

## 第117回運用委員会議事録

1. 日 時：平成29年4月26日（水）17:00～19:30
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：・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) ESG指数について（第6回）
  - (2) スチュワードシップ活動をめぐる最近の動向について
  - (3) 業務方針の一部改正について
  - (4) その他

●三石審議役 ただいまより、第117回運用委員会を開催させていただきます。

委員の出欠状況でございますけれども、本日は全員御出席を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、運用委員会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。

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2-1 | 基本ポートフォリオの定期検証について               |
| 委員限り2-2 | 基本ポートフォリオの定期検証について（別紙）           |
| 委員限り2-3 | 基本ポートフォリオの定期検証について（グラフ）          |
| 委員限り3   | ESG指数について                        |
| 委員限り4   | 資産管理機関の複数化について                   |
| 資料1-1   | 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応について       |
| 資料1-2   | PRIレポート提出（平成29年3月）               |
| 委員限り参考  | RI TRANSPARENCY REPORT 2017 GPIF |
| 委員限り5   | 外国株式の評価ベンチマークの変更について             |
| 委員限り6-1 | 業務方針の一部改正について（概要）                |
| 委員限り6-2 | 業務方針の一部改正（新旧表）                   |
| 資料2-1   | 質問主意書                            |
| 資料2-2   | 答弁書                              |

委員限り 7 GPIFの株式運用の仕組み

資料 3-1 社会保障審議会資金運用部会委員名簿

資料 3-2 資金運用部会の設置について

資料 3-3 今後の審議スケジュール（案）

委員限り 8 オルタナティブ資産への投資体制について

でございます。よろしゅうございますでしょうか。

なお、回収させていただく資料でございますけれども、委員限り 2-1 基本ポートフォリオの定期検証について、委員限り 2-2 基本ポートフォリオの定期検証について（別紙）、委員限り 2-3 基本ポートフォリオの定期検証について（グラフ）そして委員限り 3 ESG 指数について、そして最後でございますが、委員限り 7 GPIFの株式運用の仕組みにつきましては、運用委員会終了後に回収をさせていただきますので、机の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、新井委員長をお願いをいたします。

○新井委員長 それでは委員限り 2-1 基本ポートフォリオの定期検証について、委員限り 2-2 基本ポートフォリオの定期検証について（別紙）及び委員限り 2-3 基本ポートフォリオの定期検証について（グラフ）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 御説明いたします。

委員限り 2-1 をごらんください。1 番でございますが、前回、平成28年度の検証結果の要約でございます。2 つ目のポイントの下に書いておりますが、前回は、現行基本ポートは、目標利回りをおおむね満たしておりまして、積立金額を確保できないリスクが低下しているということから、基本ポートフォリオが効率的であり、見直す必要はないという結論でございました。

2 番でございますけれども、検討事項、今回はマイナス金利政策というものの影響を全面的に勘案して検証を行ったということでございます。実質的な運用利回りは、名目運用利回りと名目賃金上昇率の差として求められるわけでございますが、まず、名目運用利回りにつきましては、マイナス金利政策等で低下しております。一方、名目賃金上昇率は、これまで財政検証の値を参照してまいりましたので、高い水準のままという形になります。

この結果でございますが、単純に計算いたしますと、引き算で出てくるポートフォリオの実質的な運用利回りについては、形式的ではございますが、引き下げられるという形になります。

ただし、1 ページ目の下のポイントにも書かせていただいておりますけれども、今般、名目金利の低下を受け、足元の賃金上昇率が当初想定したほどは上がらないケースというものも当法人として簡易な推計をいたしております。それから、世界的に金利の低下が見られる中で、外貨建て資産のリスクプレミアムは拡大しております。

そういう意味では、当法人としては、これらの変化を踏まえたものが基本的なケースに

なると考えているわけでございますけれども、参考までに、策定時のリスクプレミアムをそのまま用いたケースも確認しております。あわせて、2017年3月末の残高の速報値をベースとして、従前同様、2039年度末における、積立金額を確保できないリスクのシミュレーションというものも行いました。以下、説明を続けさせていただきます。

2ページをごらんください。1つ目、実質的な運用利回りの確保でございますけれども、星印1つ目にあるとおり、経済中位ケースは財政検証のケースE、それから市場基準ケースは、後ほど御説明いたしますが、足元のイールドカーブを踏まえたインプライドフォワードレートからケースHとさせていただきます。

まず、実質的な利回りでございますが、そこに線を引いておりますけれども、目標利回りを達成しているもの、そうでないものが併存しております。具体的には、下の表をごらんください。表1というものがございます。左側に経済中位、右側に市場基準ケースということで、それぞれ○をつけております。上から2つ目のケース、左側の表でいきますと、経済中位ケースの左側にEa1と書いておりますけれども、これは先ほど申し上げましたが、外貨建てのリスクプレミアムを更新した上で、賃金が足元さほど上がっていないということをお察した場合には、1.87%という数字になりますので、目標をクリアしているということになります。ただ、それ以外のケースでは、下回るという形になっています。市場基準ケースも同様でございます。

それから、そのすぐ下に目を移していただきますと、積立金額を下回る確率ということで、同じく経済中位と市場基準ケースの両方を出しておりますけれども、それぞれの表の右から3つ目に、今回ということで、3割ないし4割程度の水準の下振れ確率ということで出しております。いずれにしましても、50%を下回っているということでございますので、財政計画上の予定積立金額を上回る可能性が依然として高いと考えているところでございます。

