

運用委員会（第109回）・ガバナンス会議（第10回）合同会議 議事録

1. 日 時：平成28年9月1日（木）10:00～12:00

2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 参加者：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・加藤委員 ・佐藤委員
・菅家委員 ・武田委員

4. 議 事

「運用委員会・ガバナンス会議合同会議」

(1) 平成27年度における「投資原則」の実施状況について

(2) その他

「運用委員会」

(1) 平成28年度第1四半期の運用状況について

(2) リスク管理状況等について

(3) その他

●三石審議役 それでは、ただいまより第109回運用委員会と第10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。委員の出欠の状況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のことでございます。

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、運用委員会及びガバナンス会議については、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。まず、お手元の資料のうち、議事次第、座席図のほかに、委員限り1 本日の議題。

委員限り参考 運用委員会規則。

委員限り2 平成27年度における投資原則の実施状況。

委員限り3 国の委員会組織における審議参加の制限等の状況。

委員限り4 業務方針の一部改正について。

資料1 平成28年度第1四半期運用状況。

委員限り5 資産構成割合の管理状況等について。

委員限り6 リスク管理状況等の報告。

最後に、資料2 GPIFにおけるオルタナティブ資産への投資手法の追加（LPSへの出資）についてでございますが、特に漏れているものはございませんでしょうか。

なお、委員限り5資産構成割合の管理状況等につきましては、運用委員会終了後に回収をさせていただきますので、恐縮でございますが、机上に置いておいてくださいますようお願いをいたします。随行の皆様も同様を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、まずは、運用委員会及びガバナンス会議の合同会議を開会いたします。以後の進行につきましては、清水ガバナンス会議議長をお願いをいたします。

○清水議長 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。

ガバナンス会議については、運用委員会規則第8条の2第2項において、会議は、運用委員会が策定する管理運用法人における投資原則及び行動規範を立案し、並びに、その実施状況を監視し、運用委員会に報告する。ということとされております。

本日は、投資原則の実施状況について、執行部から御説明いただき、合同で開催することで運用委員会への報告にかえたいと思います。

それでは、まず初めに、委員限り2平成27年度における投資原則の実施状況につきまして、事務局のほうから御説明をお願いいたします。

●三石審議役 それでは、私のほうから委員限り2平成27年度における投資原則の実施状況について御報告をさせていただきます。

投資原則につきましては、4つの柱がございましたけれども、投資原則策定以来、初めての年度になります27年度の決算が終わりまして、数字が固まりましたので、その数字を踏まえて、実施状況について御報告をするものでございます。

まず、1つ目の柱でございますけれども、枠囲みのところがございますように、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保するというところでございます。

実績の数字を御説明させていただきますけれども、名目運用利回りと実質的な運用利回りがございますが、より重要な実質的な運用利回りの数字で御説明をさせていただきたいと思います。名目運用利回りから賃金上昇率を控除したものでございますけれども、27年度のところをごらんいただきますと、GPIFの運用利回りは-4.31%でございます。財政計算上の前提となっております実質的な運用利回り、2つ欄がございますけれども、上の欄が経済中位ケース、下の段が市場基準ケースでございますが、いずれのケースよりも残念ながら下回るということでございました。

しかしながら、長期的な観点から年金財政上必要な利回りを確保するという投資原則にもともなっておりまして、そういう意味では一番右側の平成13年度～27年度までの15年間の平均を年率で出してみますと、GPIFの利回りが2.60、財政計算上の前提が0.19～0.23ということで、この15年間におきましては大きく上回っているということでございます。

また、基本ポートフォリオの検証でございますけれども、一番下のところでございますが、まさにこの運用委員会でも御報告をさせていただきましたように、マイナス金利導入後の国内債券の期待リターン低下の影響が見られる中であっても、現行の基本ポートフォ

リオは見直す必要がないという結論でございました。

1つの理由といたしましては、国内債券の期待リターン低下の影響を受けても、現行の基本ポートフォリオにおいても、おおむね25年度において目標利回りを満たすということが確認できたということ。

2ページになりますけれども、年金財政上必要とされる積立金の水準、これを下回る確率というのが基本ポートフォリオを策定したときよりも、さらにその確率が低くなった。リスクが低下をし、逆に必要な積立金水準を確保できる見通しが高まったという2つの理由から、現行の基本ポートフォリオを見直す必要はないということも確認をできたところでございます。

続いて、2番目の柱でございまして、いわゆる分散投資のことではございますが、ここでは資産、地域、時間等を分散して投資をすることが盛り込まれております。あわせて年金給付に必要な流動性の確保ということが言われております。

まず、分散投資のところではございますけれども、《1》実績のところではございますように、基本ポートフォリオに従って、乖離許容幅の中で各資産に対しての分散投資を行っているということでございます。その結果として、27年度につきましては、額にして5兆3,000億円、率にして-3.81%でございました。

3ページでございまして、流動性の確保につきましては、当初、予算としては3兆1,669億を私どもから年金特会に償還ないしは納付をするということを予定しておりましたけれども、実際にはちょうど厚生年金基金の代行返上などがございまして、年金特会にかなり余裕があるということで、実際の納付額は2,750億にとどまったということでございます。

一方で、私どもはキャッシュアウト等対応ファンドあるいは財投債ファンドを持っていて、その償還金や利金等を活用することによって、もし緊急時のキャッシュアウトが必要な場合には対応するというところでございましたけれども、27年度は実際にそのキャッシュアウト等対応ファンド等の償還金及び利金等の金額は5兆2,272億を一応稼いでいたということで、実際には先ほど申し上げたような国庫納付の額も非常に少額にとどまりましたので、現物資産を売却せずに国庫納付等ができたということでございます。

分散投資の各資産クラスごとの主な取り組みを申し上げたいと思います。まず、国内株式、アクティブ運用においてでございますけれども、スマートβ型アクティブ運用の割合をふやしまして、27年3月末の36%ほどから52%程度にまでふやすということとなっております。

外国債券運用の分散投資におきましては、まさに27年度マネジャー・ストラクチャーを行った際に分散投資効果を高めるということで投資対象のカテゴリーも大幅にふやしまして、そちらの①～⑧にあるようなカテゴリーに投資をするというような分散投資を行っているところでございます。

続いて、オルタナティブに関してでございますけれども、従来から行っておりましたイ

ンフラ投資に加えまして、27年度におきましてはプライベートエクイティ投資を始めたところでございます。

国内債券の中の多様化の一つとして、物価連動国債がございますけれども、もともとインフレリスクを低減するというので政策的に保有しているわけでございますが、これにつきましても26年度末の8,600億円から27年度末には1兆9,000億円余というような形で着実にふやしてきているところでございます。

続いて4ページ、3本目の柱でございますけれども、リスク管理に関する項目でございます。ここでは資産全体、各資産クラスあるいは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いうこと。パッシブ、アクティブ運用の併用、さらには資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保できているかどうかということが盛り込まれているわけでございますけれども、まず、ポートフォリオ全体のリスクという意味では、そちらに各資産クラスごとに乖離許容幅の中に実際の資産構成割合が収まっているかどうかというのを年度を通じて確認をしております。結論といたしましては、全て4資産とも乖離許容幅内に収まったということでございます。

ポートフォリオ全体のトラッキングエラーにつきましても一番下のグラフでございますように、年度を通じて特に大きな変動はなく、安定的に推移したと考えているところでございます。

5ページでございますけれども、ポートフォリオ全体の収益率と複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分解を行っております。運用資産全体の収益率は-3.81%でございます、たまたま複合ベンチマーク収益率も全く同じ-3.81ということでございました。その要因分解を行いますと、資産配分要因、いわゆる基本ポートフォリオから実際の資産構成を乖離させたことから発生するプラスマイナスでございますけれども、資産配分要因のほうにつきましては+0.21%の寄与があったということでございます。

ただ、一方で個別資産要因のほうでございますが、こちらのほうでは国内債券と外国債券がマイナスということで、個別資産要因全体で見ましても-0.15%であったということでございます。特にこの個別資産要因について細かく要因分解をしましたのが、(2)各資産クラスで見た要因分解でございます。

まず、国内最近につきましては、ベンチマークに対する超過収益率は、全体として-0.23%ございました。これをさらに②のところでは要因分解をしておりますけれども、27年度からはファンド要因、ベンチマーク要因、その他要因という形で、さらに分解をしております。

ここで言うファンド要因というのは、個別ファンドとマネジャー・ベンチマークの収益率の差から発生するものでございまして、ベンチマーク要因はマネジャー・ベンチマークと当該資産に係るベンチマーク、国内債券であればNOMURA-BPI、NOMURA-BPI国債等の複合ベンチマークになるわけですが、国内債券全体のベンチマークとそれぞれのマネジャー・ベンチマークとの差が発生するのがベンチマーク要因ということになります。

これを見ますと、 -0.23% のほとんどはファンド要因の -0.23% で説明できるということでございますけれども、その理由はその下に書かれておりますが、物価連動国債の影響によるものでございます。27年度におきましては、物価連動国債については市場の期待インフレ率の低下によって -0.22% の寄与となっております。

ちなみにこの物価連動国債のマネジャー・ベンチマーク、27年度におきましては、NOMURA-BPI国債で評価をしておりますが、これにかえてNOMURA物価連動国債インデックス、いわゆるJ-TIPSに置きかえて評価をしますと、逆に超過収益率は $+0.07\%$ という形になります。ちょうど下から2つ目の表の超過収益率のところ -0.23% の下に括弧で $+0.07\%$ と書かれておりますが、これがそれに相当するものでございます。ということで、まさに物価連動国債の影響によって国内債券全体がマイナスの超過収益になったということがおわかりかと思えます。

なお、国内債券のトラッキングエラーでございますけれども、具体的には6ページになりますが、実績トラッキングエラーにつきましては、年度を通じて特に大きな変動なく安定的に推移したことがおわかりかと思えます。

