

第108回運用委員会議事録

1. 日 時：平成28年 7 月14日（木）18:00～20:00

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：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・大野委員 ・加藤委員 ・佐藤委員
・菅家委員 ・武田委員

4. 議 事

（1）業務方法書の変更（案）について（議決予定）

（2）平成27年度業務概況書（案）について

（3）保有銘柄の開示方法について（第3回）

（4）その他

●三石審議役 それでは、時間になりましたので、始めさせていただきたいと思います。

本日は、お忙しい中、また、遅い時間であるにもかかわらず、お集まりをいただきまして、ありがとうございます。

ただいまより、第108回運用委員会を開催させていただきます。

委員の出欠の状況でございますけれども、本日は、全委員に御出席いただいております。

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、会議が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、お手元の資料でございますが、委員限り 1 本日の議題。

委員限り 2－1 業務方法書の変更（案）について。

委員限り 2－2 年金積立金管理運用独立行政法人業務方法書の変更案について。

資料保有銘柄の開示について（方針）。

委員限り 3 物価連動国債の今後の取り扱いについて。

委員限り 4 平成27年度業務概況書（案）。

委員限り 5 スチュワードシップ推進グループの今年度の取組みについて。

委員限り 6 ESG指数のアイデア募集について。

委員限り 7－1 外国債券の受託機関構成について。

委員限り 7－2 平成28年度外国債券運用受託機関の総合評価結果についてでございます。

また、メインテーブルの方々には、資料一式とは別に保有全銘柄についてを机上に配付させていただきます。

なお、委員限り 4 平成27年度業務概況書（案）、委員限り 6 ESG指数のアイデア募集について、最後に申しあげました保有全銘柄についてにつきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机上に置いておいていただきますよう、お願いをいたします。随行の皆様におかれましても、同様にお願いをいたします。

よろしゅうございますでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、新井委員長にお願いをいたします。

○新井委員長 本日は、御多忙のところ、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

それでは、まず初めに、業務方法書の変更案の承認についての議題に入りたいと思います。

業務方法書の作成、変更につきましては、GPIF法第15条第2項に基づいて、あらかじめ本委員会の議を経ることとされているほか、GPIFの文書管理規程別表第2によりまして、理事長の決裁に当たっては、当委員会の承認を要するものとされております。

そこで、業務方法書の変更案につきましては、まず事務局からの説明と質疑をしていただき、その後、承認するか否かにつきましては、議決をとりたいと思います。

それでは、委員限り 2－1 業務方法書の変更（案）について及び委員限り 2－2 年金積立金管理運用独立行政法人業務方法書の変更案について事務局から御説明をお願いいたします。

●北村運用管理室長 それでは、業務方法書の変更案について、御説明いたします。

資料は、委員限り 2－1 をごらんください。

業務方法書の変更点でございますが、主な変更点といたしましては、1 に書かれております、外国債券の貸付運用の実施に伴う規定の整備でございます。

後ほど簡単に御説明いたしますけれども、レンディングの実施につきましては、資産管理機関の付加価値サービスとして実施いたす形としておりますので、資産管理機関及び資金の管理状況に関する規定の変更が必要となっております。

2 のその他のところですが、これを機に、技術的な改正を2点ほどということで、競争入札において、価格のみではなく、価格以外の要素を評価することとする、総合評価落札方式の相手方の明文化。

もう一点が、年金積立金管理運用独立行政法人の業務運営、財務及び会計並びに人事管理に関する省令の改正に伴い、引用箇所の変更という、技術的なところを2点ということでございます。

ページを1枚おめくりください。先ほど申しあげました、外国債券のファンドにおける貸付運用実施の内容について、簡単に御説明いたします。

1 のところに書かれている、平成25年度の税制改正ですけれども、これが実施を検討するきっかけとなっております。

改正前は、利払い日に当法人が保有する債券について、その利払いに対応する期間中に

非課税でない投資家の保有期間があると、その期間が課税扱いとなって、その課税額について、利払い日に源泉徴収をされ、当法人の負担が生じるという形になっていました。レンディングに出してしまいますと、そこが非課税でない場合には、そこでコストが発生するというところでございます。源泉税は20%ほどかかりまして、実施するメリットがないということでした。

平成25年度の税制改正で、平成28年1月1日以降の支払いを受ける債券利子については、源泉徴収を要しないということになりましたので、実施するメリットが出てきたということでございます。

2のところで、市場とか、マーケット状況はどうか、収益性はどうかということなのですが、それを簡単に調べておりますので、御説明いたしたいと思います。

2の外国債券レンディング市場です。

国債では、米、英、独、仏といったコア国には常時ニーズがある最近は、特に長期の取引、ターム取引が増加している状況でございます。

ターム取引の増加の背景には、Base1 IIIにおける流動性カバレッジ比率の話がございまして、30日以内に流出すると見込まれる資金額に対しては、十分な適格流動資産を持たなければならないということになっておりますので、借りて、それをもって保有するという必要が生じているということでもあります。これによって、長期の取引がふえているので、オーバーナイトよりは、長期にレンディングをすると、収益性が高まりますので、これも収益の拡大となっておりまして、マーケット状況も非常によい、収益状況も非常によくなっているということがございます。

3のところで、具体的な収益見込み等なのですけれども、試算いたしましたところ、パッシブ6ファンドを貸出対象といたして、レンディングエージェントの昨年度の実績で計算してみると、年間約50億程度、収益が見込めるという結果となっております。

それから、担保なのですけれども、有価証券または現金を担保とすることで資産を保全する。もう一つの保全としては、貸付代理人に補償してもらう。貸出債券、未収配当金・利金、証券買い戻し費用について、貸出代理人に補償してもらうというスキームで、借入先のデフォルトリスクをヘッジするという形で、実施いたしたいと思っております。

導入時期ですが、先ほどもちょっと申し上げたのですが、資産管理機関の付加価値サービスとして行いまして、これは外債ですので、ステート・ストリート信託銀行の付加価値サービスとして実施することといたしております。

ステートのほうにお願いした場合、そちらのほうで、システムを更改する必要もありますので、システム構築の完了が9月と聞いておりますので、9月中を目途に開始するといったしております。

裏を見ていただくと、スキームを簡単に書かせていただいております。資産管理機関の付加価値サービスということで、①カスタディ・レンディング、②サード・パーティ・レンディングという2つのやり方があるのですけれども、この違いは、ステートのグローバ

ルカストディアンが貸付代理人とグローバルカストディアンを兼ねる、これがカストディ・レンディングです。サード・パーティ・レンディングは、ステートがグローバルカストディの役目をいたすだけです。貸付代理人は別のところから来ていただく。この2つのスキームがございます。

法人としては、カストディ・レンディングを基本として、収益性が見込めたり、オペレーションの安全性が保たれる場合のみ、ステート・ストリート信託に、そういったところを貸付代理人として選んでくださいということで、お願いしているところです。

別紙の新旧表のところで、具体的な改正内容を説明させていただきます。

第1条が、先ほどその他のところで申し上げた2番目に当たりまして、省令の改正によって名称が変わっていること。それから、条ずれが起きているという内容が、第1条のところで、技術的に変わっております。

第5条の2の(6)は、レンディングに関しての変更点でございます。

現行のところで、資産管理機関についての説明があるのですが、(6)の資産管理機関を説明している括弧内の記述です。管理運用法人または運用受託機関からの運用の指示を受け、専ら資産管理及び管理する国内債券、または外国株式の貸付運用を行う信託会社となっています。ここで国内債券と書ききってしまっていますので、今回、債券と変更することで、外債もできるようにしたいということです。

管理状況は4行目のところなのですが、資金の管理状況というところで、貸付運用の状況を含むという中でも、債券に関して、国内債券と限定する形になっておりますので、これについて、本文の変更案では、債券といって、外債も読める形にするということでございます。

裏面をごらんください。第11条の契約の相手方の3のところですか。これは追加いたしております。先ほど申し上げました、総合評価落札方式の相手方の追加ということで、11条の1項のところでは、価格のことだけしか言っておりません。予定価格の制限の範囲内で、最高または最低の価格をもって申し込みをした者を契約の相手方とするという表現となっておりますが、3のところに、管理運用法人は、その性質または目的から、第1項の規定により難しい契約については、同項の規定にかかわらず、価格その他の条件ということで、評価できる形にして、管理運用法人にとっても、最も有利な者を契約の相手方とすることができるものとする。今までも総合評価落札を行っていなかったわけではなくて、第1条の契約の目的に応じというところで読んでいたのですが、明示的にすることで、よりわかりやすくしたという変更となっております。

変更内容としては、以上でございます。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの業務方法書の変更案につきまして、御意見、御質問がございましたら、お願いいたします。いかがでしょうか。

どうぞ。

○加藤委員 確認なのですが、ステート・ストリート信託のデフォルトリスクは、仕組み上、考慮なくていいという理解でよろしいでしょうか。

●北村運用管理室長 ステート・ストリート信託については、資産管理機関ですので、もともと資産管理機関の管理ということで、管理をしたり、評価をしたりしている中で、財務状況とか、格付とか、信用リスクの管理はしています。ミーティング等を行ったりという形で、総合評価の中でも、そういった項目は見させていただいておりまして、昨年度の評価では問題ないとなっています。また、定期的に毎月、信用リスクは管理いたしております。

○加藤委員 仕組み的に問題ないというわけではないということですね。要するに資産は信託されているので、ステート・ストリートが倒産しても、関係ないという理解ですか。そうではなくて、やはり倒産すると、問題になるということですか。

●水野理事 ステートが我々の資産管理銀行、カストディとしてお預かりになっています。そこからレンディングで貸し出しをして、リスクとしては、貸し出しをした先のデフォルトのリスクがあって、それは担保をとっております。それでも、例えば不足が出る場合は、我々としては、ステートに吸収をするということになりますので、その範囲においては、ステートの信用力というのは、我々としては見なければいけないということで、このためだけに、ステートの信用力を調査はしておりませんが、年間の資産管理銀行の評価の中で、ステートの信用力というのは、確認しております。そういう御理解をいただければと思っています。