以上が2ページでございます、3ページをごらんください。ポートフォリオの効率性でございます。一番上の星印にありますとおり、期待リターンが賃金上昇率を下回る確率、これを下方確率と呼んでおりますけれども、これは全額国内債券の場合を下回っております。表をごらんいただきますと、下に表3と表4ということで、これは統計の分布が正規分布と経験分布の両方を載せておりますが、上の方の正規分布をごらんいただきますと、右から2つ目に下方確率という欄がございます。国内債券のものが大体60%弱のものであるのに対して、基本ポートは4割台ということで、より小さい値になっているということでございます。

もう一度3ページの上のところにお戻りいただきますと、効率性ということで、後ほど表をごらんいただきますが、ここでお示ししている8つのケースとも、効率性曲線の近傍にございますので問題ないというふうに考えております。

4ページは流動性の確認でございますけれども、私どものポートフォリオにおいて、流動性の低い証券の占める比率は非常に低くなっております。また、キャッシュアウト等対

応ファンドも十分用意できておりますので、特段問題がないということでございます。4ということで、今回の検証のまとめをしております。運用利回りについては目標を下回る可能性があるものもございました。一方、財政計画上の積立金を上回る可能性は引き続き高いということでございます。それから、基本ポートフォリオは効率的であるということでございます。以上から、現行基本ポートフォリオを維持することとしたいと考えております。

今後でございますが、今、速報値ベースで試算していることもございますので、業務概況書について、次回の運用委員会で御説明させていただくと思っておりますので、そのときに公表の資料のあり方も含めて御説明をさせていただきたいと思っております。

最後に、資料2-3を使いまして、今、御説明したことの前提の部分、それから説明で省略した効率性の関連の点、下振れ確率ということで2-3をごらんください。御説明を続けさせていただきます。

ちょうど2ページ目と3ページ目が見開きになっております。これは、経済中位ケースの金利見通しがどういうふうに変わってきたかということを示しております。2ページが内閣府の見通しでございますが、これをもとにして、今回の検証では、3ページでございますが、長期金利の見通しというものを濃い実線でつけております。従前に比べて、下のほうに下がってきていることが御確認いただけるかと思っております。

4ページは、同じくこちらは市場基準ケースということで、上のほうに内閣府が同じく示されたものがありますが、こちらも下方に推移している。

これを用いまして、5ページでございますけれども、赤い実線、ここでは冒頭申し上げましたとおり、ケースHで想定している金利シナリオを接続する形になっております。こちら金利は下のほうに下がるという形になっているところでございます。

今回、ケースHをどうして使ったのかという確認でございますが、6ページにおきましては、インプライドフォワードレートがどういうふうに変わってきたかということで、現状の青いインプライドフォワードレートの線は、右側に目を移していただきますと、ケースHで想定している金利のレンジと近いということでございますので、市場基準ケースとして、今回は財政検証のケースHというものを使ったということの確認でございます。

7ページには、インプライドフォワードレートの推移を載せておりますので、マイナス金利が相当深くなったところで、下がったところから、少しだけ戻っているという現況を御確認いただけるかと思っております。

8ページからが2つ目のポイントでございますが、賃金上昇率を我々としてどういうふうに簡易に試算したのかというものを示しております。上の方は、経済中位ケースとして、財政検証のEで想定していた賃金の見通しというものが薄い青い線で示されているところでございます。そこを、後ほど御説明します仕組みの中で、私どもなりに試算したものが濃い青の実線のものでございます。同じく9ページにもケースHが想定しております賃金上昇率に対して、赤い線で少し下に修正したものをつけております。

どういうふうにしてしたかということですが、10ページには簡易な計算ではございますが、金利と賃金上昇率の関係を線形で補完したものをつくっております。特に赤い線の部分に対して、足元の金利を当てはめた上でそれに対応する賃金上昇率をもってくるという試算をしたということですが、

以上が、金利それから賃金上昇率の2つでございますが、残りの効率性ということですが、11ページの左上に、Ea0というケースにおけるリスクとリターンを示すものを示しております。11ページの一番左上の表をごらんいただきたいのですが、横軸が条件付き平均不足率、リスク、縦軸がリターンでございます。エフィシエント・フロンティア、効率性曲線に沿う形で、黒い実線の枠組み、これが今の基本ポートフォリオ、星印を中心として、乖離許容幅の中でどういう組み合わせになるのかという範囲を示したものでございますが、効率性曲線に近傍しているということが御確認いただけるかと思えます。残る7つのケースについても同様の結果が得られました。

最後でございますが、13ページの左上の表で御説明をいたします。これは、積立金の将来の推移のシミュレーションでございます。

まず、財政検証で想定しております積立金は、黒い実線で示されております。最後が2039年でございます。この黒い実線に対して、その少し上に青い実線がございます。これが50%タイルで起こってくる運用資産の基本ポートフォリオから導かれる試算の数値でございます。黒い実線よりも上にいるということですが、下振れる確率というのは小さいということは御確認いただけるかと思えます。13ページ、14ページ、いずれも同じような関係に黒い線と青い線は位置づけられておりますので、そういう意味でも、積立金が財政検証上想定している数値を下ぶれるリスクは小さいと確認したところでございます。

私からの説明は、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、御質問等がありましたらお願いいたします。