また、国内債券全体の修正デュレーションにつきましても、 -0.07 から 0.08 ということで、比較的安定的に推移していると言えるかと思えます。

続いて6ページの下外国債券でございます。超過収益率が -0.58% でございました。この要因分解でございますが、7ページの②のところでございます。大きく2つ要因がございます。1つは、ちょうど概算のマネジャー・ストラクチャーを10月に行ったわけでございますけれども、その資産のトランジションを7月～9月にかけて行った際にちょうどチャイナショックがございまして、この場合の一時的にベンチマークに追随するような機動的な運用がトランジション期間中であつたがためにできなかったということでございます。

もう一つの要因といたしましては、マネジャー・ストラクチャー再構築後の下半期、10月以降でございますけれども、ここにおいても一番大きな原因としましては、ベンチマーク要因で -0.12% になっていることがおわかりかと思えます。これを各ファンドごとに見ますと、グローバル総合、米国総合及び米国ハイイールドのマネジャー・ベンチマークの収益率が外債全体のベンチマーク収益率よりも低かったことがマイナスに寄与していたということがおわかりかと思えます。

外債のトラッキングエラーにつきましては、推定トラッキングエラーについては10月のマネジャー・ストラクチャーの再構築の影響で上昇しておりますけれども、実際のトラッキングエラーについては年度を通じて大きな変動なく安定的に推移をしているということがグラフからも読みとれるかと思えます。

続いて8ページ、国内株式でございます。こちらは若干でございますけれども、 $+0.02\%$ の超過収益率でございました。これをやはり要因分解をいたしますと、ベンチマーク要因が $+0.05\%$ になっております。これをさらにマネジャー・ベンチマークごとに要因分解を

いたしますと、9ページの表のところでございますけれども、スマートβ型のファンドのベンチマーク要因がいずれもプラスになっていることがおわかりかと思えます。野村RAFIが+0.04、MSCI Japan smallが+0.03、S&P GIVI Japanが+0.11ということで、特にS&P GIVI Japanの寄与度が非常に大きかったということで、ちょうど27年度にトピックス自身は大きな下落局面がございましたけれども、ここでこのスマートβ型のファンドがトピックスを大きく上回るというような形で超過収益率の確保に寄与したことがおわかりかと思えます。

トラッキングエラーのほうでございますけれども、国内株式につきましては、推定、実績とも安定的に推移をしておりました。

国内株式のβ値につきましても、9ページの一番下のグラフでございますが、0.98～0.99の幅で安定的に推移をしております。

10ページでございますが、外国株式です。こちら若干でございますが、+0.03%の超過収益でございます。これを要因分解いたしますと、②のところでございますけれども、ファンド要因で+0.03%になっております。さらにこれを真ん中の表でございますような運用スタイル別に見てみますと、パッシブ全体のファンド要因が+0.03、エマージングがアクティブのファンド要因が+0.03ということで、この2つのファンドがプラスに寄与していることがおわかりかと思えます。

外国株式のトラッキングエラーでございますけれども、やはり推定、実績とも安定的に推移をしておりますし、11ページになりますが、β値につきましても0.98～1の幅で安定的に推移をしたところでございます。

続いて、今度は各運用受託機関ごとのリスク管理ということでございます。11ページの(3)にあります表は、27年度の単年度だけでございますけれども、各ファンドごとの超過収益率を示したものでございます。

恐縮でございますが、13ページまで飛んでいただきまして、リスク管理という意味でこの運用受託機関ごとに実施したことということであれば、その①のところにありますように、定期ミーティングを通じて総合評価を実施いたしました。その結果、国内株式アクティブ1ファンド、外国株式アクティブ2ファンドについては解約、外国株式アクティブ3ファンドについては資金の一部回収及び配分停止、国内株式アクティブ6ファンドと外国株式アクティブ1ファンドについては警告を行っております。なお、外国株式アクティブ運用の中で運用体制の変更の報告がありまして、私どもでチェックをした結果、従来と同じような運用はできないと判断をして、この1ファンドについては解約をしております。

資産管理機関についても同様に定期ミーティングを含めた総合評価を行いました。こちらのほうについては解約するものではなく、契約を継続することとなりました。

最後に4つ目の柱でございますけれども、14ページをお開きいただきたいと思えます。株式投資におけるスチュワードシップ責任の履行ということでございます。まず、数字を御紹介させていただきますが、日本版スチュワードシップ・コードの受入状況でございま

すけれども、この3月31日時点で国内株式運用受託機関においては、20社内20社とも受け入れているということでございます。

一方、責任投資原則のほうでございますけれども、こちらは国内株式においては20社中16社、外国株式については19社中17社が受け入れているということでもあります。

そして、27年度につきましては、スチュワードシップ・コードへの取り組みということで、かなり思い切った取り組みを広範囲に実施しております、①～⑧のような取り組みを実施しております。

例えば、先ほど申し上げたような国連責任投資原則への署名でありますとか、運用受託機関におけるESGの考慮について評価するということを業務方針に明記をして、その旨を公表しております。

また、スチュワードシップ責任者を採用して、その体制整備ということでスチュワードシップ推進グループというものを法人内に設置をいたしました。

国連責任投資原則の関係では⑥でございますように、水野理事がアセットオーナーアドバイザーコミッティのメンバーに選出をされております。

さらには⑧でございますが、今回初めて上場企業向けのスチュワードシップ活動に関するアンケートというものを実施して、その公表をしたところでございます。

こういった取り組みの結果、わかってきた課題といたしましては、15ページでございます。運用受託機関へのヒアリングの実施というところでありまして、そのGPIFの今後の対応の①、②というところでございますが、運用受託機関におけるスチュワードシップ活動の課題といたしましては、アクティブ運用機関に比べまして、どうしてもパッシブ運用機関のスチュワードシップ活動がやや見劣りする部分があるということで、パッシブ運用機関のスチュワードシップ活動をいかに促すことができるのかというようなこと。

そもそも上場企業のガバナンスを問う運用受託機関自身のガバナンスの問題や利益相反の問題、具体的には運用受託機関の親会社との利益相反の懸念。こういったものに対して運用受託機関自身が組織的な対応がなされていないような事例というものも出てきているということで、こういった運用受託機関自身のガバナンスのあり方なども課題となっております。

パッシブ運用受託機関に対してスチュワードシップ活動を促すために、27年度にはその評価ウェイトを高めることによってパッシブ運用受託機関のスチュワードシップ活動をより積極的に促そうというような取り組みを実施しているところでございます。

最後に、上場会社向けのアンケートでございますけれども、これもGPIFの考え方という一番下の①、②のところでございますが、パッシブ運用受託機関におきましても、基本的に国内株式1,900の銘柄に投資しているわけでございますが、その対象企業を絞り込むことによって、パッシブ運用機関であっても効率的なエンゲージメントが十分可能なのではないかとというような考え方。

また、上場企業からの声といたしましては、結果としての投資期間の長短というのでは

なくて、運用受託機関のアナリストによる企業分析とか投資判断における時間軸の長さ、これを課題として指摘するような声が出てきておりまして、こういったものも今後、運用受託機関とのコミュニケーションの中で理解を深めていく必要があるのではないかと考えているところでございます。

以上、長々4つの柱について実施状況を御報告させていただきましたけれども、私どもといたしましては、いずれの投資原則につきましても、27年度は必要な事項について実施ができているというような形で御報告をさせていただいたところでございます。

○清水議長 ただいまの御説明につきまして、御意見・御質問などがございましたら、お願いいたします。

○佐藤議長代理 一生懸命につくった投資原則をこういう形で包括的にレビューしていただいて、大変参考になったところであります。本当に御苦勞をありがとうございました。

1つお願いで、1つ非常に細かい質問なのですが、お願いというのは、これを今後どの程度の頻度で、こういう形の包括的なレビューをされる御予定なのか。最低限、毎年度これをやっていただければ、GPIFのオペレーションが投資原則に沿った内容になっているかどうかということをお聞きできますので、非常にその意味では役に立つなど。最低限、年度に1回はやっていただきたいと思うのですが、果たして年度に1回だけでいいのか。その中間で例えば半期に1回。四半期だとさすがに多過ぎると思うのですが、どこかで中間チェックが入ると、その巡航速度から外れていないかがチェックできるのかなという気がしています。その辺について、お考えを伺いたいということ。

もう一つは非常に細かい数字の質問なのですが、5ページの複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析のところでは他の要因というのがよくわからなくて、その他の要因の各項目を足しても下の合計にならないので、その他の要因は何を指しておられるのか。これはなぜ足して-0.06にならないのか。その辺をおわかりになる範囲で教えていただければと思います。ちょっと細かい質問です。

○清水議長 お願いいたします。

●三石審議役 まず、最初の御質問でございますけれども、投資原則の実施状況の確認は今回初めて実施させていただいたものでございまして、それは何となれば、やはり年度の決算の数字が基本的にベースになっておりますので、その数字が固まりませんと具体的に検証もできませんので、そういう意味でちょうど27年度末の数字が固まった、このタイミングで御報告させていただいたということです。そういう意味では、今後、少なくとも最低、毎年実施をしていくというものでございます。

一方で半年でございまして、四半期ごとということにつきましては、なかなか全部追えない数字もございまして、もともと長期的にある程度、数字の中では収益率を含めまして、その評価をするというものも幾つかある中で、果たして四半期とか半年ごとで投資原則という形で確認をしていくことが適当なのかどうかということについては、まさに運用委員会で御議論をいただけたらと思っております。

2番目のその他の要因につきましては、これは一応アニュアルレポートなどにも書いておりますけれども、基本的に誤差その他ということでございまして、端的に申し上げますと、資産配分要因は基本ポートフォリオとの乖離で発生する要因。個別資産要因については各資産ごとの収益率と各資産のベンチマーク収益率との差から発生する要因ということで、一定の計算式で出てくるのです。それでは説明のつかないものがその他要因という形になります。ですから、それは私どもは誤差などと申し上げております。

○佐藤議長代理 何で足して合わないのかなという、それだけの質問です。コンポーネント、アセットクラスごとにプラスマイナスを足すと、ちょうどゼロです。それが-0.06と書いてあるので、あれと思って、非常に細かい質問ではあるのです。