○新井委員長 よろしいでしょうか。ほかに何かございますか。

それでは、運用委員会規則第5条第2項の規定に基づきまして、議決をとりたいと思います。

議決の手続について、御説明をいたします。

議決に当たっては、私を含め、各委員は、賛成、反対、棄権のいずれかの意思表示をしていただきます。

賛成または反対のいずれにも挙手されなかった場合は、棄権といたします。棄権は、出席委員数に含めますが、可否の否として扱います。

また、意思表示をせず、退席される場合は、出席委員数には算入しないことにいたします。退席なさる方は、いらっしゃいますでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、本案の承認に賛成の方は、挙手を願います。

(賛成者挙手)

○新井委員長 どうもありがとうございました。

賛成は、私、清水委員長代理、大野委員、加藤委員、佐藤委員、菅家委員、武田委員の7名、全員でございます。ということで、委員の過半数が賛成した場合は、承認ということでございますので、本案について、当委員会として承認することに決まりました。

なお、今後、技術的な文言の修正があった場合には、私に御一任していただきたいと思います。

います。よろしいでしょうか。

(はいと声あり)

○新井委員長 ありがとうございます。

それでは、次の案件でございまして、保有銘柄の開示方法について、事務局から御説明をしていただきます。よろしくお願いします。

●三石審議役 それでは、私から説明をさせていただきます。

お手元の保有銘柄の開示について（方針）でございすけれども、資料の説明に入ります前に、2点、申し上げたいと思います。

1点目は、本日の朝刊で保有株の銘柄開示という見出しで、本日の運用委員会に方針が示されるという記事が出てしまいました。私どもの情報管理の不行き届きという面がございまして、大変遺憾に考えております。今後、情報管理につきましては、さらに厳重にやっていきたいと思っておりますけれども、一言、そのことについて、申し上げさせていただければと思います。

2点目でございすけれども、前回からの経緯で申し上げますと、前回、各団体からの御意見を御紹介させていただいて、市場への影響を懸念する経済団体等がございましたので、そういったところと再度調整をした上で、本日の運用委員会で、改めて執行部としての方針をお示ししたいということを申し上げさせていただきました。

その間の経緯でございすけれども、具体的には、日本商工会議所に、先週、再度、運用委員会の模様もお伝えをして、御説明をまいりました。特に前回の運用委員会には、小型株等への影響というのは、余り大きくないというデータもございましたので、そういったデータもそろえて、御説明に伺いました。日商も意見を出されましたけれども、最終的に決めるのはGPIFなので、GPIFの責任で方針を決めるべきであるということでございましたが、一方で、さはさりながら、市場への影響を考えると、遠いところから、まず試行的にやってみるというのも、1つの方法ではないかという御意見がございました。

1つ、日商の御意見の中に、金融庁にもよく相談しながらやるべきではないかというお話がございましたので、早速、金融庁にも、今回の保有銘柄の開示について、見解を伺うことができました。金融庁からは、私どもの保有銘柄の即時全面開示に向けた取り組みそのもの、大きな方向については、支持をしたい。こういった保有銘柄の公表については、市場の透明性の観点からは、肯定的に評価できるのではないかと。それから、保有状況を明らかにすることによって、投資先企業のガバナンス向上にも有効に働くものと考えられるのではないかとということから、大きな方向性としては、支持をしたいということでございました。ただ、具体的な公表方法につきましては、GPIFのほうで、最終的には判断されるべきものという見解でございました。

そのような経緯の中で、今回、最終的な方針をお示しさせていただいたものでございます。

資料の説明でございすけれども、枠囲いのところでございますが、最初の○にあります

すように、情報公開を進める観点から、海外の公的年金基金と同様に、保有銘柄の即時全面開示を行う。

2番目の○でございますが、ただし、市場への影響等を懸念する意見があることを踏まえ、以下の各段階で、実証的な検証、イベントスタディーなどを行いまして、市場への影響等の懸念がないことを確認しながら進めるということで、3段階を置くこととしております。

具体的なイメージを見ていただこうということで、1枚めくっていただきまして、タイムスケジュール、黄色で書かれている表を見ていただければと思いますけれども、即時全面開示に向けてということで、第1段階といたしましては、ちょうど7月29日に業務概況書を公表するわけでございますが、この時点では、昨年3月末時点での保有銘柄、したがって、ことしの7月からさかのぼると、1年4カ月前時点の保有銘柄の情報を開示する。その上で、イベントスタディー等、市場への影響の検証を行う。

そこで、特に影響の懸念がないということが確認できましたら、第2段階といたしましては、ちょうど第2四半期のスコーチの公表が11月25日と決まっているものですから、11月25日にことしの3月末時点の保有銘柄を開示してはどうか。ことしの11月からさかのぼるところ、ちょうど8カ月前時点の保有銘柄の情報を開示することになります。

括弧のところにありますように、そうしますと、昨年3月末、そして、ことしの3月末ということで、1年間の変化量もこの時点では分析が可能になります。

ここでも、市場への影響の検証を行って、市場等への影響の懸念がないということになりましたならば、来年の業務概況書の公表、7月のときに、来年3月末時点の保有銘柄を公表してはどうか。そうなりますと、さかのぼるところ、3～4カ月ほど前の保有銘柄の情報の開示になりますけれども、まさに即時全面開示ということに当たるとは思います。その上で、さらにイベントスタディー等を実施して、影響の懸念がないことを確認する。

このようなタイムスケジュールで行ってはどうかということでございます。

1枚目に戻っていただきますけれども、イベントスタディーそのものにつきましては、枠囲いの一番下のところでございますが、もともとこういったファイナンスの世界でも、株式市場に置いて、ある一定時点で、例えば増配があったときとか、株式の高騰があったときとか、そういった特定のイベントがあったときに、イベント前と後とで、どういうふうに株式のインデックスに対するリターン比が変化したのかということでもありますとか、そういったマーケットの影響を検証する方法が、もともと確立したやり方としてございますので、ここでは、たまたまFama-Frenchの3ファクターモデルということも、例示として挙げておりますが、そういった既存のやり方なども参考にしつつ、また、運用委員の先生方を含めまして、この分野の専門の先生の御助言もいただきながら、定量的な分析を行いたいと考えております。

具体的なやり方でございますけれども、下に小さな字で書かれておりますが、まずこと

しの7月に業務概況書を公表する際には、全保有銘柄、かなりのデータ数がございます。データは未整理ではございますけれども、お手元にイメージといたしまして、保有全銘柄についてというものがございますが、これをホームページ上で掲載してはどうかということでございます。

開示の項目につきましては、おめくりいただくと、イメージがおわかりかと思えますけれども、債券については、発行体名、時価総額、株式については、銘柄名と使われ方の利便性を考えて、東証コード、さらには株数と時価総額を掲載するということでございます。

2番目の※のところにありますけれども、開示項目につきましては、確かに海外の公的年金基金によっては、さらに幅広く開示しているような項目もございますが、まずは海外の公的年金基金において、共通に開示している項目をきちんと押さえた上で、そういった項目については、開示をしていこう。

さらには当法人の投資戦略をさらすことによって、年金資産を毀損させるようなリスクを回避しなければなりませんので、例えば債券の銘柄ごとという議論もございますけれども、回号ごとに発行することになりますと、債券の場合、定期的にリバランスを行うということで、GPIFがどの回号の債券を買うかということも、読み取られるおそれがございます。そういうことがあってはなりませんので、そういう意味でも、債券につきましては、発行体ごとに開示してはどうか。

ただし、回号ごとといいますか、そのデュレーションとか、信用リスクそのものについては、債券全体のポートフォリオの信用リスク、デュレーションについては、業務概況書でも出しておりますので、そういったもので、検証をしていただいてはどうかということでございます。

後ほど業務概況書のところでも御説明をいたしますけれども、業務概況書そのものでは、それぞれの資産クラスごとに上位10銘柄、債券の場合には、上位10発行体になりますが、そういった代表的なものを公表することでどうかと考えております。

先ほどから申し上げておりますような、イベントスタディーを繰り返すことによって、定量的に分析をする。

さらには一番下の③のところにも書かれておりますが、当法人のアクティブマネジャーに対しても、運用上の問題があったかどうかといったこともヒアリングをして、そういった定性的な評価も加えて、総合的に影響の分析を行うことによって、そういった懸念がないことを確認した上で、次の段階に進むというステップを踏んでいきたいと考えております。

そういったステップをわざわざ踏んでいく1つの根拠といたしまして、前々回の運用委員会でもデータを申し上げさせていただきましたけれども、裏面のところに、GPIFが国内の株式市場に占める割合、いわゆる占有率というものがございます。他の欧米の公的年金基金などに比べますと、かなり高いという特徴がございますので、こういった特徴を踏まえまして、今、申し上げたような、段取りを踏んでいってはどうかと考えているところで

ございます。

方針につきましては、以上のとおりでございます。

この方針を運用委員会で御了承いただいた後の進め方については、年金局から説明をしてみようと思います。

●宮崎参事官 私から、少し補足して、御説明をさせていただきます。

実際のリストが公表されるのは、29日ということでありますけれども、この方針がどういう形で公表されるのかという点について、御説明させていただきます。

その前に、この間、運用委員会でかなり議論があったことも踏まえまして、理事長、理事の強力なリーダーシップのもとで、一番透明性の高い案、関係者の方を熱心に回られて、合意をとられたことは、大変敬意を表したいと思います。

そのせっきくの取り組みでありますので、対外的にはまだ公表していませんが、7月25日、7月29日の業務概況書の発表の4日前になります、月曜日だったと思いますけれども、今、年金部会の開催の準備をしております。そこはテレビ等も含めて、全てオープンの中で開催をする予定にしておりますので、その場で、今回の趣旨、透明性の向上ということで、最も透明性の高いところを目指すという御趣旨ですとか、あるいはこの間の経緯、この間、御提示のあった各団体の御意見を見ても、お化けが出るのではないかとということで、御疑問も持つ方もいらっしゃると思いますので、そういう点も、こういう形で丁寧に手続を踏んできて、まとめたという経緯も含めまして、あるいは海外の公的年金基金では、このような開示が一般的だということも含めて、丁寧に御説明をいただいたら、より一般の方にもわかりやすいのではないかと考えております。

7月25日、もう少し近づきましたら、実際の日になりまして公表になりますが、その場で、執行部から丁寧な御報告をいただけたらと考えているところでございます。その上で、その週の金曜日に、具体的なリストが開示になるということで、ちょうどステップを踏むことができると思っているところでございます。