お願いします。

○菅家委員 前回の検証の際にも申し上げたのですが、今の基本ポートフォリオを策定したときのさまざまな諸条件というものが、現実的にはことごとく裏切られていて、逆に向かっているわけです。にもかかわらず、今の基本ポートは有効であるという結論を出し続けるような今の検証のあり方についても、そろそろ見直したほうがいいだろうと思っておりますし、例えば長期金利の見通しについて、前はGとHの中間のGダッシュということで説明をされたわけでありませう。

今回は、Hという財政検証時に用いられたHのケースの数値を前提に置いていろいろと計算されているわけですが、この財政検証の結果、Hのケースというのはどういうものだったかということをお出ししていただきたいわけですが、早晩積立金は枯渇し、所得代替率は5割を下回りますというケースだったわけです。一言で言えば、当時の文章で書いてあったかどうかは定かではありませうけれども、要するに財政破綻ケースな

わけですね。そういったものを前提にしながら、このような基本ポートの検証を行っているということ自身が、このやり方がもう有効性を失っている証左だと考えております。

私が申し上げたいのは、ようやく人口推計も出ましたので、5年に1度なんていうスケジュールにこだわるのではなく、早く財政検証の作業に年金局に入っていただいて、GPIFとのキャッチボールも含めて、新しいポートフォリオの作成に向けた作業を急ぐということが求められているのではないかと思います。

以上です。意見であります。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 お答えしてもよろしいでしょうか。

財政検証に関して、何かここで結論を出すような話ではないと思いますけれども、財政検証に関しましては、御案内のように、おおむね100年、95年の超長期の検証ということでやっております。それがベースになって、その上でGPIFのポートフォリオに関しては超長期の財政検証の中で、25年、中長期の想定をどう立てるのかということで、その接続をどうするかというのは、菅家委員を始め、当時運用委員としてポートフォリオの策定に当たられた方々が大変御苦労されたところだと理解しております。

申し上げたいのは、財政検証そのものは、年金財政の健全性を確認するために超長期の前提を置いて、その際、幅のある推計を行うために、A～Hというシナリオを置いてやっております。どのシナリオが正しいかというよりは、A～Hという幅のある推計を行っているという性格のもので、そのベースがある上で、例えば基本ポートフォリオの見直しのために、財政検証が見直されるという主客転倒するようなことではないのだろうと思っております。ただ、菅家委員の御指摘の中にお話がありましたように、次回の財政検証、これは5年に1回財政検証を行っております。前回26年に行いましたけれども、次は31年が定期的に回ってまいります。人口推計が出てまいりましたので、それに基づいて、次回の財政検証に向けてのいろいろな準備、そういうものは進んでいくのだろうと思っております。その中で経済の専門家の方々等にお集まりいただきまして、その際的前提、超長期の推計ということで、どのような推計を置くのかということは御議論いただくことになろうかと思っております。

もちろん、5年以外に不定期に検証を行うこと自体を理論的に排除するものではございませんけれども、現時点では前倒しをして年金の財政検証を行うべきだと、超長期の推計に関して議論があるわけではないと承知をしております。担当課が異なるので、責任ある答えとしては制約がありますけれども、その前提の上でお答えをしたいと思います。

ただ、運用委員会の中でそういう御意見があったということは担当課のほうにはお伝えしたいと思います。

○新井委員長 ほかの委員からは。

お願いします。

○清水委員長代理 私も菅家委員の意見に全く賛成です。

昨年の検証の際にも、かなりぎりぎりのラインでGダッシュというものをつくって検証

したが、今回はHを使っている。このまま来年になっても今の状況と変わらなかったときに、今度はHよりも下を想定するという事になれば、検証のためにGPIFが恣意的にいろいろな計算をして、それと比較しなければいけないという状況になるわけで、こういうこと自体が正しいことではないように私も思います。

昨年検証のときにも、もともと基本となっている財政検証が変わらないということがいいのかどうかという議論を少ししたと思いますが、今年は、ますますその重要性が高まっているのではないかと。

今回、特に賃金上昇率を低目に換算すると、例えばリターンがクリアするというようなことが出ていますが、そもそも、全く今の経済の状態と合わないものを基準としてポートフォリオを組み、それに基づいて運用しているのであれば、それは本当はとらなくてもいいリスクを大きくとっているという可能性も十分あります。GPIFがいろいろ今あるデータを駆使し、財政検証の結果を応用して、補完して計算するというのは、もちろんそれはすごい努力をされているということで、非常に苦勞されているのだと思いますが、一方で、そういうことはすべきではないのではないかと。

これが今の限度、ぎりぎりのラインだと思いますので、来年に向けて、もしこれ以上あるいはマイナス金利が深掘りされ、あるいは金利のさらなる低下というものになったときに、どうやって来年検証するのだということも含めて考えたときに、やはり今の時点で、菅家委員がおっしゃったような5年に1度の検証に関して、何らかの要望を出すということとはとても重要ではないかと私は思います。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 去年も御議論があったと思います。私の説明が不十分だったかもしれませんが、年金の財政検証そのものは、足元の経済云々の状況がどうかということではなく、超長期に見て、年金財政の健全性がどうかということ判断するための計算を行っています。95年という前提が大きく変わるような変化があったのかどうかという観点で、改めて見直しを不定期にやるかどうかということは判断されるのだと思います。