●陣場市場運用部長 一番大きいので、資産全体が修正総合収益率という残高を考慮した収益率の計り方をするわけですが、資産ごとには時間加重収益率ということで資産の出入りの効果を排除した収益率で表しております、その差がその他の中でも結構大きな部分を占めてございます。四半期ディスクロージャー資料の用語の解説のところにもそのような解説で、9ページをごらんいただければと思います。

9ページで時間加重収益率、修正総合収益率を計算式で示しておりますけれども、資産全体はこの修正総合で出しているわけですが、資産ごとにはこの時間加重で出しております、その差がその他のところにしわが寄ってくるというところでございます。

○佐藤議長代理 わかりました。

○清水議長 よろしいでしょうか。

○佐藤議長代理 最低限、年度に1度は今後、お願いできればと思います。

●水野理事 年度毎にはやるつもりでおります。ただ、基本的に投資原則に関しましては、こういう振り返りもありますけれども、日々の行動の中で全員が認識してやっていくことだと認識しておりますので、こういう振り返りでサマリーをつくと同時に、日々の活動で意識をしてやっていくということを特に注意してやっていきたいと考えております。

○清水議長 それでは、私たちも運用委員会のたびに何か気がついたことがあれば、その都度、御意見をさせていただくということでよろしいかと思っております。

そのほかに御意見はございますか。

○菅家議員 意見ではなくて質問です。全体としては運用委員会で審議報告されたものをまとめていただいたという理解ですけれども、3ページのところで年金特会への納付の数字が載っております、予算と実績が随分乖離しているではないですか。これは宮崎参事官に質問だと思っておりますけれども、この要因はどういうことなのか。トレンドについてもお聞きしたいです。

●宮崎参事官 これは主に厚生年金基金の解散に伴う臨時的な代行返上という状況がありましたので、想定と異なったというのが一番大きな要因です。

○菅家議員 傾向としては続くのですか。

●宮崎参事官 27年度に市場がいろいろ先に納めておきたい、キャッシュを持っていて

もなかなか運用ができないという状況もありましたので、そういう意味では皆さんが早めに入れてきた、あるいは我々も受け入れをしやすい環境をつくったということもありました。そういう意味では今年度以降もこれが続くというよりは、27年度に特に多かったということだと思います。27年度はこういう状況でありましたけれども、しばらくは当初予定しておりましたキャッシュアウト局面がまだ続くと思っております。

○菅家議員 基本はそうですね。

●宮崎参事官 はい。

○清水議長 よろしいでしょうか。

そのほかに、どうぞ。

○加藤議員 2点あります。1つは日本国債と外国債券のトラッキングエラーのところ、推定トラッキングエラーが非常に大きくなっています。実績はそんなに大きくなかったわけですので、推定トラッキングエラーをリスク管理の目的等として使うのであれば、若干離れ過ぎているかなという気がします。何らかの御対応を考えたほうがいいかなという気がします。それが1つ目。

2つ目は、パフォーマンス評価におけるキャッシュフローのタイミングの影響についてです。先ほどの佐藤議員の質問に若干関係するかもしれませんが、キャッシュが期中で出たり入ったりします。例えば、今日投資するのか、来週投資するのかという、いわゆる執行のタイミングの評価については触れられていません。GPIFのように大きなファンドの場合、執行の評価は重要になってくるのではないかと思いますので、そういった評価も検討されたいかがかということです。以上2点です。

○清水議長 お願いいたします。

●水野理事 ありがとうございます。まず、最初のトラッキングエラーの管理ですが、昨年の外国債券のマネジャー・ストラクチャーのときに、アクティブな運用の中でも以前よりもトラッキングエラーをとって運用するであろうと想定されるようなファンドを先ほどの分散投資の観点から多く取り入れたものですから、そのときに内部でもどうやって管理をするのだという議論を行いました。

そのときに私どもが考えましたのは、アクティブとパッシブの全体のフォワードルッキングの推定トラッキングエラーの値は2%を目処として管理しましょうということで進めております。それで結果といたしましては、やはり予想どおり、アクティブのほうの推定トラッキングエラーが高くなって、パッシブとの平均ではそれほど上がっていないということになっておりますので、ここはある意味、当初予想していたとおりということで、これは具体的には厚労省等からいただいているようなルールの中では、このトラッキングエラーについては明確なものはないのですけれども、昨年、ハイイールド債等を入れましたので、自分たちでめど値をつくらうということで、2%の推定トラッキングエラーのめど値というものを導入して管理をしております。

2つ目の御質問に関しましては、まさに資産購入のタイミングということをどう図るか

ということだと思imasるので、資産売却も同じなのですけれども、1年間の株価等々の推移の中で毎日売っていくのと我々がタイミングを見たのはどちらが効果がよかったかということの検証ができるかという問題提起だと思います。正直今までそこについては明確に管理というか評価できておりませんが、今後少し考えていきたいなどは思っています。

○加藤議員 ありがとうございます。

○清水議長 では、私からすごく細かい質問なのですが、11～13ページにかけて各運用受託機関の運用実績が載っているのですが、その中に自家運用という数字が国内債券アクティブ、外国債券アクティブ、外国株式アクティブというところがございます。もちろん期間も短いですし金額も小さいのかと思いますが、特に外国株式アクティブでは大きなマイナスの数字が計上されておりますので、これについて何か御説明はございますでしょうか。

●水野理事 最初に、まずはどういうことかというのをお伝えしますと、我々国内債券以外はインハウス運用を行っておりませんので、これは実態はオルタナティブ投資を投資信託で持っているものがインフラですと外債、プライベートエクイティですと外株の自家運用のアクティブとして、ここに計上をされているというのが事実でございます。外株のマイナスはいわゆるプライベートエクイティ投資のJカーブ効果と言われるもので、当初かなりマイナスが出て、そこからプラスになっていくという経緯をたどりますので、それが今、数字として挙がっていると御理解をいただければと思います。

○清水議長 了解しました。

ほかにはございませんでしょうか。

○新井議員 スチュワードシップ・コードに関してです。パッシブ運用機関のスチュワードシップ活動のあり方に若干問題があるということですが、アクティブ、パッシブ比率を見ますと、国内の株式で80%がパッシブで、スマートβも含めると約90%がパッシブ及び準パッシブのスマートβ運用で、広義のパッシブ型の運用のウエイトが大部分です。そうしたときにスチュワードシップ活動とパッシブあるいは準パッシブ運用はなかなかなじまないところがあるのではないかと思います。悩ましいところではあるのですが、そうした機関にスチュワードシップ活動を活発にやれと言っても、スタッフ的にも、あるいは予算的にもなかなか難しいところがあるのではないかと。そういうことでエンゲージメントの対象企業を絞り込むなどの工夫と書いてありますが、どんなことが可能なのか。絞り込みのやり方によっては、パッシブ運用機関にスチュワードシップ活動を積極的にやれと言ったことが何か当初の趣旨と異なる結果を招いてしまうのではないかと懸念します。その点についてはどのようにお考えになるかということです。

○清水議長 お願いします。

●水野理事 ありがとうございます。このあたりはパッシブ運用機関からも今のフィーではできないというようなことも当然言われているわけですが、一つ御理解いただきたいのは、GPIF、我々の法律のたてつけの特殊性といたしまして、パッシブの運用機関に議決権も預けざるを得ないという現実がございます。これは例えば、議決権行使の助言会社等を

使ったり、全く別のところに我々のパッシブの議決権を預けたりすることができると思えば、それはより積極的なスチュワードシップをやってくれとか言えると思うのですけれども、それが法律上は認められておりませんので、パッシブ機関にそのまま議決権の行使をお願いせざるを得ないという状況があります。

では、それで現実的にそれぞれのパッシブ機関は何を行っているかというのと、それぞれの例えば、信託銀行であれば、彼らのアクティブ部門の事情に合わせているというような形になっておりまして、私は率直に申し上げまして、アクティブとパッシブはそもそも運用のチームも違うわけですので、それについては実は隠れたコンフリクトもあると思えますし、余り理想的な状態になっていないという認識がまず我々がございます。

その中で私どもとしてできることを考えたときに、確かに通常はパッシブ機関に求めるものとしては多少行きすぎかもしれないのですけれども、そういう環境下においてはパッシブの受託機関にもう少し人員をそろえることも含めて、スチュワードシップ活動をパッシブの単体としてできないかということをお願いせざるを得ないという状況がまずはあるということをお願いいただければと思います。

その中で、現在、私どもが何を申し上げているかというのと、パッシブ機関の側にいろいろな考え方を提案してほしいと申し上げておりまして、これは一つの例として三石が申し上げましたけれども、絞るというやり方もあるでしょうし、彼らがどこかにまたその助言を受けながらやるとか、いろいろな方法があると思えます。それをぜひパッシブ機関の方々に創意工夫をしてもらって、私どもに提案をしてほしいと。フィーにつきましても、彼らがやりたいということ、やるということと、そのかかるコストが説得性とか整合性があれば、当然、我々もそれに合わせて再検討をしていくというようなことを今お伝えをしているという状況でございます。

○新井議員 一つお願いしたいことは、例えば、その絞り込み、あるいは議決権の行使に関してコンサルティング会社に依頼をするというような形で、機関投資家の意見が一様になってしまう、非常に少数の助言機関が、実態上、大きな影響力を持つてくることが予想されます。このように各投資家の意見の多様性が失われてくるというような懸念に対して、適切な工夫をなさっていただきたいと思えます。

●水野理事 そういう御懸念もあるので、逆にいろいろなところで、では、GPIFはどうしてほしいのかと聞かれるのですけれども、あえて言わないようにしているというのが現実でございまして、できる限り、その多様性が確保できるような形でパッシブ運用機関から提案が出てくるのを正直、現在は待っておるところであります。

○清水議長 そのほかはございませんか。

それでは、続きまして、委員限り3国の委員会組織における審議参加の制限等の状況につきまして、事務局から説明をお願いいたします。

●三石審議役 委員限り3の資料でございます。前回のガバナンス会議の際に運用委員会規則の改正について御審議をいただきまして、そのときに2つ残された課題があったかと

思います。1つは、運用委員を退任された後の金融機関等のかかわりについて、何かルール化をする必要があるかどうかという点が1つ。もう一つは、一部の先生方から問題提起といたしまして、大学の先生などは金融機関等から研究助成などを受けているケースがあるのだけれども、そういったことについて何らかのルール化が必要かどうかということの2つの課題があったかと思えます。