以上です。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がありましたら、お願いいたします。

どうぞ。

○菅家委員 基本的な考え方は、前回の委員会で申し上げたとおりで、一切変わっていないわけであります。

きょう、この方針を示されたわけでありまして、少し表現が不正確だと思いましたが。事前の説明のときに言えばよかったのですが、最初の○に書いてありますとおり、これだったら、私も全面的に賛成です。要するに海外の年金基金と同様に、保有銘柄の即時全面開示を行うということだったら、大賛成なのですが、ただ、開示項目につきましては、例えば債券については、銘柄ごとではなくて、発行体でまとめたものを公表しますということになっているわけですから、保有銘柄の即時全面開示ということにはならな

いわけです。その辺は、誤解を与えかねない表現なので、そこは注意したほうがよろしいと思っております。

※のところにも、開示項目を制限的に扱う理由が書いてあるわけですがけれども、この書きぶりも、当法人の投資戦略をさらし、資産を毀損させるリスク等を回避するために、今回このように設定をしたということになりますと、未来永劫これでやるのですと宣言をしているととられかねないので、そういう意図で、今回こういう開示項目を設定したのかどうかということの確認も含めて、その辺は、もう一度説明していただきたいと思います。

それと2枚目です。これは前回も資料として出されたわけでありまして、年金部会の資料です。平成28年2月2日の年金部会で、これは年金局がつくった資料なのですか。

●宮崎参事官 GPIFにデータをつくっていただきました。

○菅家委員 この当時の年金部会の議論というのは、多分インハウスの議論をやっているときだったと思います。GPIFの執行部は、インハウスに踏み込みたいという意思表示を年金部会で行ったわけでありまして、それに対して、いろいろな意見があって、結局はそうならなかったという経緯があるわけです。したがって、この資料の持つ意味というものをちゃんと考えていただきたいということです。

それから、市場に対する影響力が大きいがゆえに、開示情報を制限するとか、情報開示の方法を制限するというふうにとられると、これは逆効果だと思います。つまり市場に対する影響力が大きいがゆえに、きちんとした情報開示をGPIFはやるのですというメッセージを与えることが、今、求められているわけですから、この資料を出すことによって、逆効果になるのではないかと懸念しておりまして、そういう意味で、この資料については、書きぶりも含めて、もう一度、精査をお願いしたいと思っております。

以上です。

●三石審議役 1点目の資料の書きぶりの中で、具体的に御指摘がございました、開示項目のところでございますけれども、先ほども申し上げましたように、海外の年金基金を比較しましても、国によって、さまざまでございます。例えば債券については、全ての国が全銘柄を出しているわけではなくて、カナダは、債券については、発行体ごとも含めて、一切出さない。株式については出すけれども、債券については出さないというやり方をとっておりますし、出す国についても、例えばノルウェーやスウェーデンの第2 AP基金は、発行体ごとでしか出さないということで、結構ばらばらでございます。そういう中で、最低、どの海外の年金基金でも出しているような項目については、今回、私どもとしては出していい。ただ、これで未来永劫固めていくということではなくて、今後さらに情報開示が必要という観点で、それを拡大していくということは、十分にあり得ると考えております。

○菅家委員 説明はよくわかるのですがけれども、説明どおりに、これは読み取られないでしょうということを申し上げているわけですし、あくまでも今回は出発点ですということです。これで固定をして、未来永劫変えないということではないのですというニュアンス

が、この文章から読み取れるのですかということ、読み取れないのではないかということをお願いしているわけです。

○新井委員長 どうぞ。

●水野理事 ありがとうございます。

今の件で、技術的には、他の海外年金も、即時公開といっても、いろんなやり方があります。特に債券の場合はありますという御説明をさせていただいたのですが、まず何よりも、1つ目の○のところで申し上げたいのは、菅家委員や大野委員からも御指摘をされておりましたが、GPIFとしては、どういうふうにもっていきたいのかということが、ここで1つは意思表示されているとお考えいただきたいと思います。我々としては、即時全面開示に向けて進めていきますという明確な意思表示をするという意味で、ここの書き方は、もう少し細かく書いてもいいのですけれども、そういうメッセージは、このほうが伝わるという判断も、正直、文章にはございましたので、そこはこちらでもう一回検討させていただきます。

正確を期すために、先ほど三石の説明の中で、非常に慎重に説明をしておりましたので、そういう表現が出たのかと思いますけれども、段階的にチェックしていく中で、マーケットや企業への影響の懸念がないか証明することだったのですが、懸念がないという証明はできませんので、具体的に異常な状況が出ていない限りは、次のステップに進むということだと、御理解いただければと思います。先ほどお話があったのですが、お化けが出るのではないかということに対して、出ないという証明はできないのですけれども、今、見ている限りは、いないという証明をしながら、進めていくということになるかと思います。

あとは、宮崎参事官に質問があるのですけれども、今の年金部会のお話の説明なのですが、年金部会は報告になるのでしょうか。きょう、新聞のほうには出てしまっていますけれども、GPIFとして、公式に意思決定というか、この案を出すのは、いつにすることになるのでしょうか。

●宮崎参事官 この方針を決めましたということを、年金部会場で、報告という形で発表されるということだと思っています。受け取る記者の方たちも、ここで菅家委員の御議論にあったような、注釈のところも含めて、丁寧に説明をされれば、一番方針がわかりやすく伝わると思っていますので、その場を発表の場にされてはどうかと思っています。

●水野理事 それで構わないですけれども、懸念としましては、きょう、新聞に出ているということと、こういう形で、我々は運用委員会の翌日にこういう資料を載せてきましたので、年金部会を待つということであれば、これだけ載らないということになります。そういうことにしてくれということであれば、構いませんけれども、通常のいつものパターンですと、当日あるいは翌日に、資料そのものがホームページに載っておりますので、そこは運用委員会の皆さんと年金局の御意向を確認させていただいたほうが、執行部としてはありがたいです。

○新井委員長 いかがでしょうか。お願いいたします。

○大野委員 3段階で段階を踏むことは、方法としてあるのかなと思っています。

但し、3段階めの開示以降、これを未来に向けて継続するという事を明確に書くべきだと思います。

●三石審議役 確かに1枚目のペーパーは、そこが不明瞭ということで、御指摘をいただいているのだと思いますけれども、一方で、タイムスケジュールをごらんいただきますと、一番下のところに書かせていただいておりますが、以降は、毎年7月に前年度末時点の状況を公表するとございますので、これが定常化していくという意味で書かせていただいております。そういう御指摘もございますので、そういう目で、再チェックをさせていただきたいと思います。

○大野委員 ○2つ目ですが市場への影響を懸念する意見がある、と言う様な否定的な表現は避けた方が良いと思います。丁寧に各方面の意見を聞きながら、最終的にはGPIFが決定した事で前向きな表現にしていくべきだと思います。

○新井委員長 ほかの方はいかがでしょうか。

○加藤委員 11月の公表で、変化率が分かり、アブノーマル・リターンが出てしまう可能性があります。特に最初はその情報をもとにトレードする市場参加者が少なからずいると思われるので、出てしまう可能性が高まります。だからと言って、その後、開示しないということはないと思いますが、そのアブノーマル・リターンをどのように解釈して、どのように対応するのか、既にお考えになっているかもしれませんが、ある程度予習をしておくことが重要だと思います。

以上です。

○新井委員長 どうぞ。

○清水委員長代理 もう一つ、この開示につきましては、恐らく海外の投資家も注目していることだと思うのですが、こういう開示方針も含めて、どの程度詳細に英語で公表されるのかということについて、あるいは時期も、日本語、英語が同時に公表されるのかということも含めて、どうされるのでしょうか。

●三石審議役 基本的には、こういった方針も英語で出していきたいと思いますが、また、そもそもお手元にあります全リストも、もともとアルファベット順に並べているのも、海外の方が見やすいように、アルファベット順に並べております。

7月29日に、日本語のものは、確実にホームページに載せられますが、英語バージョンは、そこに間に合うように努力したいと思いますが、技術的な問題もございまして、現時点では努力をしたいということで、申し上げさせていただきたいと思います。

○新井委員長 どうぞ。

●水野理事 我々は全てのコミュニケーションについて、バイリンガル化を図っておりますが、言いわけではないのですが、申し上げますと、保有銘柄の公開、いわゆる透明性の向上は、日本の年金保険者の方々に対する情報公開を第一義的な目的としてやっております。

す。英語で出すというのは、最終的に我々としても望むところではあるのですが、市場の透明性の向上ということで、一義的な目的としては、やはり日本の方にということになりますので、逆に英語の作業でおくれてしまうよりは、多少ギャップがあってもということで、常にやっておりますので、そのあたりは、御理解いただければと思います。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

続きまして、委員限り 3 物価連動国債の今後の取り扱いについて事務局から御説明をお願いいたします。

●青貝投資戦略部長 物価連動国債の取り扱いについて、御報告をさせていただきます。委員限り 3 でございます。

現在、2 兆強持っておりますが、今回、評価ベンチマークをNOMURA-BPI国債からJ-TIPS、物価連動国債のインデックスに変えることについて、御報告をするものでございます。

経緯ということで、書いておりますけれども、有識者会議の中で、物価を運用対象とすべきだというお話があった後に、当法人のほうで、国内債券の中でのシャープレシオの最大化を目的として、国内債券の 2 割を保有するということで進めております。今、基本ポートフォリオは35%でございますので、その 2 割ということですので、7%を目指すということでございます。

次のページをごらんください。春先にも基本ポートフォリオの検証をさせていただいた次第でございますが、その考え方に即して、改めて物価連動国債というものの位置づけを再確認したところでございます。

2 ページ目には、基本ポートフォリオの検証のときにも使いました、長期金利でありますとか、その前提となる物価上昇率の見通しのグラフをつけております。これを前提いたしますと、2 ページの上のほうに表がありますが、物価連動国債の実質的な期待リターンは、ケース E で0.4%、ケース G でマイナスの 1%になりました。

そのすぐ隣で、国内債券の利回りと比較しておりますが、物価連動国債の実質的な利回りというものは、通常の国内債券より高いということになります。

それをもとに、3 ページでございますけれども、4 資産にさらにもう一つの資産クラスとして、物価連動国債を加えて、最適化を計算した場合にどうなるのかということを書いております。