一方、基本ポートフォリオの話は、超長期の話と異なり、ここに法人の御苦勞があるのだと思います。特に、内閣府の経済前提をここ10年は取り込んでしまう形になっていますので、95年の検証であれば、そこがそれほど問題にならないものが、基本ポートフォリオの場合にはその部分というものをどう考えるのかというのが出てくる。あるいは、インプライドフォワードレートというものを、今の金融情勢の中でどう考えるのかとか、いろいろな論点はあるかと思いますが、けれども、基本ポートフォリオのそれと年金財政検証を見直すべきだという話は次元が違うのだと思っております。

だから、問題意識はあるいはこの検証作業に当たって非常に御苦勞されているというのはよくわかります。では独自でやるのかと言われても、なかなかそこが難しいというのはあるということも、御説明を伺ったり、こうやって見ますとわかります。それはたしかポートフォリオをつくったときからの非常に難しいテーマだったと思っています。

いずれにしろ、年金の財政検証とポートフォリオというのは違うということは御理解いただいた上で、そういう御意見があったということそのものは、担当部課にはお伝えしたいと思います。

○菅家委員 ただ、宮崎さん、もちろん財政検証と基本ポートは次元の異なる話だということはわかっているのですけれども、ただ、実際にどうやってつくられているかということを考えてみますと、財政検証のためのさまざまな前提条件について検討する専門部会がつくられて、そこでいろいろな数字が出されるわけです。それが基本的には基本ポート作成の前提条件として示されるわけです。そこは不即不離と言いましょうか、一体的な作業として行われているという現状もあるということについて、ぜひそこは考えていただきたいということです。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 お二人の御指摘あるいは事務方の御苦労があるところは、まさにそこなのだと思いますけれども、その前提をどう置くか、独自でやるのか、内閣府なりの前提を置くのか、それが高過ぎるのではないかという御議論が、たしかつくったときにもあったかと思えます。そういう御苦労があるということはよく承知しておりますので、そういう問題提起が、運用委員会の中で議論があったということは担当部課にもお伝えしたいと思えます。

○新井委員長 ほかの委員の方はいかがでしょうか。

佐藤さん。

○佐藤委員 菅家委員、清水委員のおっしゃったことに余りつけ加えることはないのですけれども、ざっくり言うと、大変気持ち悪さが残ると言うのですかね、これだけ足元の状況が、我々が基本ポートフォリオを策定したときの状況、前提条件と異なっているにもかかわらず、こういう言い方は非常に誤解を招くし、大変苦勞されている青貝さん初め、皆さんに申しわけない言い方だなど思うのですが、何となくつじつま合わせのような気がどうしても拭えないのです。仮に、論理としてはわかったとしても、気持ちの悪さをきっちり説明できるものに本当になっているのかどうか、もう少し一歩踏み込んで言うと、運用委員会としてのクレディビリティに、外から何か言われたときに、本当に胸を張って、いや絶対大丈夫なのだ本当に言えるかどうかというのを、もう少しパワフルに言えるといいなと感じているのが率直なところなのです。

●水野理事 基本ポートフォリオ策定時にそちらにありましたので、当時の記憶もひもときながらコメントさせていただきます。

当時苦勞したのは、私どもが与えられている目標が、名目賃金上昇率をいうものを使わなければいけない。通常、運用会社でこういう形で目標を与えることはないものですから、この数字を将来予測しているエコノミストもいないという中で、唯一使えるものが財政検証であったということで使っております。当時の御記憶がある方もいらっしゃるかと思えますけれども、そもそもケースに当てはめる必要があるのかどうかという議論はしましたが、当てはめるほうがいいのではないかということで当てはめた結果、今になって逆に気



持ち悪さを助長する原因になっているということでもあります。本来であればケースとかがわりなく、今の状況でやったらいいとは思いますが、そういう形でやったものを、今、ケースをもう一回省いてやるという説明のほうが実はしっくりくるのだ、納得感があるのだという御意見もあるかもしれないのですが、どうしても名目賃金上昇率というものを目標の一部として与えられてしまったところから全ての難しさは始まっているということだと思います。

今回は、数字のつじつま合わせをしたつもりは正直全くないのですが、そこがあるためにつじつま合わせ感が出てしまうというのが、多分正確な理解かと思っております。次回の基本ポートフォリオの見直しの際に、こういう目標の与え方も含めて議論していただかないと、こういう状態は続く可能性があるという問題意識を、ぜひ執行部としては皆様に共有していただければと思っております。

○新井委員長 どうぞ。

●高橋理事長 実務をやっている者から申し上げます。資料2-3の7ページ目をごらんいただきますと、一番しんどいなと思っているのは長期の金利であります。この金利の10年の先10年のインプライドフォワードレートの推移を見ていただきますと、ちょうど検証を加えた1年だけがマイナス金利を日本銀行が行いましたので、10年の先10年までもが0.5とかいうレベルまで一回急に下がって、その後、昨年9月に長期金利をゼロパーセントに固定しますというときまでの間が、すごく下に突き抜けてしまっています。そのデータを加えて検証するとなると、もし日本銀行が政策を変えなくて、10年金利もマイナス1%とかいう話であれば、実務側とすると、それは見直してくれということはここで申し上げますが、少なくとも長期の金利は10年でもゼロパーセントで、その先はプラスになっているということは保障されておりますので、運用のところで非常にストレスをかけたケースを繰り返さなくてはいけないかというところはないと思います。ただ、賃金のところは、我々自身もわかりません。