そこで、まず、私どものほうで他の委員会等、特にそういった関係業者とのかかわりについてルール化をしているような委員会の例を調べまして、本日は御報告をさせていただいて、本運用委員会としてはどうすべきかということをお議論いただく材料にさせていただければということで御用意をしたものでございます。

今回は3つの例を挙げております。まず、左側からでございますが、薬事分科会。これは厚生労働省で医薬品や医療機器等の承認を行う際の分科会でございます。このやり方といたしましては、網かけのところにポイントがございますけれども、委員が申告する関連企業からの寄附等の金額に応じて審議参加に制限を加えるというようなやり方でございます。

具体的には、委員御本人あるいはその家族、この場合には配偶者及び一親等の方ということでもありますけれども、過去3年度に関連企業、この薬事分科会の場合には具体的にどういう医薬品あるいは医療機器について、その日にかけるかというのはあらかじめわかりますので、その医薬品の製造業者あるいは競合企業から寄附金や契約金額の受け取り実績を委員から出していただくということになっております。

具体的な寄附金、契約金等の範囲についてもかなり広範に、かつ明確化されておまして、一番下の脚注2のところでもありますけれども、寄附金・契約金等の中にはコンサル料・指導料、特許料等々、あるいは講演・原稿執筆料、さらには教育研究の奨励を目的として大学等に寄附される、いわゆる奨学寄附金も含むというような形で範囲が定められているものでございます。

そういった自己申告に基づきまして、①にありますように、年度当たり500万円を超えるような年度があるときには、その委員の方については当該審査品目について審議の会場から退室いただく。ただし、分科会が必要と認めたときには、審議に参加できるというようなやり方。②として、いずれの年度も500万円以下のときには、出席し意見を述べることはできるけれども、議決には加わらない。ただし、いずれの年度も50万円以下の場合には少額ということで議決にも加わることができるということで、まさに金額に応じて取り扱いを変えているというようなやり方でございます。

なお、手続的には分科会等の開催の都度、委員がその申告書を提出いただいて、その内容については事務局が企業側にも確認をする。そして、その申告書についてはホームページで公表するという手続をとっております。なお、退任後の就職制限等につきましては、この薬事分科会については特段制限はないということで、これはこの後御紹介する3つの委員会とも特段の修飾制限は、退任後についてはないということでございます。

2番目の例でございますけれども、原子炉安全専門審査会は、いわゆる原子力規制委員会の中に置かれております原子炉の安全性を審査する委員会でございます。こちらのポイントといたしましては、審議参加に関する制限はないけれども、委員からの申告を公表するというようなやり方でございます。

具体的な公表内容とした①、②、③とございますけれども、原災法対象事業者、いわゆる電力事業者及びその関連企業です。その関連会社の役員等の経歴の有無。さらには個人として1年度当たり50万円以上の報酬等の有無。この場合には提供者の名前も記載がされます。さらに③としましては、寄附等の場合には金額の多寡にかかわらず、提供者及びその金額等も記載をされるということで、この3つが申告されて、手続のところにありますように、委員の任命前あるいは毎年度1回申告を提出して、それがホームページで公表されるというやり方でございます。

3番目が公益認定等委員会。内閣府で財団法人などの公益認定を行う委員会でございます。こちらのやり方といたしましては、委員からの申告に基づいて委員会が審議及び議決の不参加を承認するやり方でございます。これも個々の審議事項があらかじめ提示されますので、例えば、ある財団から研究助成などをもらっているようなケースについては、その委員の方々の御判断で中立性・公正性に疑念を生じさせるおそれがあるという形で自己申告があった場合には、その委員会の承認を得て、その方の審議及び議決を回避することができるというような、その都度、委員会で御審議いただくというようなやり方でございます。

手続としましては、審議事項に応じて委員の方々が自己申告をしていただくわけでございますけれども、審議回避した場合はその旨が議事録に記載をされます。ただし、議事録は一般に公表されませんで、公表されるのは議事要旨だけでございます。議事要旨上は〇委員はうち〇件について審議を回避した。という、その回避した件数だけが議事要旨として公表されるというようなやり方でございます。

三者三様でございますけれども、例えば、薬事分科会等につきましては、もともと個々の具体的な医薬品の品目自身を承認するかしないかという、かなり個別性の強いものではございますので、かなり厳格にこういったルール化をしておる部分がございますけれども、一方で、この運用委員会の御性格なり、中身に照らした場合にどうするのがよろしいのかどうかということで御議論をいただけたらと思っております。

○清水議長 ありがとうございます。

ただいまの御説明につきまして、御意見・御質問などがありましたら、お願いいたします。

菅家議員、どうぞ。

○菅家議員 資料を整理していただきまして、ありがとうございます。左側の2つはいずれも過去に新聞報道等で疑念を持たれたようなケースがあつて、それぞれの審議会でこういう透明性を確保するルールづくりをしてきたという、多分そういう経緯があつたと思ひ

ます。やはり物事がそういうふうになる前に出てからやるというのは非常にまずいわけでありまして、透明性を確保するために何らかのルール化は図るべきだろうと私は思っております。

とは言え、薬事分科会のようにここまで厳格にやる必要はないと私は思っておりまして、いずれのパターンにも当てはまらないような気もいたしますけれども、少なくとも年に1度、委員が申告書を提出するという事はやったほうがいいのではないのかなど。ただ、ホームページで公表するとか、そこまでやるかどうかというのは、私はそこまでやらなくてもよろしいのではないかと思っておりますけれども、少なくとも年に1度、自己申告をし、どういうふうにそれを共有するのかというのは検討していただきたいわけでありまして、そこはやる必要があるのではないかと思っております。

○清水議長 ありがとうございます。

そのほかにはいかがでしょうか。

○佐藤議長代理 今、菅家議員のほうからお話があったように、原子力規制委員会の話は、原発事故の後、随分特定の大学教授の研究室に献金が行われて、それがタブロイド紙だけではなくて一流紙にも随分そういう形で報道された、あるいは週刊誌に特集されて随分スキャンダルになったという記憶がございますが、それと似たようなことがこのGPIFで起きる可能性が果たしてあるかどうかのポイントではないでしょうか。例えば、特定の先生がGPIFの委託先である特定の金融機関のロボアドバイザー開発のために献金を受けているとして、その金融機関が何か問題を起こした場合に何か問題が生じるかどうか、具体的なイメージとしてはそんな話なのかなと思うのですが、我々の行動規範の中にそれに該当するような項目があるのかどうかという観点で見ると、とりたてて利益相反（コンフリクト・オブ・インタレスト）という形で明示的に書いてある部分はないのですよね。あえて探すとすれば、自己または第三者の利益追求の禁止というところが該当するのかなと思いたすが。

そもそも我々の行動規範や内部規制のあり方は、ルール・ベースドではなくプリンシプル・ベースド、すなわち、規範や規制の考え方や哲学を理解した上で、外部から見て疑念を抱かせないような行動をとってくださいというスタンスを取っていると理解しております。金融庁の検査マニュアルでもそうしたプリンシプル・ベースドが主流をなしていますし、CPPIBのコード・オブ・コンダクトも基本的にはプリンシプル・ベースドで、我々もそれに近い考え方をとっているわけです。ただ、CPPIBの行動規範は、プリンシプル・ベースドとは言え28ページもあって、コンフリクト・オブ・インタレストだけで2ページにわたって実に詳細に書いてあり、さらには、関連する利害関係者をどう定義するかとか、マテリアル・インタレスト（主たる経済的な利害関係）が生ずるといえるのはどういうケースを指すかとか、デフィニションも非常に詳細に書いてあります。

さらに、疑義が生じた場合には誰に照会をするのかという点についても、例えば、GPIFのイメージでいくとガバナンス会議の議長、委員会のチェアパーソン、そしてコピーは必

ずジェネラルカウンセルに送りなさいと事細かに書いてあります。要するに、疑念が生じた場合には真っ先に誰に照会すべきなのか、利害関係というときにも、実際に利害が生じているリアルなケースのみならず、そういう可能性があるというポテンシャルな程度のケース、さらには、外から見た場合に、李下に冠を正さずというか、形の上でやはりこういうことをやっていると外から見て疑念を生じさせかねないケース、その3つのケースを含めてコンフリクト・オブ・インタレストと言いなさいと定義しています。リアルとは何、ポテンシャルとは何、パシーブというのは何ということもちゃんとデフィニションしてあるわけです。つまり、薬事分科会の例のように、500万とか50万とか、金額の多寡で切るのではなく、やはり外から見たときにどういう見られ方をするのかということが極めて重要という考え方に立っていると思われまます。薬事もそうですし、原発事故もそうなのですけれども、スキャンダルになるというのは金額の多寡ではないという発想だと思います。

だからこそ、プリンシプルをしっかり確立しておいて、必要があれば、行動規範の中に利益相反という項目をもう少し書き込んでおくべきだと思いますし、CPPIBのように、もう少し一歩踏み込んだ、かつ、かみ砕いた、原則がわかるような内容のものにする必要があるように思います。繰り返しになりますが、疑念が生じた場合には、しかるべき委員会のガバナンスコミッティ、チェアパーソン、理事長及びジェネラルカウンセルに書面で照会を出して、それをガバナンスコミッティで審議をしたうえで、最終的に運用委員会で結論を出すという形が、私は一番CPPIBに近い理想形かなという印象を持っております。

○清水議長 そのほかはいかがでしょうか。お願いします。

○加藤議員 この3つの比較表を作っていただいて、ありがとうございます。これを比較してみると、三石審議役からもありましたが、薬事分科会の場合はかなり個別性が強いということで、このGPIFの運用委員会とは質的に違うという気がします。