3 ページ目の緑色でハイライトしているところをごらんいただきますと、10%強、物価連動国債を持つということが望ましいという結果が出てまいりました。そういう意味では、当初、7%という形で進めてまいりましたが、改めて基本ポートの趣旨からしても、この方針を引き続き続けていくべきであるといったことを確認した次第でございます。

4 ページをごらんください。物価連動国債の保有の現況でございます。

物価連動国債は、インデックスベースでグラフがございまして、青い線が物価連動国債の価格の推移でございます。これに対して、通常のNOMURA-BPI国債インデックス、物価連動国債の評価ベンチマークとして、これまで使っていたものでございますが、赤い線でごさ

います。とりわけ足元の金利の低下の中で、青い線と比べると、赤い線が急に上がっている形になります。

そんな中で、具体的な数字で物価連動国債のパフォーマンスを確認すべく、4ページの下に表をつけております。平成27年度、一番右側に超過リターンの列がございます。下から3つ目でございますが、マイナス7.76%ということで、BPI国債と比べますと、物価連動国債はマイナスの超過リターンになるということでございます。

ただ、物価連動国債以外の国内債券のアクティブにつきましては、同じ表の右下、2行目でございますが、0.3%となっております。そういう意味で、国内債券につきましては、リスク特性に応じて、評価の出し方についても、もう少しきめ細かくやっていってはどうかと考えているところでございます。

5ページをごらんください。今後の取り扱いということで、○の2つ目でございますが、そこにありますように、NOMURA-J-TIPSインデックスを用いていきたいということでございます。かつ適用開始時期でございますが、今年度の初めからということにさせていただきたいと思っております。

一番下にも書いておりますけれども、物価連動国債は債券ではございますが、通常の名目債とは少し異なる特徴もございます。そういう意味では、海外の年金では、別の資産クラスで取り扱っているところも見られます。そういう意味では、そういったことも含めて、今後、委託調査研究でよく調べてまいりたいと思っております。

私の説明は以上です。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問をお願いいたします。

ちょっと戻るのですけれども、先ほどの情報開示とも関連するのですが、国債については、どのような形での情報開示になるのでしょうか。

●青貝投資戦略部長 国債でございますか。

○新井委員長 はい。物価連動国債も含めましてということです。

●三石審議役 銘柄開示との関係でございますか。

○新井委員長 はい。小型株もそうなのですけれども、一方で、物価連動国債については、GPIFの保有比率が非常に高いということで、マーケットに与える影響や先回りの取引は、小型株以上にあるのではないかと、懸念しています。

●青貝投資戦略部長 それでは、業務概況書のほうで、どういう説明を差し上げるかということで、ページをくくっていただきますけれども、25ページをごらんください。25ページの一番上に②物価連動国債ファンドとございます。一番上のほう、②物価連動国債ということで、保有時価、その時点での時間加重収益率を出しているというのが、1つでございます。ですから、物価連動国債の発行ボリュームというものは、当然世の中で明らかになっておりますので、それを見れば、どれぐらいの比率かということがわかるかと思えます。

●北村運用管理室長 日本国として開示されます。

●水野理事 117ページを見ていただきたいと思います。

●青貝投資戦略部長 個別銘柄の開示という観点では、私の説明が不十分でしたが、日本国という46兆1,000億強の中に、当然物価連動国債も含まれているということでございますので、これだけで、物価連動国債がどうなっているのかということについて、情報開示をしたことにはなっていないわけでございます。

○新井委員長 私は、どちらかというと、物価連動国債のような特殊なものについては、余り情報開示をしないほうがいいのではないかという意見です。

●水野理事 触れられていますのは、この2つだけです。

○新井委員長 先ほどの説明の中にありましたけれども、フロントランニング的な動きに関して、債券でも結構起こりうるのではないかと思います。とりわけ物価連動国債については、GPIFの保有比率が非常に高いということもあり、GPIFがどういう方針で臨まれるのかということが、価格に非常に大きな影響を与えたいと思います。先ほどの皆さんの積極的な情報開示に賛同する御意見とは逆方向かもしれませんが、慎重に対応なさったほうが、被保険者の利益につながるのではないかと思います。

●水野理事 ありがとうございます。

そういう意味でも、株に比べまして、債券の場合は、個別銘柄を公開すると、今、新井委員長がおっしゃったような懸念があるという判断もございまして、発行体別、信用力別ということでやらせていただいておりますので、まさに双方の透明性の観点と、我々の運用の差しさわりになるかどうかというところのバランスをとったものが、今回の提案だと御理解いただければと思っております。

○新井委員長 ほかにございますでしょうか。

それでは、続きまして、委員限り4 平成27年度業務概況書（案）につきまして、事務局から御説明をお願いいたします。

●五十里企画部長 委員限り4をごらんいただきたいと思います。まだ完成はしておりません。校正も途中の段階でございますけれども、大体のイメージをごらんいただければと思っております。

表紙がありまして、1枚めくっていただきますと、見開きで、投資原則と行動規範を定めてございます。

また1枚めくっていただきまして、目次でございまして、最初に理事長の挨拶、27年度の概況について、4ページほどで簡単に書いてございます。

以下、4部構成になっておりまして、第1部が27年度の管理運用状況、第2部が法人について、第3部が前回ごらんいただきました10年の歩み、第4部が資料編という全体の構成でございます。

開いていただきますと、理事長の御挨拶ということですが。

7ページをごらんいただきまして、27年度の概況でございます。簡単に説明をさせてい

ただきますと、運用実績といたしまして、27年度の収益率はマイナス3.81%、収益額がマイナス5兆3,098億円でした。運用資産額は、年度末で134兆7,475億円です。

右のところ、市場運用開始以降、平成13年度以降なので、15年間の平均でございますが、15年間の平均で見ただけならば、収益率は年率2.7%、収益額はトータルで45兆4,239億円ということでございます。

それをあらわすものが、下にグラフで載っております。

8ページでございますが、当法人としましては、年金財政との関係が非常に重要でございますので、それについて、8ページに書いてございます。

運用実績につきましては、15年間でございますが、実質的な運用利回りというのは、2.6%でございます。

財政計算上の前提でございますが、2つケースがございますけれども、0.23%であり、もう一方は0.19%でございますので、そういう意味では、当法人の運用実績というのは、財政計算上の前提を大きく上回っていると書いてございます。

9ページと10ページでございますが、概要ということなのですが、第1四半期から第4四半期まで、それぞれの市場の状況であるとか、資産構成割合に対する当法人のスタンスみたいなものを簡単にまとめてございます。

下のほうには、政策ベンチマークの動きを載せてございます。

11ページからが第1部ということで、27年度の管理運用の状況ということで、最初のほうだけ説明をさせていただきますと、最初に資産全体の運用実績がございまして、先ほども申し上げましたけれども、収益率、収益額はごらんのとおりということでございます。これにつきまして、四半期ごと、資産クラスごとに状況を記しているところでございます。

12ページは、累積の収益額、運用資産額です。先ほど7ページでごらんいただいたものと同じでございますけれども、これをまた載せているところでございます。

13ページでございます。先ほど8ページでごらんいただきました、年金財政上の運用利回りとの比較ということで、数表も含めて、先ほどより詳しいものを載せているところでございます。

14ページは、運用資産額と構成割合でございまして、年度末時点の構成割合、資産額、短期資産の中には、特会の分も含んでおりますけれども、そういったものもあわせて載せてございます。

真ん中辺ですけれども、資産の投入・回収の状況についても、載せてございます。

下のほうでございますが、複合ベンチマークとの比較ということで、当法人の収益率はマイナス3.81%でございますが、複合ベンチマークもマイナス3.81%ということで、超過収益は0ということ、下の数表の分析を踏まえて書いているところでございます。

15ページでございますけれども、当法人の管理運用委託手数料でございますが、昨年度は383億円ということで、運用資産額に対しては0.03%ということで、そういう意味では、

すごく低い水準であるということを書いてございます。

16ページは、国とのやりとりということで、国庫納付が昨年度は2,750億あったということと、寄託金の状況、受け入れ、そういう状況について、簡単にまとめてございます。

以下、リスク管理とか、基本ポートフォリオの検証とか、個別の債券、株式、こういったものの記述を並べてございます。

40ページをごらんいただきたいと思います。前回もお話が出たかと思いますが、年金制度、給付などとの関係もあるということでございましたので、年金財政における積立金の役割をコラムの形で、1ページ割いて書いてございます。

下のグラフを見ていただきますと、全体の給付に占める、国庫負担、保険料、積立金から得られる財源の内訳を、向こう100年間載せているわけでございます。押しなべて見ると、年金給付の1割、積立金から得られる財源の割合は1割ぐらいということでございます。そういう意味では、積立金の運用に伴う短期的な市場変動というものは、年金給付そのものには、それほど影響を与えないところでございます。ただ、その一方、積立金がないということになりますと、その財源をどこかで調達しなければいけないということで、急激な負担増につながってしまう。そういう意味において、積立金の役割というのは、いわば緩衝剤の役割になっているということを書いてございます。

41ページ以下は、昨年度の取り組みがいろいろありまして、それが50ページまで続きます。

51ページ以下は、当法人の紹介の部分ですが、これは例年どおりということで、省略をさせていただきます。

65ページからが、10年の歩みということで、前回ごらんいただきましたので、1つだけ説明をさせていただきますと、81ページに、10年の歩みの中で、運用費用という項目を立ててございます。この中で、当法人の運用コストというものが、主な海外の公的年金に比べて、低い水準にあるということを、コラムの形でここに載せてございます。

10年の歩みがずっと続きまして、103ページ以下が資料編ということで、例年の資料をもう少し見やすい形で載せてございますが、先ほどもごらんいただいたかもしれませんが、117ページのところで、今回、初めて開示をする保有全銘柄についてということで、ホームページでは全て出しますが、ここでは資産クラスごとに、時価総額の順番、上位10銘柄、ないし発行体を出すということでございます。

上のほうにいろいろ書いてございますけれども、上位10ということで、管理運用法人の個別企業に対する評価をあらわしているものではありませんということを断った上で、11位以下はホームページをごらんくださいといった形で、掲載をしております。