あと、プレミアムをどう判断するかはあるとは思いますが、少なくとも、今年の9月までの言いしれぬ不安感よりは異なった検証をできると思います。ただ、委員の方々が言われた意見はもっともでありまして、我々としますと、もし、さらに深掘りという話になれば、それは見直したほうがいいということは、執行部としても御相談していきたいと思いますが、現在の状況であれば、ここまで戻ってくると、この検証につきまして、実務側として違和感があるというほどではないというのも事実だと思います。

○新井委員長 青貝さん。

●青貝投資戦略部長 先ほどの御説明でも申し上げたのですが、これは業務概況書において、基本ポートの検証結果を公表するというのを改めて来月6月に御説明させていただくわけですが、執行部のほうの理解としては、まず、3月の残高は、たまたまかもしれないかもしれませんが、為替や株の状況の中で、想定よりも水準としては随分上がっているというところが出発点です。かつ、利回りの出し方は、いろいろな出し方があるわけでございま

すが、釈迦に説法ではございますが、絶対水準が目標ではありませんので、足元の賃金が低いということを踏まえるということは、まだ分析は稚拙かもしれませんが、特に変わったことをしているとは考えておりません。

リスクプレミアムのところについても世界的に金利が下がる中で、プレミアムを少し高い数値に置くということ自体が、現状を隠しているというふうな認識がなかったものですから、それで見ますと、1.7%に足りないものもあれば、足りているものもあるというところを率直にお見せしたつもりではございます。

そういう意味では、今のところ、将来どうなるかは何もわかりませんが、現状の基本ポートフォリオを変えるほどの状況にあるという結論は、運用を担うGPIFとしては、出てこないのと思っております。

○新井委員長 加藤さん。

○加藤委員 前回の時は委員をやっておりませんでしたので、新人として感想を述べさせていただきます。

GPIFはあくまでも運用主体であって、ターゲットを与えられて、それに対して運用してくださいという話なのだろうと思います。ですから、そもそも運用委員会でどこまで議論するのかという話に依存するのかもしれないのですが、こういう資料をつくって発表されるときは、特に委員に対して、GPIFとしてどういう判断をしているのか、要するに、何を今回変えたのかということ、まずは明確にさせていただきたいと思います。そもそもGPIFの管轄外の話であれば、財政検証でないと何もいじれないし、ここで議論するのかどうかというのは、運用主体としては違うのかもしれないという気がしないこともありません。

ただ、運用主体として何の前提を今回見直して変えたのかということは、ぜひ明確にさせていただきたい。公表してそれが適切かどうかというのは、マーケットの関係者が見れば適切な前提かどうかというのは判断できるようになると思います。ターゲットリターンをプラス1.7%でいいのかどうかという議論をGPIFに言うのも変だと思えます。そこを明確にわかりやすくしていただくといいかなというのは、新人としての感想です。

●青貝投資戦略部長 公表資料に向けて、そういう準備をきちんとしたいと思っております。

○新井委員長 皆様方からいろいろ御意見をいただいたわけですが、何と言っても、基本ポートフォリオ作成時の経済前提とその後の経済の動きが相当に異なっている中で、事務局での検証作業についてもいろいろ御苦勞なさっているところかと思えます。また、制度上の縛りがある中で、できることが限定されているので、難しいところがあると思えます。委員会としては事務局案で了承し、皆さんの御意見をできるだけ反映するような形で、業務概況書という形でおまとめいただきたいということをお願いしたいと思えます。

私も、皆さんが御指摘なさっている多くの点に関してはそのとおりだとは思いますが、GPIFとしてできることが限定されており、白地に絵を描くというわけにいかないの、御苦勞なさっていると思えますということ、認められている範囲の中で、この後もいろいろ

工夫なさっていただきたいというのが私からのお願いです。

それでは、委員限り3 ESG指数について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●塩村投資戦略課企画役 御説明いたします。委員限り3をごらんください。

1月20日の運用委員会におきまして、ESG指数の選考の考え方については御議論いただいたところでありまして、そこで決定いただいた方針に基づいて選考いたしておりましたところ、若干の変更点がございましたので、御報告いたします。

1ページをごらんください。今回、変更いたしましたのは、ポジティブスクリーニングを徹底させるということでございます。選考する過程で4つの指数を候補として決定いたしました、その中の2つのESG総合指数につきましては、特定の財・サービスを提供する会社を選考対象外とするルールがありました。また、不祥事企業を選考対象外とするルールもございます。GPIFとしましては、日本株式の底上げのためには、幅広い企業に採用のチャンスが開かれるべきであり、今回採用されるESG指数についてはポジティブスクリーニングを基本として、特定の財・サービスを提供する会社を形式的にあらかじめ除外することについてはなじまないと考えました。この考え方によりまして、指数の提案者に対して除外のルールがない形に指数の修正を指示いたしました。

また、底上げ効果をより大きなものとするために、選考対象の企業の範囲の拡大が可能なものについては、その拡大についてもあわせて指示をしております。

一方、不祥事企業を選考対象外とするスキームにつきましては、不祥事の深刻度合いとか、影響度といったものについて、総合的に指数会社が評価しているものでございますので、ESG評価そのものということですので、ESG評価会社の提案どおりとしております。

