するアプローチを整理したものが2ページの下の方でございます。横軸には4資産のいずれかに区分ないし複数資産に区分、縦軸はオルタナティブ資産クラスごとか、さらにそれを細かく区分けた戦略ごとかということで4つに分かれております。

方針A、左側でございますが、例えばということでPEは株式、インフラは債券。

方針Bですと、不動産は株式4割、債券6割、こういった区分になります。

方針Cでございますが、例えばということで、比較的その借り入れ水準の低い安定稼働不動産、コア不動産、あるいは既に稼働しているインフラ、ブラウンフィールドなどという言い方もされますが、そういったもので、その収益源が非常に安定したものである場合。こんな場合には債券と区分することが可能なのではないかとということ。

方針Dはそれをさらに進めて、個々の戦略についても例えば、株式3割、債券7割、こういった形に分けるといったことが考えられるということでございます。

どれで進めていくのがいいのだろうかということでございます。3ページに目を移していただければと思います。オルタナティブ資産クラスごとに4資産のいずれか、あるいは組み合わせに決めてしまうということについては、やはり戦略ごとに特性も異なるということをございふと、なかなか難しいのではないかと考えているところでございます。一方、BとかDといった形で複数資産に分割して区分するというところでございますが、実務的な課題も多くございまして、我々は直接投資を行うわけではございませぬので、委託先

を通じるということになります。委託先のファンドを通じて行う場合に、株式債券の比率を精緻に定めるということに限界があるのかなと思っております。

オルタナティブ資産を仮に分割した場合に、あるオルタナティブの収益率を株式と債券にうまく区分すると、それぞれに帰着する収益率を計算するといったことも非常に難しい面があるかなと、こんなふうに考えております。

そんな中では、私どものオルタナの残高がまだ限られた水準ということもございまして、あわせて基本ポートに関する外部のコンサルタントの意見も踏まえまして、方針Cということで進めさせていただいてはどうか、さらに定量的な分析を続けて妥当性を確認するというところでどうかと考えているところでございます。

4. 今後の進め方でございますけれども、インデックスデータを用いて戦略ごとに株式や債券との類似性をみております。それぞれオルタナティブの資産ごとの戦略ごとに時系列での収益率のデータといったものを我々は保有しております。

そういったオルタナティブの収益率のデータと株式のインデックスのデータ、債券のインデックスのデータ、これも時系列で当然あるわけでございますが、それを見比べて株式ないし債券との類似性というものを確認してまいりたいということでございます。ここに書いているリスク水準ということでございますが、時系列データのそれぞれの標準偏差、こういうのを出すことができますし、それを株式や債券のインデックスの標準偏差と比べるといったことで区分けをする。

クラスター分析については、時系列のデータをマッピングいたしまして、それを株式と債券のグループに分けるといったようなことが可能なのではないかなと思っております。

スタイル分析ですけれども、オルタナティブ資産戦略ごとの収益率を被説明変数として重回帰をします。そういったことをすれば、例えばオルタナティブのある資産クラスの収益率は $0.8 \times \text{株式} + 0.2 \times \text{債券}$ とか、そういった形で定量的に感応度を計算することができる。

こういった今、申し上げたような3つの観点を中心として、それぞれで具体的なオルタナティブ投資の戦略ごとに区分けといったものを進めていければと。こういうふうに考えております。

私からの説明は以上です。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

大分前にやった議論だと思いますが、そろそろ決着をつけたいということもありまして、位置づけとしましては、きょう事務局案としましては方針Cあたりを中心に考えていって、最終的にはこれで特段異論がなければ、この作業を進めて、次回以降で固めたいというような御提案だと思います。次回以降のところは置いておいて、きょうのところの御報告に関しまして、意見とか質問とかがありましたら、お願いしたいと思います。

堀江委員、どうぞ。

○堀江委員長代理 これまでの議論をよくまとめていただいて、ありがとうございます。

ただし、私は方針Dがいいのではないかと思います。それは幾つか理由があって、株式、債券どちらに区分するというのは戦略ごとに見ると、やはりどちらでもない。一歩進んで、組み合わせなのかというと、組み合わせたところでも決定係数はかなり低いので、組み合わせでもない。