公益認定等委員会の場合を見てもみますと、中立性・公正性に疑念を生じさせるおそれのある事情がある場合は等々とありますが、疑念があるかどうかはなかなか判断が難しいところではないかという気がします。個別性があれば判断は易しいと思うのですが、GPIFの委員会の場合、個別性がないがゆえに、この線引きがかなり難しいという気がします。

その観点で言うと、原子炉安全専門審査会の基準が参考になるのではないかと思います。GPIFの委員会に比較的近いのではないかという気がします。つまり、基本的にはある一定以上の関係、この例の場合は50万円以上の報酬ということですが、何らかのある一定以上の関係がある場合は必ず申告をするということが比較的適切かなと思います。

先ほど、ホームページに公表するかどうかという議論もありましたが、規律性を持たせるのであれば、ホームページに公表してもいいと思います。逆にホームページに公表することによって、このルールに規律性を持たせることができるのではないかと思います。この表を見た感想です。

以上です。

○清水議長 いろいろな意見が出ておまして、ほかにこの場でぜひ言っておきたいこと

がございましたら。

私はこの2～3年、GPIFの運用委員をしております、実は私たちの立場で選定企業に対して、ここがいいとか、ここが悪いとかいう場面があったかというとは実はなかったと思うのです。いろいろ御報告をいただくときも名前は伏せられているという最低限の情報です。最終的に評価の段階のときで、本日のように名前が載っているということはあるのですが、実際にはそこまで個別の選定にかかわっているような面はなかったのではないかと思います。

その点に関して申しますと、薬事分科会ですとか原子炉安全専門審査会のように、個別に対応するような細かいルールはつくる必要はあまりなくて、むしろ最初に佐藤委員がおっしゃっていたようなプリンシプルといった形での作成を、さほど細かなくてもいいと思うのですが、原則を決めて、報告の経路を明らかにした上で年に1度、情報をお互いに共有するというような程度で、私はいいのではないかと考えております。したがって、委員会の中での情報共有というのは重要だと思いますので、ぜひやったほうがいいと思いますが、それを個別にホームページで公開するまでには至らないのかなというのが個人的な意見です。

私たちは大学が金融機関などから研究費をいただくということは実際にあるのですが、この場合も個別にいただくというよりは、むしろその学部で代表者が助成をいただくというようなケースが多いかと、私は考えております。そういったことで情報共有につきましても、例えば、私が所属する経済学部である証券会社から寄付講座のようなお金をもらうというようなことは、個人的な私の活動にかかわっていなければ、それも特に申告するほどのことではないのかなと思うのが私の感触ではあります。もしよろしければ、同じように教員をなさっている先生方からも御意見を伺いたいと思います。

○新井議員 私も基本的には、今、清水議長がおっしゃったことに同意です。ここに挙げられている3つのケースに比べて、GPIFで運用に当たっている金融機関の利害にかかわるような意思決定を我々運用委員会の委員がするわけではないので、この3つのケースとは性格がかなり異なるのではないかと思います。もちろん将来起こり得る様々な事態に備えて一定の最低限のものは用意する必要があると思いますけれども、余りコストをかけるのはどうでしょうか。プリンシプル・ベースドと言っているながら20ページもあるような文書を作成するようなコストをかけるような意味があるのかということについて、率直に疑問に思っております。

○清水議長 どうぞ。

○菅家議員 今、お二方から個別企業のために運用委員会でどうのこうのというお話がございましたけれども、もちろんそうだと思います。そうだと思いますが、ここで個別企業のために何かをすることだけではなくて、逆のことも考えられるわけではないですか。つまり、とても重要な情報をここでいろいろと交わすわけですから、それが個別企業にフィードバックされるという可能性もこれはあるわけです。そういうことも含めて、や

はり疑念を持たれないようにするという意味はいろいろな意味があると私は思っています、したがって、我々はそういう意識でつき合っていないと言っても第三者からそういうふうに見られてしまえば、それで終わりなわけです。

ですから、そういうことのないようにできるだけ規範的な対応をしたほうがいいでしょうということをごさいます、私もプリンシプル・ベースがいいとは思いますが、それだけでは済まないようなことも自分の意識と第三者が見た評価が必ずしも一致することではないわけでありますので、したがって、ホームページ云々という問題はありますけれども、少なくとも年に一遍、自己判断ではなくて客観的な状況について、何らかの共有する手法を考えていただきたいなど、こういうことをごさいます。

○清水議長 お願いいたします。

●水野理事 ありがとうございます。執行部のほうから一つ申し上げますと、私も以前、運用委員だったものですから、そちらの立場もよくわかりますが、年金局の見解を聞いたほうがいいかもしれませんが、今の例えばマネジャー・ストラクチャーとかのプロセスにおいて、具体的に会社名は出しておりませんが、マネジャー選別には、最終的には運用委員の方々には審議事項としてかかわっていただいておりますので、その認識は皆様で共有していただいたほうがいいかなと思っています。

これは、中期計画のときに新しく入ってきた文言で明確に審議をということになっておりますので、そういう意味では、私どもとしては運用委員会でマネジャーセレクションについては個別の企業を選ぶところで固有名は出ておりませんが、リストに関しては審議していただいているという認識でおるとということだけ御連絡をさせていただければと思います。

●三石審議役 それに関連して、前回のガバナンス会議のときに資料として配らせていただいたものを、済みません、口頭で読み上げます。中期計画の中に透明性の向上というのがございまして、そこでは運用受託機関等の選定については、例えば、選定過程や管理運用委託手数料の水準については事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や運用委員会から求めのあった事項については適時に運用委員会に報告するなど、運用委員会による適切なモニタリングのもとで、その透明性を確保するということが、要はGPIFの執行部が勝手に運用機関を選ぶのではなくて、きちんと運用委員会が、しかも事前にモニタリングできる仕組みのもとで選定あるいは手数料等の水準の決定を行いなさいということが厚生労働省からの指示もありまして、盛り込まれているということで、もちろん運用機関の個別の名前が出てくるわけではございませんけれども、運用委員会として、その運用機関の選定や手数料水準の設定に関して、審議をする形にはなっているというところをごさいます。

●水野理事 あと、もう一つよろしいですか。これは宮崎参事官からお話をさせていただいたほうがいいかもしれませんが、今回オルタナティブのLPが認められる中で、そのプロセスについても議論をされておまして、オルタナティブの場合はある程度、具体名を出さ

ざるを得ないかなとは現時点では考えております。実際に今までのところも具体的な名前を出しながら議論をしてきたというところもございますので、そのあたりも頭に入れておいていただいたほうがよろしいかと思えます。

○清水議長 つまり、今後の選定で大きくかかわってくる場面はふえる可能性があるということですね。オルタナティブとか。

●水野理事 そうですね。

○清水議長 どうでしょうか。それでは、きょうはたくさんいろいろ御意見をいただきましたが、特に共通見解ということではなく、いただきました本日の議論を踏まえまして、事務局に対して運用委員に対する金融機関からの研究助成や寄附などの実態把握、そして、今後の議論の進め方の整理をまたお願いいたしまして、本件については引き続き議論をしていくということによろしいでしょうか。

○佐藤議長代理 プリンシプル・ベースドの話の追加なのですけれども、確かにCPPIBの行動規範は28ページの長いものでありますが、その後ろに書式も随分いっぱいついていて、私はそういうことをやっていませんということをちゃんと報告をする書式もアネックスにいっぱいくっつけているのです。GPIFでも職員の方を対象にコード・オブ・コンダクトをちゃんと守っていますということを宣誓する書式を毎年提出していらっしゃいますし、我々運用委員も去年たしかやりましたが、その質問項目の中に項目を加える形で、利益関係のあるトレーディングはしていないかどうかを問う等、その辺が鮮明になるようなものを宣誓・提出することで確認をしたということにすればいいのかなと。

もう一つ申し上げたいのは、28ページのコード・オブ・コンダクトをつくってくださいと申し上げているわけでは全くなくて、プリンシプル・ベースドでいいですし、今ある行動規範並みのもので十分解釈は可能だとは思うのですけれども、やはり必ずしもクリアカットではなくグレーの部分が非常に多いわけですから、そこをもう少し明確化できるような一歩踏み込んだ工夫する余地があるかなということですね。

○清水議長 ありがとうございます。

では、その点につきましても、今後、事務局で資料を作成し、本件につきましては引き続き議論をしていくということによろしいでしょうか。

●三石審議役 1点だけ確認させていただきたいと思えます。今、議長から御指示がございました運用委員の先生方に対する金融機関からの研究助成や寄附等の実態把握について、簡単な様式をつくって、清水議長なり新井委員長と御相談をさせていただいて、その上で各先生方に例えば、過去あるいは現在どういうものがあるかということアンケートをさせていただいて、それも踏まえた上で次回以降、御議論をいただくということで考えておりますが、そういうことによろしゅうございますでしょうか。

(はいと声あり)

●三石審議役 では、そのような形で準備をさせていただきます。

○清水議長 では、よろしく願いいたします。

運用委員会・ガバナンス会議合同会議は、これで終了いたします。

続きまして、運用委員会に移りたいと思いますので、新井委員長、お願いいたします。

○新井委員長 それでは、運用委員会を続行したいと思います。まず初めに、委員限り4業務方針の一部改正について、事務局から御説明をお願いしたいと思います。

●陣場市場運用部長 それでは、委員限り4でございます。業務方針の一部改正ということでございまして、既に実施をした改正について、この場で御報告をさせていただくというものでございます。

改正の内容につきましては3点ございまして、まず最初の(1)が総合評価の関係ということで、先ほどの投資原則の実施状況のところでも議論になりましたが、スチュワードシップ責任に関する取り組みにつきまして、重点的な評価項目を2つ入れようという話。それから、議決権行使、スチュワードシップの統合という改正をしているものでございます。重点評価項目ということでございまして、先ほど投資原則の実施状況の中でも議論がございましたとおり、スチュワードシップ責任に関する評価のウエイトを上げるということに伴いまして、評価項目を追加するというものでございます。

具体的には(ア)ということで、建設的なエンゲージメント活動を通じて投資先企業の企業価値の向上及び持続的な成長を促しているかどうか。(イ)といたしまして、株主利益を図るための利益相反の弊害防止措置をちゃんととっているかどうかということを中心に見ていきたいというものでございます。