あとは、例年どおりの用語集などがございますけれども、一応こういう形で、27年度の概況書をまとめようと考えてございます。

以上です。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問をお願いいたします。

どうぞ。

○菅家委員 大部の資料なのですが、いつもすぐに回収されるので、じっくり読む機会がなくて、いろいろ意見を申し上げているのですが、変わったところはあるのですか。

●三石審議役 そういう意味でも、前回の御議論を踏まえまして、何人かの先生方から、この際、特に積立金の年金財政における役割をきちっと説明しておくべきではないかという御意見が、大野委員や清水委員からあったと思います。そういう意味で、先ほど御説明したような、実際、ビジュアルにわかりやすい図表をつけさせていただいたというところは、変更させていただいております。

あと、菅家委員から御意見のありました、基本ポートフォリオの評価はどうかということでございますけれども、10年の歩みのところで、具体的なページでいくと、66ページでございますが、10年間ににおける基本ポートフォリオの実力を数字にしたものは、真ん中の枠囲いにあります、市場平均収益率、複合ベンチマーク収益率でございます。それが2.55%であったということで、10年間ににおける基本ポートフォリオが示した実力は、2.55%という収益率となって、あらわれているということでございます。

ただ、一昨年10月の基本ポートフォリオの変更そのものの影響は、まだ1年ちょっとしか、この10年には入っておりませんので、そういう意味では、例えば10年後の20年の歩みといったときに、一昨年の基本ポートフォリオの変更の実力といいますか、評価ができると思っております。

あと、8ページでございますけれども、年金財政に与える影響を記載させていただいておりますが、ここで、先ほどのコラム、40ページです。ちょっと離れてしまっているものですから、清水委員からも事前のときに御指摘がございましたので、今、原案にはございませんけれども、このところは、40ページのコラムをごらんくださいという形で、8ページと40ページがリンクするような工夫をしたいと思っております。

○清水委員長代理 コラムはもう少し前に持ってきて、例えば17ページからリスク管理になるので、16ページぐらいにコラムがきてもいいと思います。読み手にとっては、リスク管理とか、トラッキングエラーとか、個別の話になってしまうと、その後に、何でコラムがここにあるのかということになると思います。

●水野理事 数字のサマリーは、1つまとめた感じにしました。

○清水委員長代理 そうだとは思いますが、コラムというのは、どこに入ってもいいから、コラムにしていращやるのであれば、もう少し前にあってもいいと思いました。

●五十里企画部長 編集上の工夫をさせていただこうと思います。

あえて申し上げますと、非常に技術的な話で恐縮なのですが、例えば17ページ、18ページはリスク管理という形になっていて、19ページからが基本ポートフォリオの検証という形で、要は見開きにしたときの左と右で一体化するという編集の工夫をしているものですから、うまく入るかどうかわかりませんが、検証させていただければと思います。

●高橋理事長 今回の点は、午前中、内部で打ち合わせをしております、もう少し前になるかどうかなども含めて、工夫させていただきます。

○清水委員長代理 お願いします。

●水野理事 今回、我々の手づくりプラスプロのレイアウトが入っているものですから、すぐには変えられないところもございます。ただ、皆様の御意見を伺いまして、今回のものは、我々なりに、野心的にチャレンジしたつもりですので、数字のハイライトとか、グラフなどの活用、お気づきにならないと思いますが、うちの職員と社内の写真を使ったりしてやっておりますので、徐々に改善していくということだと思います。

○新井委員長 お願いします。

○佐藤委員 これまでの業務概況書は、こんなにきれいだったかなという印象を持ちました。

●水野理事 全く違います。

○佐藤委員 こんなにカラフルではなかったという印象があります。

それから、いかにもパワーポイントのプレゼンみたいな、見やすい、これだけは最低限見ておいてくださいみたいなものがまとめてあって、しかも、それが前に出てきているので、割と概況を捉えやすいという感じがしました。

2つお願いというか、コメントがありまして、1つは、これだけ大分のものは、ペーパーベースでもらうこともさることながら、恐らくPDFみたいなもので、関連しているところ、よくフィナンシャル・タイムズとか、BBCなどで、アンダーラインのところをクリックすると、関連するところに飛んでいくものがあります。そこまで凝ったことをやってくれというお願いまでは、お願いし過ぎだという気もしますけれども、そういうものがあると、要するに頭から読むものではないのです。興味のあるところ、しかも、自分の関連するところは、結構散らばっているんで、そこを飛ばしでざっと見ていくと、少なくとも自分が興味を持つ部分については、深くわかるとか、あるいは行動規範にしても、投資原則にしても、柱書きのところにサマリーがあって、後半で詳しいものが出てきます。それはワンクリックで飛んでいけるほうが、きっといいと思うので、PDFバージョンみたいなものをおつくりになることを考えておられるのであれば、そういう趣向を凝らしていただけると、大変ありがたいという、ないものねだりみたいな、お願いし過ぎかもしれません。

もう一つ、これは外人の投資家の目から見ると、あるいは機関投資家の目から見ると、決定版みたいな位置づけになると思いますので、逆に言えば、これだけきっちり読んで理解しておけば、ベーシックな質問はこなくて済むといえますか、そういうメリットもあるのではないかと思います。英訳は確かに大変だと思いますけれども、そこは頑張ってください、なるべく早いタイミングで、しかも、内容的にもこの縮小版ではなくて、これに近いバージョンでディスクローズされると、非常にいいのではないかと考えています。1回つくっておけば、その後、更新するのは楽だと思います。

●水野理事 英語版に関しましては、先ほどお話したとおりで、やりたいと思っております。

すが、相当負担があるということと、読んでいただいたらわかるのですけれども、我々のこれに興味があるのは、いわゆる投資家ですから、投資家にとって有益と思えない情報もありますので、そのあたりは少し削ったりしようと思っております。

PDFはやると思いますので、ただ、システムのセキュリティーなども相談しながら、利便性とのバランスをとって、やらせていただければと思っております。

○佐藤委員 よろしくをお願いします。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

続きまして、委員限り 5 スチュワードシップ推進グループの今年度の取組みについて及び委員限り 6 ESG指数のアイデア募集について事務局から御説明をお願いいたします。

●小森委託運用第一課企画役 お手元の委員限り 5 を私から先に御説明させていただきまして、委員会切り 6 につきましては、隣の塩村から続いて御説明をさせていただきます。

委員限り 5 をごらんください。

めくっていただきまして、1 ページ目です。スチュワードシップ推進グループは、現在 7 名でやっておりますけれども、3 月に立ち上がりまして、目的はそこにありますとおり、市場のベータ向上を通じた運用収益の拡大ということを第一に掲げております。

これを達成するために、重点課題としまして、左側の 3 つの項目を手段という意味で掲げております。

一番最初が、私たちのスチュワードシップの対応報告ということで、1 月末に公表しました報告の中で掲げております、運用機関自身のガバナンスの問題に発する利益相反の防止、ベータの底上げを狙ったパッシブ運用機関に対するスチュワードシップの推進をお願いするという、この 2 点になります。

3 点目は、いろんな制約もある我々ですので、その立場にふさわしいスチュワードシップ責任の果たし方というのは、どういうことだろうかという議論を進める意味で、3 点目に掲げております。

右側の取り組みというところで、8 点挙げております。

これにつきましては、2 ページで、このうちの 5 つにつきましては、重点項目として位置づけております。

これから2016年度の運用機関の評価が始まる季節になりますので、その中で、1 番目の総合評価です。4 月 1 日から定性評価の中のスチュワードシップ活動に関する評価のウェートを上げており、あるいは新設しておりますので、その責任に応じた、ふさわしい、我々自身が評価基準を設けなくてはいけないという観点から、今、作業を進めております。また、評価の作業の中で、議決権行使の分析、4 月に公表しました、企業向けアンケートの結果なども使いながら、いろんな面から評価をかけまして、適切な評価を各運用機関に対してしたいと考えております。

2 点目は、塩村から御説明させていただきます。

3 点目と 4 点目につきましては、先に 3 ページの絵をごらんいただければと思います。

この絵で我々が御説明したいのは、まず右側です。企業、企業の役職員の方々から、保険料という形で我々はお預かりをしまして、中長期のリターンの拡大という受託者責任を追っている立場になります。

左側は、インベストメントチェーンの運用機関側ですけれども、その保険料を運用機関に委託して、我々に対して、彼らが受託者責任、スチュワードシップ責任を追っているという立場になりますので、我々は両サイドに直接関係する年金基金という位置づけになります。

したがって、先ほどの我々の目標を達成するためには、両方の企業、役職員の方々、左側の運用機関全てが、両サイドが、Win-Winということを実感してもらわないと、我々自身のミッションが達成できていないということになりますので、我々のインベストメントチェーンは、今、強く意識しながらやっているところになります。

また2ページに戻っていただきまして、その意味で、まず右側の企業さんとの相互理解を深め、例えばショートターミズムのような問題も含めて、いろんな課題があるのも事実ですから、こういうところを我々自身が直接企業から意見あるいは要望、時にはクレームもあるかもしれませんが、吸収しまして、それを我々のインベストメントチェーンの中に流すということを考えております。また、企業側の誤解もあるかもしれませんので、我々もそこは真摯に御説明をさせていただきたいと思っております。

4点目は、グローバルなアセットオーナーとの意見交換の場なのですけれども、我々の資産の中に海外株式の運用がありまして、海外でのエンゲージメントであったり、ESGといった要素については、海外の機関投資家、特にアセットオーナーのほうで、先発でやっている部分もあり、知見を持っている部分もありますので、こういったものを吸収することが1つの目的です。

3番で、企業の株主としても、海外の機関投資家がいるので、そういったところの適切なインベストメントチェーンを我々がサポートしていきたいということもありますので、我々からは、例えば日本もこれだけ頑張っているのですということを含めて、海外にフィードバックをする機会も、ここでも受けていきたいと思っております。

5番目の30%Clubというのは、2週間前に水野とアメリカに出張しました際に、耳にしたものなのですが、ジェンダーダイバーシティのお話です。イギリスでもともと発祥しました話なのですが、イギリス政府のジェンダーダイバーシティの目標を前倒しで達成することができた、ドライバーになったと言われている、特にSの要素のダイバーシティの部分での成功例と言われています。我々自身の外株へのエンゲージメントのノウハウというのは、正直言って、今、まだありませんので、こういった事例に直接触れながら、我々としても知見を持ちながら、また、外株へのエンゲージメントに通じるような活動のために、今回、参加を検討しているところになります。