つまりオルタナティブ投資は最終的には株式、債券とは違うものだという意味かと思えます。次の中期計画ではどちらかに分類される可能性もあると思うのですが、そういうプロセスをちゃんと踏むためにも方針Dでやるべきだと思います。組み合わせのほうが相対的には、株式か債券に分類するよりも良い方法なはずです。まず良い方法で行って、それでも正確に説明できないという判断があり、次回の見直しの際に、この資産クラスは独立したものだという形で議論が進む。つまり方針Dにしておいたほうが、より建設的な次のステップに行けるのではないかと思います。

方針Cの場合、今のような議論が十分できないのではないかと思います。一方、方針Dは実務的な課題が多いと書いてありますが、これはそれほど大きな課題ではないのではないかと私は思っています。例えば最初のポイントは、委託運用の例ですが、実際に中身をちゃんと聞けばいい話ですし、2番目の点もいろいろなインデックスが出ているわけですから、それに応じて適切なものを選べば、私はそれほど難しい問題ではないのではないかと思います。ですので、ここはあえてチャレンジして、Dからスタートしたほうがいいのではないかとというのが個人的な意見です。それはどうなのでしょう。あえてCにする必要があるのかなというのが。

●青貝投資戦略部長 将来的に、3ページの上の3つ目のポイントにも括弧書きで書かせていただいておりますけれども、当法人としても、もう少しそれぞれのオルタナティブ投資の手触り感がよく見えてくる中で、より精緻に分割していくということも検討する形でやりたいと思っております。次の基本ポートフォリオを見据えて、どうしていくのかということだと思います。

これは先般、運用委員会でも御報告させていただきましたが、実は今年度の委託研究調査の中でそういったことも含めて選定する予定でやっておったのですけれども、足元、公募した中では、非常に定量的だけれども、中身のことが余り詳しくない方、あるいはその逆の方という形だったものですから調査を見送っておりまして、今、堀江委員から御指摘をいただいた点については、来年度の委託調査研究の中であわせて検討をしていきたいということでございます。現時点でどこが一番いいのかということももちろんございますし、足元の残高が少ない中で、まずは方針Cというところで少し前進して考えていく形でどうだろうかというのが執行部としての考え方です。

○堀江委員長代理 DはCを包含していますよね。

○米澤委員長 水野理事、どうぞ。

●水野理事 まずはいろいろインデックス等があるからできるのではないかと御意見で、正直に申し上げますと私ももう少しできるかとは思いましたが、今回、基本ポートフォ

リオのコンサルが、それぞれのアセットクラスのコンサルからデータをとって具体的な案件を当てはめてみたり、いろいろとやった結果、そのコンサルの意見もこのくらいのサイズであれば、ここで一生懸命に分けたところで説明係数も低いし、余り意味がないのではないかという提案を受けたのが、もともと我々がCにしようとした一つのきっかけではあるのです。

結局、次の基本ポートフォリオに行くまでに当たっては、やはり根本的な見直しをしなければいけないと思っていますので、これは今、青貝が申しあげましたように、新しいコンサルを使って本格的に議論を進めていくということですが、今回は精緻さと簡便性と我々のシステム等をいろいろと判断したときに、今これで突き詰めてやって、Dのほうが確かにCを含んでいるとも言えるのですけれども、Dにしたほうがより正しいかというと、その蓋然性はないと考えています。

○堀江委員長代理 そんなことはないでしょう。Dにしておいて、今は足元のいろいろな状況が整っていないのでCという案にしておきますという、Dにしておけば、Cを含んでいるではないですか。

●水野理事 今の堀江委員の意見は、Dなのだけれども、DはできないからCでやれということですか。

○堀江委員長代理 本当は組み合わせたほうが良いと思いますけれども、組み合わせ方についての議論がまだ十分整っていないので、とりあえずこちらに寄せていくかと。

●水野理事 正直に申し上げますと、我々は基本ポートコンサルからの提案でも、Dでこれは使えるという納得感はなかったということです。これでそれぞれのアセットクラスのコンサルからのデータも入れてみて、いろいろと今やっているところですが、正直、今おっしゃったようなコンセプトとしては確かにDのほうが高度な感じはするのですが、Dでやったときのメリットは正直感じられるような内容ではなかったというのが実態です。