次の○が議決権行使、スチュワードシップの関係の整理ということでございます。議決権行使の取り組みということにつきましては、これは随分前から、これは運用機関としては当然行っていたことということで評価項目の中に入れておったわけでございますが、一昨年にスチュワードシップというものが新たに出てきて、両者が並列したままになってございます。スチュワードシップの考え方からいたしますと、まず、企業と対話、エンゲージメントをしまして、その最終局面において議決権行使ということで投資家の意思を表明するというので、エンゲージメントと議決権行使が一体なものとして扱われているわけでございまして、この機会に議決権行使とスチュワードシップを一体化しようという改正を行ったものでございます。

次に(2)ということで、外国株式に係るスチュワードシップの規定の追加ということでございます。スチュワードシップにつきましては、国内株式を念頭に置いて規定をつくっておったわけでございますが、外国株式においても日本版スチュワードシップの考え方を取り入れてエンゲージメント等をしていただけるということであれば、これは私どもにとって大変喜ばしいことであるという考え方に則りまして、外国株式においても日本版スチュワードシップ・コードの受け入れの規定を整備したというものでございます。

3点目は、こちらは先ほどの投資原則の実施状況の資料でも説明をさせていただきましたが、物価連動国債の取り扱いということでございます。物価連動国債につきましては、インフレリスクの軽減のためには投資をしているものでございますが、従来はこの評価の

ベンチマークがBPI国債ということで、固定利付の債券のベンチマークで評価をしており実態にふさわしくなかったということで、実態に合わせたNOMURA J-TIPSの物価連動国債のベンチマークを評価ベンチマークとさせていただきたいというものでございます。

2. 施行日ということで、この改正につきましては、既に8月18日に施行しているものでございますが、この物価連動国債の評価ベンチマークの議論につきましては、切りのいいところで4月1日にさかのぼって遡及適用をさせていただくものでございます。

具体的な改正内容ということでページをおめくりいただきまして、別紙をごらんいただければと思います。1ページ目でございます。新の列の一番最後の行でございますが、外国株式の中に日本版スチュワードシップ・コードを受け入れる運用受託機関については、日本版スチュワードシップ・コード取組方針に基づいて適切な取組を行ってくださいと。ただし、これはもともとコンプライ・オア・エクスプレインの性格のものでございますので、同コードを受け入れない運用受託機関は、その理由を私どもに報告をしてくださいという規定を入れようというものでございます。

続きまして、3ページ目でございます。スチュワードシップ責任に係る取り組みということで、国内株式と限定しておりましたものを外国株式においても日本版スチュワードシップ・コードの考え方でエンゲージメント活動等を行っていただくことも想定しまして、株式ということで国内という文言を取り去るということ。重点評価項目ということで、建設的なエンゲージメント活動等を通じて投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すとともに、利益相反の弊害防止体制を整備しているかどうかということの評価しようということでございます。

議決権との統合ということで旧のほうの4ページの下部分をごらんいただければと思います。従来はスチュワードシップ、株主議決権というものが評価項目としてばらばらになってございましたものを、この株主議決権行使の取り組みの中身をスチュワードシップのほうに盛り込みまして、新の4ページ目の2パラグラフ目でございますが、コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを踏まえて議決権行使基準を整備し、議決権行使を適切に行ってくださいということで、スチュワードシップの中に組み込んだということでございます。

最後に5ページ目の別表でございますが、私どもは評価ベンチマークのつくりについて別表でまとめているところでございます。物価連動国債の取り扱いということで5ページ目の下線を引いてある部分でございますが、国内債券の評価ベンチマークの中にNOMURA J-TIPS Index、物価連動国債のベンチマークを取り込んだというものでございます。

業務方針の改正については、説明は以上でございます。

○新井委員長 それでは、ただいまの説明に関しまして、御意見・御質問等をお願いいたします。よろしいでしょうか。

それでは、引き続きまして、資料1平成28年度第1四半期運用状況について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●五十里企画部長 では、資料1をごらんいただきたいと思います。28年度第1四半期の運用状況につきまして、先週の金曜日に公表をいたしました。その資料をきょうは添付しましたので、簡単に御説明をさせていただきたいと思います。

1 ページ目でございますが、年金積立金は長期的な運用を行うものであり云々と書いてございまして、2つ目のパラグラフで収益の話を書いております。評価損益を含んでおり、市場の動向によって変動するということに留意が必要。その後になお書きでございますけれども、27年度業務概況書からインカムゲインの数字を出したわけでございますけれども、思ったよりも好評だということで、四半期でもこれから出していこうかということで、28年度第1四半期の利子・配当収入は8,342億円でしたと、これを1つ加えてございます。

そのもとで第1四半期の結果でございますけれども、収益率としましては-3.88%、収益額が-5兆2,342億円ということで、市場運用開始後15年ちょっとですが、年率で2.39%、累積収益額が40兆1,898億円ということでございます。運用資産額は129兆7,012億円ということになってございます。

2 ページ目でございます。従来と変えたところが、右側の表のベンチマーク収益率のところでございます。先ほども業務方針の改正のところの説明がございましたけれども、国内債券の複合ベンチマーク収益率につきまして、物価連動国債につきましてはJ-TIPSを複合化したということで、今回からそれを反映させた形で第1四半期は1.87%、7月まで引っ張ると1.25%ということで表記をしております。

あとは簡単に説明させていただきますと8ページでございます。これは従来と変えているところでございます。運用実績の推移ということで、従来、累積収益額を積み重ねてきましたと表現をしましたが、今回は四半期別の収益率というものを棒グラフで加えまして、あわせてごらんいただくということにしております。四半期ごとに収益率を見ますと相当ぶれております。市場価格の上下というのは相当結構大きなものがあると。あるけれども、長い目で見れば、着実に収益額を積み上げている。こういったことがわかるような資料の形に変えてございます。

用語のところ、J-TIPSの話というのが11ページでございます。ベンチマークのところ、J-TIPSを複合化したということ国内債券のところを書いてございますし、下のほうでNOMURA物価連動国債インデックス（フロアあり）の説明も加えてございます。

最後、本編の資料ではありませんけれども、今回のディスクロからホームページに掲載させておりますが、理事長コメントというものを今回から載せてございます。一応きょうは資料におつけをいたしました。

理事長コメントといたしましては、第1四半期の市場環境というのは物価下落基調が続く中、日銀の追加金融緩和が見送られたことから、ドル円は方向感に欠ける展開が続きました。6月に入ると、米国雇用統計の予想を大きく下回ったということと、ブレイグジットの影響ということで急激に円高が進み、また一時的にその株式市場は下落をした。こういう厳しい環境の中で当法人は-3.88%でしたと。

その後、当法人は市場変動による影響について多角的に分析しつつ、長期的な観点から運用を行っており、短期的に市場価格が上下しても年金受給に支障を与えることはありません。私どもは投資原則・行動規範を遵守し、しっかりと受託者責任を果たしてまいりますと、こういうふうにもホームページにも掲載をしているというところでございます。

これについ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。

ただいまの説明につきまして、御意見・御質問等をお願いいたします。

○菅家委員 最後の理事長コメントの最後の3行はそのとおりだと思うのでありまして、新聞報道でもこのことが随分強調されて報道されておりましたが、一方で今の基本ポートフォリオに変えて通期でマイナスに収益率がなりましたと。あるいは昨年1年間で5兆円、今回の四半期で5兆円ということで連続して-10兆円の損失が発生しました。やはり基本的なスタンスは理事長のコメントどおりだと思いますけれども、一方でそういう状況が続いているということも、これはまた事実でありまして、それは市場環境が成せる技だと言えば、それまでだと思いますけれども、基本ポートフォリオのことはとりあえず脇に置いたとしても、例えばベンチマーク収益率を見ましても日本株式の一人負け状態というようなことでもあるわけです。

ては、そういう中でGPIFとして、今のこの環境の中でどういう工夫をしていくのですかと。長期的な観点でということのオウム返しだけでは、なかなか国民の意識にフィットするということにはならないということも客観的な事実だと私は思っておりますので、そういう意味で何か理事長なり水野CIOでコメントがあれば、いただきたいなと思います。

○新井委員長 どうぞ。

●水野理事 理事長は別途コメントがあるかもしれませんが、基本ポートフォリオに関しましては、毎年の検証をしていただく中で、私どもは中心値と乖離幅の活用において変動をできる限り抑えながら運用していくという方針は、我々は理解してやっております。

この数字を見ていただきますと、6月末で日本株が21%で、今は特に御指摘いただきました日本株につきましては相当なアンダーウエイトになっている状態でありまして、ここがなかなか伝わりづらいところではありますけれども、業務概況書上も日本株等のリスクアセットはアンダーウエイトをしていたということをはっきり書いておりますので、ポートフォリオ運用の実務からいきますと4%近いアンダーウエイトということですので、かなり実は思い切ったリスクを抑えめにした運用をしているということは御理解をいただきたいと思いますが、一方で、余り強く我々が株をアンダーウエイトしているということを言いますと、逆にマーケットがネガティブになって自分たちの首を絞める。ここがGPIFの運用の難しいところございまして、なかなかそのあたりの力加減とかニュアンスの出し方には正直苦労をしているところではありますが、現実を見ていただければ、実際はかなりのアンダーウエイトになっているということだと思います。

●高橋理事長 ありがとうございます。今、菅家委員から御意見がありました理事長コメントで、どのようなことを継続的に国民の皆様におわかっていただくようにしていくかというところは非常に大切なことだと思っておりますので、今おっしゃられたような評価損も含めた金額をどう記述するかとか、市場がどう動いているかということにつきましては、継続的に四半期ごとは、やはりその時々状況をコメントしたいと考えております。

あわせて、今の資料の8ページのところに過去、四半期ごとにどのくらい収益額が振れてしまいましたという収益率で書いてありますが、上下に振れるグラフもお示ししながら、その時々状況は正確にディスクローズしてコメントをしていきますし、あわせて、年度である程度計測していただいたほうが長期的なトレンドはわかると思いますので、年度のときに相当詳しく過去の結果も含めて、私自身がコメントをしていくということで御理解をいただければと思っております。