ちょっと早くなりましたけれども、私からの御説明をここで終えまして、続けてよろしければ、塩村から委員限り6の説明をさせていただきたいと思います。

○新井委員長　お願いします。

●塩村投資戦略課企画役　それでは、委員限り6をごらんください。

前回の運用委員会におきまして、投資におけるESGの考慮ということで、これまでの検討結果と今後の方向性について御報告したところでございますが、今回はESG指数の公募に関して、具体的な要項等について、御報告したいと思います。

1 ページをごらんください。前回の運用委員会の資料でお示ししたのになりますけれども、当法人の考え方というところで、GPIFのようなユニバーサルオーナーにとりまして、ネガティブな外部性を最小化することを通じて、ポートフォリオの長期的リターンの最大化を目指すことは合理的だと、当法人としては考えておりまして、また、ESGの要素を投資に考慮することで期待されるリスク低減効果については、投資期間が長ければ長いほど、効果を発揮すると考えております。

こういった考えを前回の運用委員会で報告させていただきまして、委員の皆様からいただいた御意見を下に掲げております。おおむね好意的な評価をいただいたと認識しておりますけれども、その中で、多少注意すべき点もいただきましたので、簡単に御紹介しますと、2つ目です。超過リターンを得るということを、最初から明示的に強く出してしまうと、誤った方向にいつてしまう可能性があるのではないかと、若干危惧しているという御意見。また、ESGのスピリットは、ポジティブに受けとめるということで、進めていくところだが、年金の受益者の損失にならないように、超過リターンを得るというよりは、受益者の利害を損なうことがない形で、ESGを促進するほうが、実態に合うということもいただきました。こういったことを踏まえまして、実際にESG指数の公募を行っていきたいと考えております。

2 ページ以降は、提案依頼書の抜粋になります。今回の指数のアイデア募集の目的を3段落で書いておりますけれども、冒頭の2つの段落は、当法人の考え方で示した内容を記載しております。こういった考え方に基つきまして、ESG要素を考慮した国内株式のパッシブ運用の実現可能性を探ることを目的に、ESG指数の公募を行うとしております。

募集の資格は、下に掲げています1～3を満たす。1と2に関しましては、これまでの実績がある方に出していただくことを考えています。1～3を満たすということに関しましては、共同で提案される場合は、共同の応募者のいずれかが満たせば、資格を満たしていると判断することにしております。

3 ページをごらんください。募集の内容になります。以下に掲げています、1～7の条件を満たすものを出していただきたいと考えておりまして、1つ目が、中長期的に超過収益の獲得が期待される指数。この中には、リスク低減効果により、リスク調整後のリターンの改善が期待される指数も含むと明示しております。これを過去のパフォーマンスやバックテストの結果がおおむね裏づけるものであること。

2つ目に、ESGに関係する1つまたは複数の要素に基づいて、合理的な手法で企業を評価いたします。必ずしもESG、パッケージではなくても、E単独でも認めると考えております。

括弧書きで、EやSについて、積極的な独自性を持った提案を求むと明示しておりますのは、現在のところでも、Gに関しては、評価する指数というのは、幾つかあるわけですが、EやSに関しては、余り多くないということですから、ここにより明記しております。

3～7に関しましては、テクニカルなことです、割愛させていただきます。

選考方法と今後のスケジュールに移らせていただきます。5ページをごらんください。今回の運用委員会が終わりまして、今月の下旬から、実際に提案募集書を出しまして、2カ月程度間を空けて、9月の末ぐらいをめどに締め切って、提案者の提案内容を評価します。投資委員会におきまして、第1次審査を行います。この審査の前段階で、コンサルティング会社の評価なども反映していこうと考えています。1次審査を通過した提案者からは、プレゼンテーションを受けまして、それを踏まえた評価を最終評価として、投資委員会で行います。その後、その結果を運用委員会で再度報告いたしまして、実際に運用を行うことの可否についても、御審議いただくことを考えております。

6ページ以降は、御参考になります。

私からは以上になります。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの説明につきまして、御意見、御質問をお願いいたします。

どうぞ。

○大野委員 前者のスチュワードシップのほうなのですが、最後の3ページ目のポンチ絵は、左側はわかるのですが、右側のところがよくわからなくて、GPIFから、受託者責任というのは、スチュワードシップと書いてあって、いきなり企業にダイレクトにきているのですが、この関係というのは、左側ですね。要するに運用受託機関にGPIFがお願いして、個別企業に対してスチュワードシップ責任を追ってもらう。我々はそれを間接的にやるわけでありまして、関係が間接だという認識なのですが、右側だと、直接きている印象があります。

もう一つコーポレートガバナンスはスチュワードシップの中の対話の1項目だと思います。成長戦略もありますし。ですから、右側のところは、非常に違和感があります。また従業員、経営者は、GPIFに保険料を拠出していません。我々は国に納めているわけで、全体として、整理をお願いしたいと思います。

これに関連するのですが、1ページ前なのですが、例えば3番目のGPIF・企業共催フォーラムも、GPIFがいきなり企業と一緒にタイアップするというより、今の関係というのは、委託先です。ですから、もし共催という概念であれば、GPIFと委託先の企業が共催で、そこで何かをやるという形にしないと、踏み出し方に唐突感がある感じがしますので、よく検討をしていただきたいと思います。今の関係から見ると、踏み込んでしまっていると思います。

○新井委員長 どうぞ。

●水野理事 大野委員、ありがとうございます。

2つ御説明差し上げますと、まず3ページの絵のほうは、確かに正確さには欠けますが、なぜこういうものをつくっているかという、コンセプトというか、概念として、スチュワードシップやコーポレートガバナンスの議論につきましては、私どもにもっとコーポレートガバナンスコードを積極的に推進しろという人たちもいれば、そういうことをやるなという方々も当然いらっしゃる、我々はポジショニングというところに、常に苦しみどころであります。そこはまさに小森が申し上げた、GPIFにふさわしいスチュワードシップコードの責任の果たし方というのは、正直、模索しながらやっているわけです。

その中で、1つ申し上げたかったのは、今、スチュワードシップコード、コーポレートガバナンスコードは、車の両輪と言われていて、我々GPIFがアセットオーナーとして、ポジションとして考えたときに、確かに間に厚生労働大臣が入るわけですが、我々の考え方というか、気持ちとして、抛出されている企業、従業員の方々に対して、受託者責任を追っていると考えております。実際に受託責任の相手方は、年金保険者とはっきり書いてありますし、我々の投資原則などにも書いてありますけれども、具体的に間に政府が入っているわけですが、受託者責任の対象としては、企業の経営者や従業員の方々であると考えて行動しておりまして、それをお伝えしたいという気持ちがあって、この図を書いております。

確かにスチュワードシップ責任も、流れとしては、左の青のほうを通して、エンゲージメントを通して、企業のほうにいくというのが、正確だとは思いますが、そういう我々の気持ちをあらわすつもりで書いておりますので、そこはまた整理させてもらおうと思います。

○大野委員 右側の書き方は、少し気になっています。

●水野理事 ただ、我々の気持ちとしては、そういうふうと考えておりますということです。

もう一つの企業フォーラムに関しましては、アンケートをやりまして、その中で、我々に対して、いろいろ言わせてほしいという企業の方が、我々の予想を超えた数で出てこられて、我々としては、当然そこでエンゲージメントをしたり、対話をするわけではないのですが、事業会社の方々から、そちら側から見た我々の活動とか、運用会社のエンゲージメント活動に対する不満であったり、そういうものを吸い上げて、先ほどの図でいうと、我々はどちら側ともコミュニケーションを利益相反なくとれる立場であるはずですので、そこで出た意見などを運用会社に伝えていこう、そういう意図を持って、何と呼ぶのがいいのかわかりませんが、つくろうということです。

ここで共催としていますのも、私どもから、みんな集まってくれ、話を聞かせてくれというお願いをしたというよりは、事業会社から、我々に話をするような会合をつくってもらえないかという御意見があったものですから、それをあらわすために、共催とつけているわけです。この場をもって、当然ですが、我々が直接的にエンゲージメントへ踏

み込むことはあり得ませんし、それはどちらかといえば、意見を聞いて、インベストメントチェーンの必要なところに伝える。

もう一つ、海外公的年金などに対しては、日本企業の努力が足りないみたいなことを、我々に言ってくる方が結構いらっしやいまして、海外のフォーラムなどに、私なんかが出ますと、もっと日本の企業さんに働きかけるべきだと言われたりしまして、逆にやっていないのではないかとと言われるのですけれども、こういうところで、日本の企業から伺った話を、海外の公的年金などと話すときに、日本の企業はこうやっておられるという話もできるという、そういう意味合いを含めて、我々が3と4のような情報の流れの仲介になれば、長期的な市場価値の向上につながるのではないかという観点でやっております。

我々も、書き方、言葉遣いに悩むところなのですけれども、大野委員が御懸念なされたような、我々から対話を求めるとか、エンゲージメントのときに踏み込むという意味は、そもそも全くございませんので、逆に打ち出し方として、もうちょっと違うほうがという御意見があれば、ぜひアドバイスをいただきたいと思います。

○大野委員 去年は、アンケートしたわけで、それはGPIFから委託先がちゃんとやっているかということをチェックしたわけです。これはそういうことではなくて、企業の不満を委託運用先に伝えるということなのですか。

●水野理事 それが一番の目的だと思います。

○大野委員 そういうものが多かったのですか。実際にそういう意見が、企業サイドから出たのですか。

●水野理事 はい、出ました。

○大野委員 それをわざわざ公開で、フォーラムにする必要はあるのでしょうか。そこはアンケートも1回とったわけです。わざわざ共催フォーラムにする意味合いがよくわかりません。公開する必要はないですね。

●水野理事 公開するつもりはないです。ここで出た議論の内容を公開するつもりは、今のところ、全くございません。

○大野委員 フォーラムというのは、閉ざされた世界でやるということですね。

●水野理事 そうです。例えば参加する企業の方々が、これをもっと出してくれと言われたら、そのときに考えるのだと思いますけれども、現在、私どもで考えているのは、3番も4番も、基本的には、我々の中で、投資業務、スチュワードシップ活動の参考にするという意味合いでしか、今のところ考えておりません。