○堀江委員長代理 そうは言っても、Cはもっと説明力がないでしょう。

●水野理事 そうでもないですよ。Cに全部入れていくのと、DとCと分けていって、7：3、7：3で、最後に例えば真ん中になったとしたときに、その真ん中のほうが片方に分けていたよりも正しいとも限らないです。

○堀江委員長代理 そうですかね。私はそちらのほうが、正しいほうがおおいのではないかと思います。

●水野理事 ただ、多いかどうかはやってみなければわからないのですけれども、しかもチェックする方法もないと思います。これで7：3とかいろいろとやってみて、それが分けた結果、より正しからしかったのかどうか、結論から言うと、後でチェックする方法もないです。

○堀江委員長代理 そんなことはないですよ。客観的な基準で、よりリターンの説明力はどちらが高かったというので判断できると私は思います。

●水野理事 そういう提案をするコンサルが出てくればやるかもしれませんが、今のとこ

ろ、我々が使っているコンサルは、そういうのは難しいのではないかという御提案です。

○堀江委員長代理 そうですかね。納得感がないと思います。

●三谷理事長 私どもも堀江委員の話をもっと否定しているわけではなくて、結局、Cをやるということは、これはDのような手法を使いながら、どちらがより債券っぽいかな。より株式っぽいかなというところを判断して、債券のウェイトが高そうであれば、債券に一応してみると。ただ、もちろんその過程では、堀江さんのおっしゃるDのような計算もするわけですが、これを対外的にきちんと係数として、我々は業務概況書とかを出すときには、今のでいけば、受益証券は何百何十何万何千何百何十何円まで出すわけですが、それを株式と債券とにそこまできちんと説明ができるように分けられるかということ、そこは多分できないだろうし、自信がない。大ざっぱに7と3だったら7の方でいいのではないかということです。

○堀江委員長代理 では、アカウントビリティーの問題ですね。Dでやると、アカウントビリティーが耐えられないのではないかと。

●三谷理事長 多分それは恐らく会計監査も通らないと思います。ですから、差し当たりのは、Dのような考え方は頭に置くけれども、ただ、そこで黒っぽいかな、白っぽいかなによって、株式にするか債券にするかを暫定的にはそうすると。より具体的により精緻にやるとすれば、より根本的な解決は、次のポートフォリオの見直しの際に改めて考えていくということでしょう。

4 資産にオルタナティブを分けるということ自体が余り適切な話だとは思えないし、たまたま前回の基本ポートフォリオのときのそういうことでやってほしいという厚労省の話もあったので、そういうことでやったわけですが、私はその当時もお話をしたように、少なくともその他としてもいいですから、名称はともかく既存の4資産と別の資産クラスとして取り扱うべきだと思っております。

●水野理事 リスク管理の観点と、いろいろなニーズがありまして、例えば、CPPIBがなぜあれほど必死にやっているかということ、運用チームの報酬と密接に結びついているので、どれに分けるかというのは、実は彼らにとって極めて深刻だという事情がありますが、私どもはそういうニーズがない中でリスク管理としてやっていくということですので、リスク管理という中で甘い管理になってはいけないのですけれども、全体として保守的に触れている、もしくは全体として何となく確からしいというレベルであれば、あとは個別案件のチェックになっていくと思いますし、当面は特にLPSが認められるまではファンド・オブ・ファンド・オブ・ファンズでやっていますので、例えばIFCでどうやっても分けろと言われたら私は困るという現実的な事情もあります。

ただ、先ほど、まさに申し上げたように、直接投資のときに至っては、もうこれは絶対に避けられないと思っておりますので、今回の運用改正法案で直接投資が認められるようになるのとすると、分けなければいけないということになると思いますし、より精緻なもの

が認められると思いますが、今はまだそういう形で買っているうちは、全体的にはどこかで吸収をしていくというのが現実的ではないかと思います。

継続的にコンサルも受けていくつもりですので、具体的な案件が出ればチェックをしていきたいですし、しかも、今回、例えばCという方針で一応やろうということになった場合、2月のときには具体的なコンサルが出てきたり、具体的な案件を当てはめてみて、ある程度の納得感があるような仕分けができるかというのを来月チェックしていただかないと思っておりますので、またそのところで見ていただいて、御意見をいただければと思います。