以上です。

○新井委員長 よろしいでしょうか。どうぞ。

○清水委員長代理 私は、この理事長のコメントが今回タイムリーというか同時に出されたことについては非常にいいなと思っておりました。しかし、菅家委員がおっしゃるように、やはり最後の3行が先ほど水野CIOがおっしゃったように、これ以上のことが書けないというのはわかりつつも、余りにも普通というか、ここにもう少し何か一さじ、ニュアンスが伝わるようなことが書けると本当はいいのだろうなと。そのあたりが難しいのだろうなという痛切に感じました。しかし、常に理事長のコメントが出されているということ自体は国民に伝わっていくことなのではないかと思っております。

あともう一点質問ですが、今回、配当・利子をこうやって載せていただいたということで、実は一度お伺いしてみたかったのですが、株主優待というのはGPIFはどうしているのでしょうか。

●水野理事 ツイッターで実は発信しておりました、資産管理機関がペリシャブルとか腐るようなもの以外はチャリティーに寄附したりとか、あとは株主優待券で売却できるものは売却しておりました、そういうことを行っております。

○清水委員長代理 ツイッターで出していらっしゃるんですね。

●水野理事 ツイッターで、それだけではないのですけれども、今はGPIFに一般の方々がそういうふうにおられる疑問を集めておりました、それをツイッターでFAQみたいな形で発信していこうと思っておりますので、そのうちの第一弾として実はやったのが株主優待でした。そういう疑問があれば、広報の森のほうにいただければ、いろいろとそういう形で発信できるのではないかと思います。

○清水委員長代理 確かに新聞などで今回どの株を持っているかというのを公表した結果として、東証一部の4分の1の企業の筆頭株主がGPIFであるというような報道もなされていきましたので、特にその株主優待についても、かなりの金額のものを受け取っている中から、そういうチャリティーに使っていますということも、ぜひツイッターなどではなくて、

もう少しちゃんときっちり報道してもいいのではないかと思いました。ありがとうございます。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

それでは、委員限り5資産構成割合の管理状況等について、事務局から御説明をお願いいたします。

●五十里企画部長 では、委員限り5の資産構成割合の管理状況等についてをご覧ください。1ページ目が第1四半期のリバランスの状況と構成割合ということでございまして、真ん中の表でございますが、この第1四半期、国内債券は物国の購入に伴うものの配分回収ということと、外債と外株にありますのが外株のほうのオルタナティブのキャピタルコールに伴う資金移動があったというところでございます。資産構成割合については下の表をごらんいただければと思いますが、4月以降、リスク性資産のアンダーウエイトというのが少し幅が大きくなっているというところがおわかりになるかと思います。

裏面でございますが、2ページ目が28年度、この第1四半期のキャッシュアウトの実績でございます。4月、5月、6月、それぞれキャッシュアウト等対応ファンド、財投債の償還、あとはその利金というものがございまして、回収額が合計で1兆2,613億。一方、キャッシュアウトのところに書いてございますが、これはマイナスになっていますので、結局キャッシュインということなのですけれども、寄託金の受け入れが2,110億あったということで、6月末ですけれども、短期資産2兆6,354億という額に今なっておるというところでございます。

報告は以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見・御質問等がありましたら、お願いいたします。よろしいでしょうか。

それでは、続きまして、委員限り6リスク管理状況等の報告（平成28年4月～6月）について、事務局から説明をお願いいたします。

●吉川運用リスク管理室企画役 それでは、委員限り6をご覧ください。これまでの説明と多少重複する部分もあるかと思いますが、そのあたりはできる限り簡単に御説明しつつ、この資料にて報告したいと思います。

4月～6月までの四半期の収益指標及びリスク管理指標の動向について御報告いたします。1ページをご覧ください。まず、市場動向について概観します。こちらは左側に国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、一番下に為替とあり、それを時系列に載せたものになります。6月にブレグジットがありました。国内株式のTOPIXの6月を見ていただきますと、9.59%のマイナスでした。その月の為替は-7.5%で厳しい円高があり、当法人にとっては最も厳しい形で市場が変動したことになります。こちらの右側では、もう少し長めの期間を見ておりますが、第1四半期はブレグジットの影響を受けて、やや厳しい結果でした。一方、国内債券についてはゲインが続いていますが、その要因は、2ページの右側のとおり、各国の利回りが軒並み低下しているのとおり、債券への逃避があったことが影

響しています。

続いて、3ページです。その結果、こちらは先ほどの説明と重なりますが、一番右上を見て頂きますと、今年度は-3.88%の収益率で、収益額にして-5.2兆円という状況です。ちなみに6月では6兆円の損失ということになりますので、昨年8月の数字も載っておりますが、大体そのチャイナショックに匹敵する一月の損失が出たということになります。なお、債券だけが黒字という状況です。

その結果、4ページのとおり、基本ポートフォリオ等からの乖離状況は、いずれも乖離拡大という状況になっております。

続いて、5ページですが、時価総額となります。上側の表の右下ですけれども、134兆円に時価総額がシュリンクしたというのが6月末までの結果ということになります。

続いて、6ページからは超過収益の説明となります。四半期で非常に短い期間ですので、なかなか評価しにくいところではあります。現状について報告をさせていただきます。右上のボックス内をご覧頂きたいのですが、超過リターンの欄があります。ここが0.45%であり、当法人の総合成績の部分になるわけですが、こちらがプラスの値となっております。その要因は、その1つ右側の0.44%で資産配分要因によってほとんど説明ができ、債券でゲインだったところに、債券に対してよりアクティブリスクをとっていたことによって超過リターンを得たとみることができます。

続いてのページですが、引き続き超過リターンの説明になります。こちらは4資産の配分要因を除いたものになり、委託先の業績を示したものになります。外国株式のアクティブでやや苦戦はしていますが、おおむね良好な結果となっております。

続いてのページは委託先の収益創出力によるものか、あるいはGPIFによるマネジャー・ストラクチャーがよかったのか、この2つの要因で見えておりますが、このような指標も執行部で確認しております。

9ページをご覧ください。超過リターンに対応したリスク、すなわちトラッキングエラーですが、こちらは全体的に低く抑えられている状況です。外国債券だけはマネジャー・ストラクチャーを見直したということでリスクイクが相対的には大きくなっていますが、1%を下回るという低水準に変わりありません。

10ページ、11ページは委託先の運用効率の分析となっております。

13ページからはリスク管理指標の動向になります。まず上の表ですが、一番上のAが基本ポートフォリオの標準偏差となります。Bが実績ポートフォリオの標準偏差となっております。6月の状況を見ると、基本ポートフォリオが12.77%に対して、実績ポートフォリオが10.91%となり、6月に低下しておりますが、基本的にはブレグジットの影響によってリスク性資産がシュリンクしたことが反映されています。その結果、リスク量が減少するとともに収益力も低下しているというのが6月の状況です。一方、基本ポートフォリオと実績ポートフォリオの相対リスクが広がっているという状況です。

このページの下ですが、基本的には別の数字に置きかえて分析したもので同じような動

きになっております。

14ページをご覧ください。こちらは4資産のボラティリティを内部で計算したのになります。下のグラフを見て頂きたいのですが、ブレグジットの影響によって点線の国内株式が高くなっています。時系列で見ても、それほど大きいものではなかったことに加えて、直近のところは相当分下がってきております。7月、8月の計測では、平常時のレベルに落ち着いているという状況です。

こちらは、次のページの市場データと整合しておきまして、下のグラフのとおり、VIX、いわゆる恐怖指数と同じような動きになっていて、一時期は非常に高くなっていますが、直近では平常時のレベルに落ち着いてきている状況です。

SVを使ったバリュー・アット・リスクが16ページになります。グラフの右側を見て頂きたいのですが、一月で10兆円前後の損失を見ています。先ほど説明しましたとおり、実際は6兆円でしたので、ブレグジットのイベントというのは、このバリュー・アット・リスクは95パーセントイルで見えていますが、この1標準差レベルだったと解釈でき、よくあるリスクレベルだったと言えます。しかも、現状ですとSVが低下しており、このバリュー・アット・リスクの数値も大きく低下しているというのが現状です。

最後は17ページ、18ページですけれども、その他のリスクというところになります。流動性リスクに関しては右上の表の右下に0.42という数値がありますが、こちらが国内株式の流動性を示す数値になります。高いと悪化、すなわち流動性逼迫という状況を示しますが、時系列で見ても、やや悪い方向ではあるものの、リーマンショックが1.6、ギリシャショックで1.3、といった数値と比較しますと流動性としては問題ないレベルであるとともに、平常時とほとんど変わらない状況だったと見てとれます。

18ページ、カウンターパーティーリスクです。こちらについては良好な状況であります。

報告は以上となります。

○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。

○加藤委員 リスク状況の御説明をありがとうございました。CVaRやバリュー・アット・リスク等のリスク指標を計算してモニターされているということかと思うのですが、例えばCVaRがある基準を超えたときに何らかのアクションをするというようなルールや基準のようなものは何かあるのでしょうか。あるいは、モニターをしていますということだけなのか教えていただけますか。

●吉川運用リスク管理室企画役 基本的には中期計画にあるとおり、アルファを確保しているかとか、乖離許容幅を遵守しているかといった目線でリミットを決めることになると思いますが、正直なところ、今のところはスタディー中です。ただ、スタディーの中でわかるのは、この数字を見る限り喫緊のドラスティックなアクションが必要ということにはならないということになります。時系列で見ても、極端な数字は特に表面化しておりません。今のところは、そのスタディーを生かし、オーソライズされたリミットやト