こういった変更を行いましたので、若干スケジュールに遅れが出ておまして、本日の運用委員会を終了した後、運用の準備を実務的に進めまして、6月中旬までに運用を開始して、運用委員会に報告した後、7月初旬までには对外公表を行うという予定でおります。

この変更に伴うパフォーマンスの変化ですが、2ページをごらんください。

今回の4指数のうち、変更を行いましたのは、下の表にあります上の2つのESG総合指数になりますけれども、ともにリターンは親指数対比で上回っておりますし、リスクは同じように親指数対比で下回っているということになります。

また、今回採用を予定している4指数を全体で見ますと、ESGポートフォリオとしては当該指数のリターンは14.77ということで、親指数の欄に書いておりますTOPIXに対してリターンは上回っておりますし、リスクも低いという結果になっておりますので、今回の修正は、そういったリターンの面でも問題ないと考えております。

私のほうからは以上になります。

○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。

○大野委員 一つコメントなのですが、2ページのところで、各指数総合も個別もリターンは高いですし、リスクも抑えられているという良い結果が出ているのですが、こ

のグラフを見てみますと、基本的には5年間の比較的上昇局面のパターンのところの検証であり、下降局面も含めて、もう少し長い期間で見たいと思います。

次に、意見ですが、まだESG指数自体黎明期という説明を前回受けましたが、そうしますとテーマ投資で、例えば、ダイバーシティー、そこに特化して投資することが果たして良いのかどうか。まずはESG総合のところから始める方が良いのではないかと思います。ESGの指数の中身を見ますと、特にEとかGというのは意外と確立しているのですが、大事なのはSの部分でありまして、今、Sの中身は人権ですとかダイバーシティー、児童労働、社会貢献、製品の安全性ですね。どちらかと言うとネガティブチェックであり、リスク回避型なのです。本来我々がとりたいところというのは、成長のためのS、その指数項目が余り出てきていない。恐らく企業ごとにユニークだと思うのですが、もう少し成熟するまで個別テーマというのは低目で、総合を多目に配分したほうが良いと思います。

●塩村投資戦略課企画役 お答えいたします。

1つ目ですね、長期で見たほうが良いということなのですが、そもそもESG評価自体が長期でとれないものになりまして、足元の評価に基づいてバックテストをするということは可能になりますが、それは銘柄入れかえをしていないということになりますので、それをやれば、データの信憑性というものにも疑問が付きまします。今、ESG評価が始まって歴史もないということですので、5年ぐらいというのが限界というのが、実際のところになります。

あと、テーマのところ、社会等に関しまして、もうちょっと控え目にしたほうがということがありましたけれども、またSについてはリスク項目という話も伺いましたが、今回、採用を計画しているものにつきましては、ダイバーシティーというところになりますので、ダイバーシティーに富んだ企業というのは、収益性が高いというような、それは一つの研究の見方ですけれども、そういったものが成長につながるという見方もありますので、今回評価しているというところになります。

また、指数のつくり方につきましても、社会、環境ともにバランスをとっている形になっておりますので、1つの項目だけを見て少ない企業にウェイトを高く投資している形のものではないというところで、リスク、リターンの結果にもありますように、比較的安定したものだと考えております。

○大野委員 いずれにしても、5年しかさかのぼれないということであれば、この5年の中で上昇局面と下降局面があったわけで、この両面のところで輪切りにしてリターンとリスクの関係を見たいと思います。今後、長い間やっていくわけでありまして、どういうパフォーマンスが出ているか見る必要があると思います。

○新井委員長 水野さん、お願いします。

●水野理事 大野委員のコメントにつきましては、今、テクニカルな理由は塩村が御説明したのですが、長期の投資の指数のパフォーマンスにつきましては、我々としても投資をした後、長期で見ていくということが必要だと思っております、現時点でそれぞ

れの局面でどういう評価をするかということにつきましては、私ども執行部はいろいろな観点から検討して選ばせていただいております。

3対2の割合につきましては、一応仮にと書かせていただいておりますので、実際の割り振りについて、最終的に我々としても決定しているわけではないのですが、一応ここにESGポートフォリオ全体でTOPIXとの対比を出させていただいているのですが、これは運用委員会の皆様への約束として、今回のESGの指数のグループとしてはTOPIXのリスク、リターンに近いものをやらせていただきますという話で進めてきているものですから、それを御説明しようということなのです。最終的には割り振りに関しましては、私どものほうでいろいろな数字等データを検討しながら選ばせていただいて、もともとはそういうスケジュールだったのですが、予定どおり、ある程度私どもの購入が進んだ段階でまた御報告させていただいて、その後は引き続き定期的に運用委員の方々にもパフォーマンスは見ていただくというふうにしたいと思っております。

○新井委員長 菅家さん、お願いします。

○菅家委員 確かに、日本とかアジアでは、ESG投資というのは黎明期だと思うのでありますけれども、ただ、世界的に見ますと、特にヨーロッパなどでは相当ESG投資というのは活発に行われているわけでありまして、さまざまなレポートを読みますと、ヨーロッパでも投資の半分ぐらいはESG投資という分析もあるぐらいのようでありまして、したがって、日本を初め、アジアはこの分野では遅れているという認識にまず立つ必要があるだろうと思えますし、それからまさに国連全体の取り組みとしても10年以上やっているわけでありまして、GPIFもPRIに署名をいたしましたけれども、積極的な対応が必要なのだろうという前提として考えるべきだと考えております。