○米澤委員長 次回のポートフォリオの策定まで待つ必要はないのでしょうか。今とりあえずCでスタートをしたとしても、もし本当に少し安定して、いいものが得られたとすれば、その前に変えるというのは、可能性としてはありますね。

●水野理事 今回また別の調査研究をいたしますので、それで提案が出てきたところで、これは使えそうかというのを考えて、使えるということであれば、基本ポートフォリオを決めたのはこの運用委員会でいっしょにしますので、そこでもう一回議論をするというのは全く問題ないと思います。オルタナティブは本当にデータの確からしきやデータの統一性が極めて低いので、なかなか思うようにできないところが正直なところではありますが、使えそうなものがあれば、別に待つ必要はないと思います。

○米澤委員長 菅家委員、どうぞ。

○菅家委員 分類の話ですので、あるいは管理の話だと思います。ですから、もともと違うものなので、どこにやったって無理が生じるわけではないですか。したがって、そういうふうに考えれば、余りそのコストをかけて精緻な議論をやって、どこまで意味があるのかということも考える必要があるのではないかと思います。

○堀江委員長代理 ただ、何度も申し上げて恐縮ですが、株式と債券から、今はキャッシュがあるから、そこを使うわけではないですが、将来的には基本ポートフォリオの中からお金がこちらのほうに移るということなので、何に対して勝たなければいけないということも重要になります。これはアカウントビリティーの観点のポイントです。その観点から言って、我々運用委員会からして、本当に株式、債券のどちらかに寄せて評価するのが、ちょっとクエスチョンだなというのは感じますけれども、理事長がおっしゃったこともよくわかります。

○米澤委員長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 やはり私はどちらかと言うと、三谷理事長、水野理事がおっしゃったような現実路線といいますか、かつての方針Aなのか方針Bなのかという入口のところでデッドロックになってしまって、その前に進まなかったという状況に比べると方針Cで、30:70で本当にそれが正しいかと言われると、そこに自信がないというところもありまして、むしろ方針Cの形で少し経験を積んで、その中で本当に30:70という数字が確かめられれば、それはそれで最終的な答えとして確信が持てた段階で移行すればいいのであって、まずは

Cでプラグマティックに一步進めてみる。そこで経験値を積み重ねてみるという一步が重要なのかなという印象を私は持っております。したがって、どちらかというとな事務局のおっしゃるようなことで、まずやっていただくのが一番現実的かなと思っております。

○米澤委員長　そういうことで前に進めまして、とりあえずという言葉がいいかどうかはわかりませんが、方針Cで次回に報告していただきまして、特段違和感、不都合がなければ、それでもって実際に行っていくと。

●水野理事　幾つか具体的な案件の例で、お示しするようにしたいと思っております。

○米澤委員長　今後、来年度以降、この2つに分けるということも含めて調査をやめるわけではなくて、そこのところをトライしてくださいということもお願いして、よろしいでしょうか。きょうは特段正式にCで決めるというわけではないですけども、Cをベースとして、さらなる調査を進めてくださいということでもよろしいでしょうか。

(はいと声あり)

○米澤委員長　では、そういうことにさせていただきたいと思っております。ありがとうございました。

それでは、次は報告事項です。日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況及び議決権行使状況の概要ということで、委員限り4、委員限り参考1及び2について、事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。

●水野理事　後ほど、小森がシチュワードシップ担当として、この件については説明しますが、考え方だけ最初に私のほうから整理をさせていただきたいと思っております。

前回のスチュワードシップ・コードの対応状況の報告をごらんになった委員の方々からしますと、今回はかなり内容が変わっているということをお気づきになると思っておりますけれども、前回までは運用機関からのヒアリングの聞き取りをした事項をリストとして、ある意味、好事例集集的に出していたわけですけども、今回のインハウスの議論もそうなのですが、GPIFのスチュワードシップ・コードの対象としては運用機関になるわけですが、事業会社に対して、どこまで我々が働きかけるべきか、どこまでそのガイドラインを出すべきかというのはずっと議論になっているところであります。