○大野委員 ここは企業側の要望を委託運用先に伝えるという意味合いですね。

●水野理事 そうです。まさにそれが中心になります。あるいは4番のところで、海外公的年金から日本企業のこういうところが改善できるのではないかと、もし言われれば、そういうことを言っておりますということを、お伝えしたりはできると思っております。

○大野委員 例えば30%Clubとか、いろんなことが打ち出されておりますけれども、去年、国連投資原則にも署名されましたが、その後の動きというのは、どういう活動をされてい

るのか、ここにも全く報告がないです。

経過報告のようなものは、ぜひお願いしたい。30%Clubも、急に出ると、非常に唐突感があるので、趣旨などを明快にしながらやっていかないと、そこは慎重にやってほしいです。

●水野理事 報告が至りませんで、済みません。今回そんなにたくさんできておりませんので、今までできたことと今後ということで、きょう、まとめて小森から御報告したわけで、今までのところで、もし御報告が足りないとお感じであれば、真摯に反省しまして、もうちょっとと思いますけれども、御指摘の点はよく理解しております。

また、国内、国外ということもございまして、我々は、国外に関しては、今、ノウハウもチャンネルも持っておりませんので、そういう意味で、UNPRIやほかのいろんなClubなどに、どういう形で参加するかということは、また検討しますけれども、することによって、特に日本株以外というか、外株のほうで、どうするかというのは、ノウハウを立てないといけないと思います。

○大野委員 誤解されるような取り上げ方をされないように、ぜひ慎重にお願いしたいと思います。

○新井委員長 どうぞ。

○武田委員 御説明いただきまして、どうもありがとうございました。

スチュワードシップ推進の方向性については、基本的に御説明いただいた方向性で賛成でございます。

ただ、1点気になっておりますのは、短期的な利益追求や一時的にROEを引き上げる取り組み、あるいはそうした取り組みを求める流れがあるとの誤解も生まれているように感じています。

先ほどポンチ絵で御説明いただいた、中長期的な企業価値向上が重要と考えます。企業価値を中長期的に高める取り組みが進めば、日本企業の成長力に対する国内外からの評価が高まります。特に海外の長い資金がしっかり入ってくれば、結果的にGPIFの運用収益の拡大にもつながり、ひいては国民の利益につながります。対話のチャンネルを広げられていく中で、誤解をしっかり解いていくことも、重点な課題ではないかと考えております。ぜひ取り組んでいただければと思います。

○新井委員長 どうぞ。

○清水委員長代理 ESG指数のアイデア募集についてですが、公募されるということで、日本の株式市場で、ESGのあり方などが本格的に議論されるという点では、非常に望ましいと思うのですが、一方で、公募した後に、結果をどの程度公表されるのでしょうか。5ページを見ますと、公募して、この後、運用委員会で選考されて、その結果、投資委員会の審査結果に対して、運用委員会で審議をし、最終的にもしいけるのであれば、投資、運用ということも考えるとなると、公募した後、GPIFの判断というのが注目されると思います。結果の公表については、どの程度をお考えなのでしょうか。

○新井委員長 どうぞ。

○菅家委員 募集するということは、募集して、賞をもらうと、何らかのメリットといいましょうか、世の中的には懸賞とか、いろいろあるのですけれども、GPIFのアイデア募集に応募するというメリットは、どこにあるのでしょうか。この文章では読み取れなかったものですから、事前の説明のときにも質問させていただいたのですけれども、今の話のように、これをきちんと活用していくということであるならば、応募し、当選した人に対して、どういったメリットが生じるのかということについても、よくわからないので、説明をお願いしたいと思います。

●塩村投資戦略課企画役 募集した方のメリットは何かというご質問ですが、我々がふさわしいと思う指数を選びまして、それを運用委員会の場で報告いたしまして、運用してよろしいでしょうかということをまず審議していただきます。その結果、運用委員会で認めていただいたものが、幸いにして運用が走れば、その運用を委託している運用会社から、指数の権利を持っている方にフィーがいきますので、そういったメリットはもちろんありますし、当然選ばれたという名誉的なものもあるとは思いますが、それがまず1つです。

あと、選考の過程につきましては、その都度、応募者にお伝えしようと考えておりますけれども、例えば100社出てきた、100指数が出てきた。それを事細かに我々が書くかという、それは当然その方の権利もありますので、そういうことはしないつもりです。

○新井委員長 私もアイデア募集について一言申し上げます。3ページに書かれていることで、前にもそういう議論があったと思うのですが、中長期的に超過収益の獲得が期待される指数ということですが、日本株で、ESGで、超過収益を獲得するのは、難しいと思います。

超過収益の獲得を前面に打ち出すと、バックドアから、わかりやすいところでいくと、バリュー株効果に大幅にベットすることで、一見高いパフォーマンスを上げている印象を与えるインデックス作りになってしまう懸念があるということです。括弧の中に書いてあるのですが、十分なスタイル分散とか、リスクコントロールの観点も踏まえた上で、いい指数を考えてくださいということで打ち出さないと、まずいと思います。最近いろんなところでESGインデックスの研究報告を聞く機会があるのですが、率直に言って、超過収益を獲得できるESGインデックス開発は相当に難しいだろうというのが印象です。

そうすることで、超過収益の獲得を前面に打ち出すと、バックテストで超過リターンを上げるために、バックドアから高いリスク・エクスポージャーを導入したインデックス作りに走らざるを得ないような気がします。

●水野理事 ありがとうございます。

まさにそれは前回の運用委員会で、加藤委員からも御指摘のあったところだと思います。これは我々も頭を悩ませたところでして、ESGの議論においては、要素を投資に活用するという議論などでも、過去には慎重論がかなりあって、ある意味、バランスをとる意味において、超過収益が見込める場合という文章を、年度計画か、厚労省からの目標だったか、

忘れましたけれども、それが入っている。まさにそれだけを表に出してしまうと、結果としては、変なリスクファクターを入れたインデックスをつくってくる可能性が高いので、それはやめるべきではないかということは、加藤委員などからも御指摘を受けて、我々もそういう認識であります。

ただ、一方で、今まで出てきたいろんな文章に、ESGに関しては、超過収益を見込める場合と書いてありますので、それを完全に消すこともできず、こういう括弧という形になったのですが、今、委員長が御指摘の点は、我々も十分理解しております、きょう、またその御指摘をいただいたわけですので、括弧を外すなり、リスクを制御するという方向からのアプローチで構わないということは、もう少しわかりやすいようにさせていただこうと思っております。

まさにここの超過収益のリスク低減効果、特に期間が長い投資家の場合は、長期的にそれに資するということを、まずコンセプトとして、運用委員会の先生方にそれでいいのではないかと一言いただければ、我々もそういう方面からインデックスを集めることはできと思いますが、今、両方残した形になっているということです。ただ、先生方の御懸念も十分にわかりましたし、我々もそれは一番気をつけなければいけない点だと認識しておりますので、ここはもう少し検討させていただければと思います。

○清水委員長代理 あと、先ほどの私と菅家委員の質問に対しては、ちゃんと回答されていないように思います。つまり公募するのであれば、先ほど菅家委員がおっしゃったように、応募した人のメリットで、例えば賞が出るなり、そういうものがあるのでしょうか。やはり新しい投資手法として注目されている中で、公募をするのであれば、いつ結果が出て、何件応募があって、こういう投資手法が選ばれましたと言われて、初めて応募した人たちにも、それなりの名誉が与えられるわけですし、公募して、その後、何もフォローがないと、ESG投資は超過収益がないからだめなのだ、日本でESGはだめなのだという結果に終わってしまう可能性もあります。

●塩村投資戦略課企画役 応募者の方に関しましては、先ほど説明を飛ばしてしまったのですけれども、4ページの選考方法の一番下に必ず、審査結果を段階ごとに応募者に通知いたします。

あと、結果に関しましてですが、当然個別の内容は、先ほども申し上げたように、詳しくできないのですけれども、総括した形では御報告しますし、それをホームページ等に掲載することも検討いたしますので、そのような形で進めたいと思います。

●水野理事 そうではないですね。要するに彼らに何のメリットがあるのですかということだと思います。

○清水委員長代理 何らかのメリットがあるのかということと、どの程度公開することを考えていらっしゃるのかということです。

●水野理事 最終的には、幾つか選んだ指数を、我々はこの指数に関して選びましたということで、公表いたします。しかも、指数に関しては、我々が独占的に使うような指数に

するつもりはありませんので、他の投資家の方々が気に入られれば、活用していただいて、そうすることによって、基本的につくられるのは、インデックスベンダーだと思います。インデックスを技術的につくって、メンテナンスできる人になりますから、実際にはそれを本業としてやっている方々になると思うので、彼らからしてみると、我々が選んで、それで投資したことがわかって、ほかの方々も使われれば、それが一番のインセンティブになるということです。最終的にはそういうことになるのではないかと思います。ただ、初めての取り組みでもありまして、どういう形で出てくるかが、我々もよくわからないものですから、少し曖昧にあります。

○清水委員長代理　そういう点で、曖昧にされているということですね。

●水野理事　はい。

○新井委員長　お願いします。

●高橋理事長　ありがとうございます。

1つは、途中の段階でも、適宜、運用委員会に報告いたします。我々も若干手探りのところがございますので、その段階で、御意見等がありましたら、ぜひお聞かせ願いたいということと、読んでいただくと、おわかりのとおり、いつまでという期間の設定もあえてしておりません。ちょっと手探りのところがございますので、運用委員会に報告をして、御意見をいただいて、ある程度御納得いただいた上で始めるつもりであります。

ただ、あえて申し上げますと、応募されるプレイヤーの数は、そんなに多くはないのではないかとこの部分もあってやっているものと、もう一つだけ言わせていただきますと、賞をあげるというよりも、恐らく採用されると、マーケットの発展に寄与するという意味で、名誉になるという、モラルのところに期待する部分もあります。賞というのは、そういう意味ではなくて、要するに選ばれましたということが、マーケットに伝わるということです。

○新井委員長　加藤委員、お願いします。

○加藤委員　最初に今のインセンティブの話でいうと、インデックスをつくった人は、ライセンスフィーが入ってくるので、一生懸命やると思います。これは確実な収入です。GPIFが使うことになれば、ライセンスフィーが運用機関からインデックス開発者に入ってくるので、頑張って作ると思います。