質問ということになるのかもしれませんが、今回、GPIFとして統合型とテーマ型いずれも加点主義に基づいて指数を組成するという考え方でやっているわけでありまして、さまざまなレポートを読みますと、統合型であるとかテーマ型というESGの投資手法の一つだと思えますけれども、むしろ少数派でありまして、違う投資手法というものも随分開発されていて、むしろそっちのほうが多数派だというような読んだ記憶もあるわけですが、GPIFとしてその辺についてどういうふうに今後検討を行っていく考えなのかということについて、少しお考えを出していただければと思います。

●水野理事 例えば、ほかにはどういうものをお答えしたらいいのですか。

○菅家委員 私の手元にある資料を見ますと、例えば、ESG投資のアプローチ別の残高というものがあまして、ネガティブスクリーニングが一番多い。その次がインテグレーション統合型で、エンゲージメントがその次で、その次が規範に基づくネガティブスクリーニングという分類された投資手法というものがあって、今回GPIFが採用する統合型とテーマ型のアプローチというものは、世界的な流れから見ればメインストリームでも何でもないのだというようなレポートを読んだものですから、ほかの手法としてどういったことを検討されていて、何らかの課題認識をお持ちなのかどうかということについて質問したかつ

たということです。

特に検討していないということであつたら、それで結構です。

●水野理事 ESGの投資手法にいろいろあるということは当然認識しておりまして、今、菅家委員が御紹介いただいたような、さまざまな考え方でESGの投資が行われていると理解しております。

GPIFとしてそれを全部一遍にやるというような準備もございませんし、あと塩村のペーパーの中にもありましたけれども、日本の株式市場全体のESGの評価を上げて、海外の機関投資家からも日本株式に対して積極的に投資をしてもらうことによって、GPIFのパフォーマンスも上がってくるというマクロ観の中で考えたときに、まず今回はできるだけポジティブなスクリーニングで企業側に、タイトルは決まっていらないのですが、より積極的に評価される会社の指数に入りたいと企業の方々にもぜひ頑張ってもらえれば、結果としてはGPIFの運用のパフォーマンスも上がってくるという捉え方でやっております。その考え方を貫徹する限り、今回できるだけ幅広い産業について予断を持たず見てほしいということをお勧めしたので、そのほかのESGインベストメントの手法について全く検討していないわけではございませんが、とりあえず我々のESGの投資の第一歩として、さまざまなステークホルダーや一般の方々の興味や共感を呼んでもらえるという意味で、今回のESGに関してはそこを貫徹したと理解していただければと思います。今、おっしゃっているようなその他の手法については、当然あるものとして理解しておりますし、我々としてもそういうリサーチ等はするべきだと思っています。

●塩村投資戦略課企画役 大野委員からいただきました下落局面でのパフォーマンスなのですが、こちらのグラフだとほとんど見えないのですが、ドローダウンという下落局面でマーケットに対してポートフォリオが強いのかどうかというのは検証しております。おおむね下落局面では強いという結果が出ていますので。

○大野委員 私もそのようなイメージは持ちますが、もっと、きちっと見てみたいですね。

○加藤委員 下落局面で強いというような研究の成果は幾つか出ています。そのかわり全期間で負けているという話だったと思います。それが正しいというわけではありませんが、そういう研究結果は出ています。

○新井委員長 佐藤さん。

○佐藤委員 ESGインデックス応援団の1人でもあるので、うまくいくといいなと思っております。テクニカルな質問ですが、3対2、これは何かお考えがあつて3対2にしたのか、それともいろいろ試してみてこれが一番リターンとリスクの関係でよく見えるからと。ほかにもいろいろと割合を比較衡量されたのですか。

●水野理事 まさに仮というところはそれが心でございまして、これから最終の投資に向かつて、このあたりは精緻にシミュレーションを積み上げていきたいと思っておりますが、大野委員が御指摘のポイントが少し我々の頭の中にあつて、総合とテーマ型と言ったときに、総合型をある程度大き目にして、テーマ型がその周りに衛星的にあるというポー

トフォリオのほうが、全体的にTOPIXのリスク、リターンに近くなるかなという気持ちはありました。

ただ、先ほど申し上げましたように、最終的にどういう組み合わせになるかについては、まだ少し精緻に数字はやっいていこうと思っておりますので、また最終でき上がりは御報告させていただきます。

○新井委員長 続きまして委員限り4資産管理機関の複数化について、事務局から説明をお願いいたします。

●北村運用管理室長 委員限り4をお願いいたします。

現在、資産管理機関につきましては、1資産ごとに1資産管理機関という体制で行っておりますが、これを複数化したいということについてお話ししたいと思っております。

(経緯)というところで、1ページの真ん中のところからなのですが、伝統的4資産につきまして現行の1資産管理体制とした経緯のところなのですが、平成19年度に資産管理機関の集約化を図る目的で公募をいたしました。そのときに、個別のアセットクラスごとではなく、4資産を一括して、資産管理機関としての公募を行っております。そして、現在お願いしている4信託から応募がありました。それを法人としてどのように扱ったかという点なのですが、これについては全資産を一括して1つの信託にお預けするのは時期尚早という判断を行いまして、結果、法人の判断として、1資産1資産管理体制ということで4信託を使ってスタートさせたということがございます。