そのあたりについては、まだ何も明確なものが出ていないわけでもございませんので、そういう意味では今回のスチュワードシップ・コードの対応状況に関しましては、我々が明確にスチュワードシップ・コード上の責任と対応できる相手ということが100%明確であります運用会社に対して、我々が課題と思っておりますこと等を今回公開するという形で整理をしておりますので、前におつけしていたような、こういう経営陣との話がありましたみたいな事例は外しております。そういう意味では、対象をかなり絞った形で報告書をつくっておりますので、そのあたりを御理解いただいて、報告を受けていただければ、ありがたいと思っております。

それでは、お願いします。

●小森企画役　委員限り4の資料で御説明をさせていただきます。

1. 当法人の取り組みになります。これは前回、昨年1月30日にプレスリリースを出しました1回目の対応状況について以降のGPIFの活動になります。文章で最初の段落に書かせていただいておりますけれども、同じページの真ん中の表にまとめております。前回以降になりますと、表の真ん中あたりですけれども、平成27年3月に投資原則を公表いたしました。続けて、9月にPRIに署名をし、同じ9月に今回この報告の中でまとめております20機関の運用受託機関に対するヒアリングを実施しております。最後に12月ですけれども、スチュワードシップ専任者として私が採用されたという流れになっております。

2番目からが実際の運用機関の対応をまとめたものになりまして、水野が幾つか申し上げた課題を掲げております。

(1) 運用受託機関の二極化であります。1ページの2つ目の矢羽の行ですけれども、昨年度からの改善点としましては、やはりコードが入ったことによりまして、中長期的に持続可能なROE水準、2ページに行っていたいただきまして、エンゲージメントが数多く実施されていることがヒアリングで確認されております。

ただ、一方で、相変わらずですけれども、四半期の足元の数字の取材を含む短期的な業績のヒアリングをエンゲージメントと考えている機関投資家がやはりヒアリングで出てきたのも事実ですので、このあたりは言葉で言いますと二極化ということになってしまいますけれども、機関投資家の中での正しい理解とレベルアップがより必要になってくる課題点と考えております。

(2) アクティブ運用とパッシブ運用の比較になります。ギャップと言いかえたほうがいいかもしれませんが、最初の課題がエンゲージメントについてになります。スチュワードシップ・コードが入る以前から、アクティブ運用というのはそのスタイルもありまして、投資対象企業を少数に絞り、一定の運用機関を求め、目標リターンを掲げた上で各社ごとに詳細なヒアリング等を行いますので、そういう意味ではアクティブ運用のスタイルにもともと合ったコードの内容になっており、このところは以前から十分実施されていることが確認されております。また、一部先行している運用受託機関では、現在持っていない非保有企業に対しても課題を認めた上で、場合にはエンゲージメントをかけるということもやっているところが出てきております。

一方で、矢羽の2つ目ですけれども、インデックスにおいては、例えばトピックスの1,800銘柄の中でアクティブ運用が対象としているのは、例えば500社ですとか600社くらいになりますが、それ以外のインデックスの銘柄については機関投資家のほうからはカバーされていないという現実が出ております。

2つ目の矢羽の最初のマークに書きましたとおり、今、GPIFの日本株式のアクティブ、パッシブの比率というのは、やはりパッシブのほうが80%以上になっておりますので、ここでユニバーサルベータと言われる底上げをしない限りは、リターンが上がってこないという問題を抱えておりますので、パッシブがいつまでも誰も振り返らない状況というのは、我々自身にとっても非常によくない状況になりますので、ここのところは受託機関にぜひ

考えてもらいたいと。

ただ、一方で、残りの千数百社の全部を見るというのも、これはリソースの問題であったり、ノウハウの問題もありますし、1,800銘柄というの言い方はあれですが、ピンキリなことも事実ですので、2つ目のマークに変えてありますとおり、一部の運用受託機関がやっているように150~200社程度に限定をした上で、課題を見極めた上でエンゲージメントをかける。それなりに人数も要りますので、グローバルな体制の中の日本のチームを増員したことも含めてリソースをかけて、エンゲージメントをかけ始めているところも出てきておりますので、ここはパッシブの運用受託機関の中のよい事例ということで紹介をさせていただきます。