別に2つ質問したいと思います。1つは、スチュワードシップの取り組みについてです。パッシブ運用機関によるスチュワードシップの推進という項目がありますが、これはパッシブ運用機関に対し、売買せずに保有し続けるのだから、しっかりエンゲージメントして欲しいという話だと思います。ところが、GPIFが委託しているパッシブ運用機関のフィーは、ほとんどゼロに近いようなフィーでやっているのではないかと思います。ほとんどフィーがないところで、さらにエンゲージメントをしろというのかということで、現実的に無理なことを押しつけることになりかねないのではないかと危惧しています。もちろんフィーを上げるという手はあるのかもしれませんが、実際に実行に移す時、どう対応しよう

としているのかということが最初の質問です。

もう一つは、別の質問なので、最初の質問にお答え願えればと思います。

○新井委員長 どうぞ。

●小森委託運用第一課企画役 その観点は、我々も現実に耳にしておりますて、今、パッシブの運用機関は、日本株は5機関あります。それぞれに対して、今のようなテーマについて議論しておりますが、現実に5つのうちの1社は、1月の報告の中にも書いておりますけれども、フィーの話以前に、自分たちで我々の意図を理解して、エンゲージメントを始めますということで、やり出しているところがあります。フィーの話というのは、競争原理でもありますので、そういうところが現実にある以上、我々としては、まず今のフィーの中でやれるところをやってもらうのが、我々にとって効率的だというのは、間違えないと思っております。

もし今やっていない4機関も、これからこういうことを、手間暇かけてやるのですという意図があれば、我々も全く遮断するものでもありませんし、オープンにそれは聞いてみたいと思っています。これは水野からいろんな場で公に言っている部分でもありますけれども、そこは、我々とすれば、提案があれば、オープンに対応したいと思っています。

●水野理事 今の提案というところに関しては、我々がフィーを押さえるということは、年金受給者のためにやらなければいけないのですけれども、一方で、追加でアドバリューを、今、要求しているということも十分に認識しておりますので、我々から運用機関に対しましては、彼らの創意工夫と提案を希望しています。

例えばエンゲージメントをやるために、これだけの設備投資的なものが要るので、もう少しフィーを上げたいと説明される運用機関があるのであれば、我々は喜んでお伺いします。納得感があるかどうかということだろうと思っておりますので、そこは、今、小森も申し上げましたけれども、私もいろんなところで、そういうことでお伝えしておりますので、運用委員の方も運用機関から聞かれる機会があれば、我々としては、運用機関のクリエイティビティーというか、創意工夫と提案力を期待していますと、お伝えいただけないかと思っています。

○加藤委員 先ほどの資料にもあったのですが、運用フィーが0.03%と低く抑えられていることはすばらしいのですが、独占的な立場の濫用にならないように丁寧にやっていただくと、日本の資産運用業界も健全に発展すると思いますので、よろしくお願いします。

それから、ESGの指数に対しては、先ほど水野理事からもお話がありましたので、ここは注意してやっていただきたいと思います。誤った方向に向かわないようにしていただきたいということです。

もう一つは、理事長からもお話が出たのですが、ESGインデックスの公募に対し余り多くが応募してこないのではないかとすることは、私も若干危惧しております。ESGのインデックスで運用するということが、必ずしもまだメジャーになっていないという現実があるわけです。そういう環境の中で、GPIFがこういうチャレンジに踏み出されるのは、私は

ポジティブに評価しています。ただ、応募資格をきつくしてしまうと、アイデアはあるけれども、応募できないという人が出てくる。これもぜひ考慮していただきたい。

私が知っている限りで言うと、ESG投資を一生懸命研究しているのは、運用会社です。特に日本のESG投資ということに関しては、日本の運用会社だと思います。うまく彼らのアイデアを吸い上げて、いいものをつくるということに御配慮いただければと思います。

○新井委員長 水野理事、どうぞ。

●水野理事 加藤委員、ありがとうございます。

この後でも結構ですので、具体的に、例えばこの条件を緩和したほうがふえるのではないかみたいなことがありましたら、ぜひフィードインしていただければと思いますので、よろしくお願いいたします。

○新井委員長 どうぞ。

○武田委員 先ほど新井委員長がおっしゃられた、超過収益を強調しすぎない点は、私も同感でございますので、お願いできればと思います。

その点に関しては、加藤委員もおっしゃられたようにESG投資自体がメジャーでないがゆえに、過去のパフォーマンスでみても、今は評価されていない面もあるのではないかと考えます。社会への貢献などが、正しく企業価値に反映されていくようなマーケットに変わっていけば、その点は時間がたってみないと検証はできませんけれども、将来的にESG項目に書かれているような点での貢献が、企業価値に反映されるようなマーケットになり、結果がついてくるという面はないのか、そうした視点もあるのではないかと感じました。

○新井委員長 時間もかなり押してきましたので、次に、委員限り 7－1 外国債券の受託機関構成について及び委員限り 7－2 平成28年度外国債券運用受託機関の総合評価結果について事務局から説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 それでは、委員限り 7－1、委員限り 7－2 について、手短に御報告申し上げます。

委員限り 7－1 でございますけれども、昨年 9 月に御議論をいただいた、外債のマネジャーストラクチャーについて、フォローアップということでございます。

2 ページ目をお開けいただいて、当初、外債に何をもちろんだかということで、図表 1 のバブルチャートをごらんいただければと思いますけれども、先進国からなっておりますパッシブの周りに、8 つの多様なマンドートを組み合わせて、分散投資効果の実を上げようということです。新興国でございますとか、クレジット戦略、ハイイールドといったような戦略を駆使しようというもくろみでつくったものでございます。

その結果が 5 月末の実績ということで、下のバブルチャートでございますけれども、まだ発展途上ということでございまして、特に新興国のパーツがほとんどできていないといった状況です。それから、ハイイールドも慎重に組み上げているといった状況でございます。

足元までの結果ということですが、4 ページ目をごらんいただければと思いますけれど

も、このストラクチャーは、9月に議論をいただきまして、10月からスタートをしてございます。10月から足元5月までの超過収益ということでごらんいただきますと、先進国国債、WGBIのベンチマークに対して、こうしたマニダートを分散した効果として、16ベースポイントの超過収益が上がっているものでございます。そのうち、16ベースがマネジャーベンチマークの分散によるものでございまして、各マネジャーが、各マネジャーベンチに対して、頑張った効果というのは、残念ながらゼロにとどまっているところでございます。

5ページ目をごらんいただきまして、各マネジャーがどう頑張ったのかということを一表に示しているところでございます。既に委託しておりますアクティブファンドは、20社ございますけれども、通期のパフォーマンスをごらんいただきますと、20社のうち12社がプラスの超過収益、残り8社が網掛け、マイナスということで、12勝8敗ということでございますが、基本報酬を控除しますと、10勝10敗、勝敗相半ばという結果になっているものでございます。

引き続きまして、委員限り7-2ということで、アクティブ、パッシブの運用機関の総合評価の結果をあわせて御報告させていただきたいと思っております。

昨年度選ばれた、アクティブ、パッシブは、全外国債券運用受託機関について、総合評価を実施したところでございまして、定性・定量8点満点ということで、6点に満たない社については、一部回収といったことを検討するという原則で臨んだものでございます。

2ページ目をお開けいただきまして、具体的に総合評価の結果、悪かった先を列記してございます。まずパッシブのほうでございますけれども、6社中3社は、残念ながら総合評価が5点でございまして、6点に満たないということで、定量点が2点ということで、悪くなっております。これは5年間のパフォーマンスが、結果的にマイナスになったということでございまして、これらの社につきましては、一部資金も回収をし、執行の工夫等をお願いして、警告を発するといった対応を考えているものでございます。

3ページがアクティブの部でございまして、今回の総合評価の結果、点数が悪かった先は、I社、S社、2社出てきているところでございます。

I社につきましては、グローバル総合型のファンドでございますが、定性・定量とも、評価がよくないということでございまして、資金の回収を行った上で、マネジャーに対する支援の強化をお願いしようと考えております。

S社につきましては、ハイイールドの社でございます。定性的にはしっかりプロセスは踏んでおるわけでございますが、定量部分がついてこないということでございます。

こちらの社につきましては、4ページ目の数字のページをごらんいただきたいと思います。ハイイールドにつきましては、RとS、2つの社でストラクチャーを組んでございます。S社というのは、リスクを抑えた、ハイイールドの中でも、銘柄を選びに選ぶ運用を心がけている社でございまして、2008年度のようなリーマン・ショックの嵐に巻き込まれた時期には、超過収益が6.22ということで、めっぽう強いという特性を持っているわけでございますが、それ以降、相場環境が順風満帆な時期には、それほどの超過収益は出ない

といった特性がございます。

もう一つの相方でございます、R社というのは、アグレッシブにポートを組みますので、リーマン・ショックの時期には運用成績が低迷したということでございますが、残りの時期には、堅調に推移をするという特徴がございます。

私どもとしては、この2社のかみ合わせのよさに着目をして、ストラクチャーを組んでいるということを踏まえまして、基準点としては、6点に満たない状況ではございますが、原則の例外ということで、S社につきましては、警告、回収を行わないまま、しばらくはパフォーマンスを注視しながら、ストラクチャーを維持したいと考えているところでございます。

簡単ではございますが、委員限り7-1、委員限り7-2の報告は以上でございます。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問をお願いいたします。よろしいでしょうか。

御意見がないようですので、本日予定した議事は、以上で終了したいと思います。

事務局から連絡事項等がございましたら、お願いいたします。

●三石審議役 それでは、私から2点御連絡させていただきます。

まず資料のお取り扱いでございますけれども、委員限り4平成27年度業務概況書(案)、委員限り6 ESG指数のアイデア募集について、そして、メインテーブルの方々にお配りしております保有全銘柄について、この3点につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいていただきますよう、お願いをいたします。随行の皆様におかれましても、同様をお願いをいたします。

そして、次回の運用委員会の日程でございますけれども、夏休みを挟んで、各委員がおそろいになる日は、なかなか調整が難しく、恐縮でございますが、9月1日木曜日の10時から、当法人会議室で開催をさせていただければと考えております。

以上でございます。

○新井委員長 本日は、どうもありがとうございました。