リガー、あるいはそれに基づくアクションなどを決めていきたいと考えております。

○加藤委員 これまではなかったということですね。

●水野理事 これまではおっしゃるとおりで、これはモニタリングの域を出ておりません。もともとこれはバックサイドのリスク管理ということになっておりますので、後追いでチェックをしていくということで、今、吉川が申し上げたように、我々は海外の年金も含めて、リスク管理手法について研究しておりまして、加藤先生には御案内のことだと思えますけれども、リスク管理がよりこういうモニタリングからミドル、フロントと一体化して運用するようになってきているというトレンドがあると思えますので、そのあたりも含めて考えている。例えば、単純に今のところをロスカットルールの何か起きたら、こういう売却するような形でのアプローチは今までのところはとっておりません。

○加藤委員 ありがとうございます。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

それでは、続きまして、資料2 GPIFにおけるオルタナティブ資産への投資手法の追加(LPSへの出資)について、厚生労働省から説明をお願いいたします。

●宮崎参事官 それでは、私のほうから御報告をさせていただきます。お配りしております資料は7月25日の社会保障審議会年金部会に提出した資料でございます。LPSへの出資というものをGPIFにおける投資手法として追加をするという件につきましては、ちょうど1年くらい前にこの運用委員会の中におきまして議論がございまして、現行の投資信託を介した手法にかわる一般的に使われているLPS手法というものを取り入れることが、コスト削減等の意味からも必要なのではないかという御提言等をいただいていたところでございます。

これを受けまして、厚生労働省で検討を行いまして、さらに昨年秋から今年の2月にかけて議論が行われました社会保障審議会年金部会における運用にかかわる議論の中で、そのような課題というものを御紹介させていただき、御議論をいただいたところでございます。

2ページに、今年の2月8日社会保障審議会年金部会でGPIF改革に係る議論の整理というものが行われた際の関連の記載を書かせていただいております。一番最後の○のところではありますが、オルタナティブ資産への投資につきましては、現在のGPIF法の法律の枠内で対応可能な、LPSのLPとしての出資のような、GPIF自身が個別の投資判断を行わず、有限責任の枠組みで行うことが明確なものの実施は認められるべきというような御意見が多かったということでございます。このような御議論を踏まえまして、その後、具体的にどのような形でLPS投資というものを新しく位置づけていくのかということに関係機関と整理等を行ってまいりました。

7ページをごらんいただければと思います。具体的な投資手法の追加に当たりましては、政令改正あるいはGPIFにおける業法方法書の規定等で具体的に内容を規定していく必要があります。7月25日の年金部会におきましては、その取り込み方の具体的な内容につつま

して、御説明をさせていただいたところでございます。具体的には、LPSに有限責任組合員として参加する手法を追加するということですが、要件として4点加えた上で取り込んでどうかということで説明をさせていただきました。

要件①としては、特定案件への投資の回避ということで、利用可能なリミテッドパートナーシップから運用対象の銘柄をあらかじめ特定して契約するものを除くということ。また、LPSからの投資先が特定の銘柄に集中しないということ。これを要件の1つとして入れてどうかということで御説明をさせていただきました。

要件②として、レピュテーションリスクの回避という意味で、LPSからの個別の投資案件について、GPIFの投資分が50%超とならないような契約に限ってはどうかと。

要件③として、不動産投資の取り扱いとして、これは通常行われていないと承知していただきますけれども、リミテッドパートナーシップが直接に不動産を保有しない。ですから、証券化されたものを保有するというものです。

要件④として、適正な手続、透明性の確保ということで、運用委員会のモニタリングの対象にする。個別のリミテッドパートナーシップを組成した場合には、必要な情報を適時に開示を行うということを入れたところでございます。

要件①、②に関しての詳しい内容を8ページ、9ページに記載しておりますけれども、こうした要件を踏まえまして、2ページでありましたようなGPIF自身が個別の投資判断を行わず、有限責任の枠組みで行うということを実体化したということでございます。

年金部会におきましては、この説明を受けまして、こういう方向でいいのではないかとということで御議論をいただきましたので、その方向に進みまして、現在は法制局と最終的な条文の調整等を行っているところでございます。

やや少し専門的になりますけれども、法制局では条文の整理上、リミテッドパートナーシップというものが非上場株式を保有する場合に、その法律的には参加者、組合員が共同で持つという仕組みになるものですから、その法律上の整理とGPIF法上の株式の保有禁止の趣旨との整合性をきちんと説明できるように、丁寧に説明する必要があるのではないかとということで、宿題などをいただいております。そこを整理をした上で政令の改正を行い、業務方法書等あるいは通知等の整理をしたいと思っております。現在作業を行っているところでございます。

私からの報告は以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見・御質問等がありましたら、お願いいたします。

○加藤委員 私は法律に詳しくないのですが、これはGPIFの法律も変えないといけないということですか。法律は変えなくてもいいのですか。株式の保有ではないということですか。

●宮崎参事官 そうです。もともとGPIF法におきましては株式の売買を禁じるという規定がございますけれども、それは議決権の行使あるいは個別銘柄の選定について、GPIF自身

が関与することは避けるべきではないかという議論の上で株式の保有を禁ずるという規定がございます。リミテッドパートナーシップにつきましては、投資信託等と同じように、GPIF自身が議決権の行使や、あるいは個別銘柄の選択に関与する仕組みではございませんので、法律が禁止している対象ではないと考えておりますし、そのように説明もしております。

リミテッドパートナーシップ自身は新しい枠組みでありますので、政令改正をするに当たって、その辺をもう少し丁寧に整理をする必要があるのではないかという宿題をいただいております。今、整理をしているところで、GPIF法自身を改正するという議論ではございません。

○加藤委員 50%以上を持たないということは何か法的には効いてくるのですか。余り関係ないですか。基本的にいっぱい持たないという意味だけの理由ですか。法的に何か効いてくるのですか。

●宮崎参事官 法的には効いてこないです。法的には、そもそもリミテッドパートナーシップという持ち方自身がLPとしての参加である限りにおいては、法的な何か責任を持つものではないので、現行法の中でできるという整理でありますけれども、その上で年金部会での議論を踏まえて、こうした要件を加えているということでございまして、法律上の何か整理との関係で要件、この50%超というようなものを入れたわけではございません。

○加藤委員 ありがとうございます。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

○武田委員 御説明をありがとうございます。LPSについてはこの委員会でも議論をし、委員の意見として出ていた案件でしたので、今回、改正の方向で進めていただいているということはよい方向ではないかと思えます。

1点確認でございますが、要件④では御説明いただきました適性手続、透明性の確保ということで、運用委員会への事前及び事後の報告を行うとございます。ただ、括弧書きで一定規模以下の場合、ともあるのですが、その点はどのように決められるのか、お考えがございましたら御教示いただけますでしょうか。

●宮崎参事官 まず、この要件④につきましては、政令等で決めるものではなくて、業務方法書等で決めることだと思っております。一定規模以下の場合はどうするかという点については海外の事例ですとか、GPIF執行部の意見も少し聞いた上で、場合によっては運用委員会のほうで、この業務方法書の案という形で御相談をさせていただくような形になるのかなとも思っております。現時点で具体的な数字を年金部会等で示してはおりません。少し整理が必要かなと思っております。

今後その件数がどれくらいになるかにもよります。余り影響のないような細かなところを毎回の運用委員会で御議論をいただくような形になっても煩瑣だと思いますし、ただ、一定規模以上のものは事前に見ていただく必要があるのかなというところで、その辺はどういう案件が出てくるものなのか、そういったものを執行部とも相談して業務方法書の中

で決める形になるのかなと思っております。現時点では、まだ具体的な数字は決まっておりません。

○武田委員 承知いたしました。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

○佐藤委員 1つ追加でお伺いしたい点があるのですけれども、これは要するにどれくらいポテンシャルとしてコストセーブになる可能性があるのか。これは対象になるのはOMERSとの共同投資の部分、IFCのものでしたか。

●水野理事 コストセーブに直接的にすぐつながるかということ、結論から申し上げますと、今後やるものについても当面、LPの上に投資信託あるいは信託の受託、一任勘定を入れなければいけないケースもあるかと思っております。というのは、我々がまだLPS直接出資に伴う事務的な体制が整っている状態とは言えませんので、そういう意味では、これを認めていただいても、すぐに全て直接LPSに入れるという形でやるというふうに決めているわけではないのです。そういう意味では直接的には今はお答えできないのですが、OMERS、IFCにつきましては、もう既に投信の仕組みでスタートしておりますので、あれをもう一度ストラクチャーを変えるとすることは、今は考えておりません。今後やるものに対してという御理解でよろしいかと思います。

○佐藤委員 そのIFCのものなどを見ていると、残高が19億とかで非常にまだサイズが小さいので、ひょっとしたら政令改正を待って、それでふやすことも検討しておられるのかなと思ったものですから、そういうことではないですね。

●水野理事 そういうことではないです。IFCの残高が小さいのは、我々がIFCというか、IFCの子会社のファンド、預けた資金からの投資がまだそこまで進んでいないということです。あれは今つくったストラクチャーの枠組みで最後まで行くことになります。

○佐藤委員 前に見せていただいたスキーム図でコミッションの部分が50億という数字が妙に記憶に残っていて、その50億のセーブは大きいなと思っていたものですから。

●水野理事 残念ながら、もう既にやった案件のストラクチャーを崩すのは相当ハードルが高いので、今後につきましてはやっていくということで、あとは今後例えば、ストラクチャー上、事務的な手続を外に出すにしても、今までLPSができない状態で我々は選択肢がなかった状態と、我々はLPSを直接できるという状態において、そういうサードパーティーを交渉する場合は当然、交渉力も違ってきますので、徐々に皆さんの目に見えるような効果は出てくると確信はしておりますが、数字等の具体的なものはお答えできないということです。

○新井委員長 ほかはよろしいでしょうか。

予定時間を超過いたしましたので、本日予定した議事は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、冒頭にも申し上げましたけれども、委員限り5資産構成割合の管理状況等についてにつきましては、この委員会終了後に回収をさせていただきますので、

お手数でございますけれども、机上に置いておいてくださいますようお願いをいたします。
随行の皆様も同様をお願いをいたします。

次回の第110回運用委員会でございますけれども、10月20日木曜日17時から当法人事務所で開催をいたしますので、よろしく願いいたします。

○新井委員長 第109回運用委員会はこれで終了いたします。どうもお疲れさまでした。