もう一つの課題が議決権行使についてです。これはまだ運用受託機関の中でも明確に意識されていない傾向がありますが、先ほど申し上げたとおり、厳選運用するアクティブ運用の考え方と、半永久的にインデックスに入っている限り保有をするというパッシブ運用のギャップですけれども、議決権行使においても会社のことを十分知っているアクティブ運用のアナリストの意見と、パッシブ運用の議決権行使ガイドラインをベースにした形式的な判断が出た場合にどうしても単純に知っているほうの意見に流されるということが現実起きております。

このこと自体は正しいのか、正しくないかなという議論ではなくて、そういうことに至るプロセスがきちんと議論をされた上で、そういう過去の事例も含めて検証をされた上で、そういう結果になっているのかどうかということについては、実はヒアリングではなかなか特定できませんでしたので、そういう意味では3ページの御紹介になりますけれども、上の段落にありますように、ここにおいても運用受託機関の一部については毎年の議決権行使を見直す会議において、アクティブ、パッシブを含めた関係者が集まった上で議論をして、プロセスを固めて判断をしているということも出てきています。我々とすれば、こういうプロセスが我々に対する重要なアカウンタビリティではないかと感じておりますので、ここでもよい事例として紹介をさせていただきます。

(3) 運用受託機関のガバナンスの問題です。多くの機関投資家が日本の場合には、金融機関グループ等のグループ会社になっておりまして、その中での我々に対する受託者責任との比較におきまして、可能性としてはグループ会社、親会社のホールディングス等のいろいろなビジネス顧客に対する利害とぶつかる場面が現実に出てきているというのが事実だと思っております。

これにつきましても、外国、海外の機関投資家が口をそろえて言っていますのは、世界中のどこの市場においても、こういった利益相反がないマーケットはないと言い切っておりまして、あとはいかにそれを認識し、どうやってなくすか、あるいは軽減をするかというプロセスの問題ということで、彼らもいろいろ努力をし、知恵を絞っておりますので、我々も今回こういう課題が改めて認識されましたので、この部分については運用受託機関の中できちんとした議論、プロセスを固めていただきたいと感じているところです。

一つの利益相反の事例としましては、2つ目の矢羽にありますとおり、指名委員会等設置会社という、いわゆる先進的なスタイルを取り入れている運用機関がありますが、CEO兼執行役社長が指名委員会の委員長、報酬委員会の委員長を兼任しているといった、ガバナンス上はクエスチョンマークがつくような体制であり、あるいは親会社のホールディングスからの社外取締役が独立社外取締役として選任されていますので、この部分においても運用機関として、我々から見るとクエスチョンマークがつくという状況が出てきておりますので、この部分につきましても下のマークにありますとおり、利益相反の観点から適切でないと思なされた場合には、第三者に判断を委ねるということをやっている機関投資家も出てきていますので、こういった手当てをいろいろとしてもらいながら軽減してもらい、これも一つの事例として御紹介させていただいております。

以上をまとめましてですけれども、3. 運用受託機関への期待ということで、頭書きにつきましても、スチュワードシップ・コードに書いてありますとおり、目的を持った対話を通じて投資先企業の企業価値向上と持続的成長に寄与することがアベノミクスの中での前提の議論になりますので、ぜひこの観点で議論を盛り上げてもらいたいと思っておりますが、同時に今回出てきました課題については、適切に対応してもらいたいということを変更して、ここで求めております。

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードについては車の両輪ということによく言われておりますけれども、昨年12月末までに3月決算企業が全てガバナンス報告書を出し終えております。まだ出してすぐというタイミングではありますけれども、作り手のほうは相当なりソースをかけて、改めて一からガバナンス体制を見直すほどのエネルギーをかけてつくっておりますので、これを機関投資家のほうが見てくれないという事態にならないように、我々からすれば、ここで問題提起としまして、双方のエンゲージメントにおいて、このツールとしてのガバナンス報告書を活用してもらいたいということを変更して提案をしたいと思っております。

4 ページ、4. 当法人の今後の対応といたしましては、まずPRIに署名をした段階で、3行目にありますとおり、国内株式については20機関中17機関、外国株式については21機関中19機関が署名していることをまずは確認しております。

2点目が、前のページで出てきました課題につきましても、改めて我々からすれば、運用受託機関に対する我々からのエンゲージメントとしまして、説明を求めていきたいと思っております。

3点目が、パッシブ運用の受託機関に対する総合評価の中で、既にスチュワードシップ活動のウエイトは一定程度パーセンテージとしてありますけれども、実際によくやっている運用機関、そうでないところをやはり張りをつけるというか、具体的な我々からの評価の結果として、まずは評価ウエイトを高めるということを考えていきたいと思っております。

最後に、これは受託機関に対する360度評価の趣旨ですけれども、一方的に我々がヒアリ

ングをするだけでなく、我々自身も受け手であります企業のほうにアプローチをしまして、現場がどうなっているかということを確認する責任があると思っておりますので、その手段の一つとして、今回始めてGPIFとしまして、企業に対するアンケートを実施しております。先週発送が終わりまして、今週から早速返信がかなり来ておりますけれども、現物を参考2の資料として、つけさせていただきます。

アンケートの回答の中にもありましたけれども、今、企業に対してガバナンスに関するアンケートがいろいろなところから来ておりますので、それとは区別する意味でタイトルも機関投資家のスチュワードシップ活動に対するアンケートという趣旨を明確に出しました上で、内容につきましても質問、特に2、3、4につきましては実際にIRミーティングとか議決権行使の場面を通じて、企業の経営に特に参考になっている我々の運用受託機関を挙げてくださいますという趣旨で書かせていただいておりますので、ここに出てきたものを我々として総合評価の中にも生かしていきたいと思っております。

ただ、一方で、私自身も企業サイドにおりましたけれども、企業のほうも二極化どころか、かなりJPX日経400でもばらつきがありますので、同じことを言ってきたアンケートも、そのバックの企業のレベルも確認しながら見ていかないと、今度は機関投資家から不満が出ることになってしまいかねませんので、このところは我々も直接アンケートに答えてくれた企業に対して往訪しまして、いろいろと情報交換をしながら確認をしていきたいということも発展させていきたいと思っております。

最後になりましたが、参考1の株主議決権行使状況の概要です。これは毎年、統計資料として御提供をさせていただいておりますので、細かい部分につきましては後ろのほうに具体的な表をつけておりますが、全体傾向としましては昨年度までと大きな変化は見られません。唯一ありますのが、昨年6月総会から監査等委員会設置会社が出てきましたので、あの関係で取締役選任議案がふえたことがあります。

一方で、機関投資家のほうもROEですとか、独立性というのをより細かく見るようになっておりますので、その部分で若干ですけれども、反対行使がふえてきているかなという傾向がある以外は、大きな意味では外国株、国内株ともに従来の傾向をそのまま継承した形になっておりますので、細かい説明については、ここは割愛をさせていただきたいと思っております。

以上が私からの御報告になります。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

では、この件に関しまして、質問とか御意見とか、どうぞ。

○武田委員 御説明をいただきまして、どうもありがとうございます。意見として2点申し上げます。

まず、めり張りという対応策、最後に御説明いただいた下から2行目のところですが、前向きに取り組んでいただければと思いますし、ご説明いただいた方向性もよいのではないかと考えます。ただ、形式だけ整っていても実態が見えにくい部分もございますので、

実質的な部分をどう見ていかれるのか。アンケート結果なども見ながらになると思います。今後、試行錯誤は必要で、形式を整えるというよりは、中身の改善が重要になるのではないかと考えます。

2点目は、今、申し上げたこととも関係するのですが、スチュワードシップ活動の結果として、企業がより短期的な視点になったのではないかとの声も一部で聞かれます。そのご意見に必ずしも納得しているわけではないですが、ヒアリングなどを通じて、運用受託機関と接する機会がございましたら、中長期的に持続可能なROEの向上であるとか、あるいは持続的な成長ということ、つまり先ほどの例のように取材を受けて一時的に数字を上げるということではない点を、これからも伝えていく努力をしていただきたいと思います。中長期的な持続的な成長が求められると思います。

●小森企画役 ありがとうございます。

○米澤委員長 堀江委員。

○堀江委員長代理 非常にいい内容だというのが私の率直な感想です。ただ、幾つかこうしてほしいという希望があります。例えば、パッシブ運用は、私は全く同意見です。これは営利企業なので、対コストということになると限られているコストの中でやらなければいけない。そういう観点から言うと、ユニバーサルベータを上げていく努力をされているところに何らかの形でインセンティブをつけるべきだと思います。ですので、GPIFは非常に低いフィーでやっているとは思いますが、その中でフィーは例えば一律にして、ちゃんとやっているところに委託額を多くするとか、そういったぜひともWin-Winでリターンが上がるような形の工夫をぜひしていただければと思います。

●水野理事 全くおっしゃるとおりでございますが、これは公開する資料でもありますので、そこを少し控えめに総合評価のウエイトを上げるという書き方をしております。当然そのウエイトが上がれば、評価に差が出てくるということになりますので、結論としては堀江委員のおっしゃったような違いが出てくるものと思っております。

○佐藤委員 今、公開する資料だというお話がありましたので、公開する資料も日本版だけではなくて、英語版も御用意されるというお話がありました。事務局さんが事前説明でお見えになったときにも申し上げたのですが、コーポレートガバナンス、スチュワードシップ・コードの実施状況について一番関心を持っているのは、何と言っても海外の機関投資家であり、海外のメディアであり、海外のプレッシャーグループであると。私の耳に聞こえてくるのは、例えばACCJ、アメリカの商工会議所のコーポレートガバナンスをやっている有名な人物などはほとんど何も理解しないで、GPIFは何もやっていないみたいな記事を結構投稿したりしています。きのうはウォール・ストリート・ジャーナルの記者と会う機会がたまたま合ったのですが、彼らは何かESG投資をテーマにして少し書きたいみたいな話もしており、結構これからフォローするテーマの一つであることは間違いないと思います。

その意味でも英語版を出したときに、もし何か記者会見なり、説明会をなさる機会があ

れば、そういうところにフォーリン・メディアとか、あるいは場合によったらACCJなどもインビテーションを出して来てもらって、説明を聞いてもらうという機会をおつくるになるのが誤解を避ける意味でも非常にいいのではないかと。本当に我々がやっていることが何も知られていないということもありますので、そこは一步踏み出していただいたほうがいいかなという感じがありました。

○米澤委員長 貴重な御意見をありがとうございます。よろしいでしょうか。

●水野理事 そのあたりもいろいろと、先ほど申し上げたように、運用受託機関に対しては我々もはっきり物が言えるのですが、事業会社に対してはどこまでということも、先ほどの方はもっと直接働きかけろと言っているのですが、そのあたりのすれ違いも含めて、何らかの対応はしようと思っております。

○堀江委員長代理 ただ、事業会社の執行役員の方で何社か、これが配られた後に聞きましたけれども、ウエルカムだとおっしゃっていただきましたので、ぜひフェイス・トゥ・フェイスで議論をさせてくれとおっしゃっていただきましたので、ぜひ個別のものもお願いできればと思います。

○米澤委員長 ありがとうございます。

報告事項、リスク管理状況等の報告ということで、委員限り5リスク管理状況等の報告を事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。

●五十里企画部長 委員限り5の8ページをごらんいただきまして、SVの直近でございますけれども、一時期は高かったのですが、11月の段階では大分ボランティリティーも下がっているということがご覧いただけるかと思えます。

あとは12ページをごらんいただきまして、11月の速報の超過収益率でございます。ほとんど超過収益率は余りないのですが、外債のトータルのところを見ていただきますと、外債は31ベースプラスということで超過収益が上がっております。

その要因が14ページの下の方でございます。31ベースの内訳としまして、ファンド要因、マネジャーを頑張った分が12ベース、ベンチマークそのものが高かった部分が20ベースと、こういうことになっておりまして、10月から始めておりますけれども、比較的いい滑り出しだということでございます。

最後に、たまにはオルタナティブの話で17ページをごらんいただきまして、17ページの右から2番目の11月のところを見ていただきますと、オルタナティブ投資の今の時価総額で626億ということで全体の0.04%と、この規模でございます。

あとは持ち帰ってごらんいただければと思いますので、これで終わらせていただきます。

○米澤委員長 ありがとうございます。それでは、特に御意見がなければ、本日予定をしております議事を終了したいと思います。

事務局のほうから、事務連絡等がございましたら、お願いしたいと思います。

●三石審議役 それでは、次回の第102回運用委員会につきましては、来月2月22日月曜日の15時から、またこちらの新しい事務所のほうで開催いたしますので、よろしくお願

たします。

以上でございます。