2ページをごらんください。現行はその体制で行っているのですが、10年たったところでややほころびが見えてきたという点がございまして、平成28年度の総合評価において、資産管理業務が複雑化・高度化している中で、資産管理能力に問題があるとして、資産管理機関では初めて、一部回収、解約を前提とする警告を行うという事態となっております。ただ、警告は行ったものの、新たな資産管理機関に資産管理を委託するときには、システムや業務体制の構築に相当の期間コストがかかる。こちらに書かせていただいている数字は、4信託に聞いたものなのですが、こういうことでありまして、直ちに移管することは難しいという状態となっております。

以上のことから、今後、当法人が資産管理業務を安定的に継続させていく対応として、現在委託している資産管理機関に、他の資産も委託しておくことが方策として現実的なのではないかということで考えております。かつ、今の状況を考えますと、急いでやるべきことと認識いたしております。

複数化のメリット・デメリットなのですが、メリットといたしましては、天災、不祥事による等の行政処分の際のコンティンジェンシープランの観点からもメリットがある。それから、各資産について複数の資産管理機関にお願いしますので、相対比較を通じて、資産管理業務の向上も見込まれるのではないかとすることも期待しております。

一方、デメリットといたしましては、現物移管をする際に、複数化により資産管理機関をまたがった移管が発生するケースがございます。ただし、これにつきましては、資産

管理機関にヒアリングを行いましたら、10年前はこれは非常に大仕事だったんですけれども、これは既に一般化しております、特段大事業としてではなくよく行われることであるということを確認いたしております。

それから3ページのところで複数化に当たっての留意点ということで4点ほど書かせていただいております。システム関係で、当法人のシステム、それからMRKのシステムにおいて、新たな機能追加とか機能向上が必要となります。これの対応といたしましては、これを実際に行った際には十分なテストを行って、オペレーショナルリスクを避けたいと思っております。

それから2つ目が、資産管理機関にお支払いする報酬額が高まる可能性もありますけれども、これはBCPの観点を考慮して決定いたしたいということでございます。

現物移管の際にファンドの運用を一時止めなくてはいけないというケースも想定されますが、これについては、余りパフォーマンスに影響が大きくなるような形で移管のタイミングを分散する等の対応を行いたいと思っております。

事務管理のほうも増加すると考えられますが、これは効率的な業務運営体制の整備ということで対応いたしたいと思っております。

具体的な複数化の進め方なのですけれども、伝統的4資産については、現在担当していただいている資産以外の資産の受託についてなにか受託できる資産はありますかという意向確認を資産管理機関にお尋ねしまして、その資産について追加的に資産管理能力を評価するということにしたいと思っております。ただし、オルタナティブ資産については、現段階では残高も少ないので、推移を見まして今後の検討課題とさせていただきたいと思っております。

4ページの今後の予定ということなのですが、4～5月のところで、先ほど申し上げました意向確認作業、そして順次ヒアリングを実施いたしまして、6月以降のところでヒアリング結果等に基づいた評価を行いました、具体的にどの資産管理機関にどの資産を委託するかを決定したいと。

ただし、先ほど申し上げましたように、実際の資産管理の委託には準備期間がかかるということですので、直ちに全部の移管は実行できませんので、緊急性を考慮して、優先順位を決めまして、できる限り速やかに複数化を図ることとしたいということで対応いたしたいと考えております。

説明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、御質問等がありましたらお願いいたします。

武田さん、お願いします。

○武田委員 前回、この件について御説明いただいた際、懸念をお伝えしたつもりですが、すぐに御対応いただき、ありがとうございました。私はこの検討の方向でよいのではないかと考えます。結果的に、1資産に複数先があるほうが、コンティンジェンシープランと



いう観点からもよいため、個社の対応というよりは、BCP対応の強化ということで御検討を進めていただければいいのではないかと思います。

○新井委員長 大野さん。

○大野委員 方向性は基本的に賛成でありますけれどもね。ただ、大変だなという感じがして、1ページ目を見ても、これはほとんど寡占といいますか、受けてくれるところが4信託しかありません。

結局、優先順位をつけて。できるところから実行するのかなという感じがしています。コストもかかるし、事務作業も増えるだろうし、大変なことだと思うのですが、方向性としてはやっていたきたいんですが、余り御無理をなさるとかえって大変になってしまうという感じがします。

●北村運用管理室長 ありがとうございます。

●水野理事 お心遣い、ありがとうございます。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

佐藤さん。

○佐藤委員 今、大野委員がおっしゃったことと全く同じ印象を持ったのですけれども、そもそもGPIFのような大きなアセットを持っている機関の資産管理を受託できるような、そういう力量のあるカスタディアンは果たしてどれぐらいあるのか。つまり、バックアップがない状態で、本当にマーケットが寡占状態で代替が効かないようなところだと、これはとてもよくない状況だと思うのです。そういう状況の中で、何かほかの選択肢とか、グローバルカスタディアンの中で受けてくれるようなところとか、決まった狭いマーケットだけタップしてカスタディアンを依頼するということだけ考えておくと、何かあったときに困るという印象を持ったのですけれども、その辺はいかがですか。

○新井委員長 水野さん。

●水野理事 今、3名の委員の方々から励ましといたわりの言葉をいただきまして、ありがとうございます。

武田委員からの御指摘、前からももちろん準備をしております、提案させていただくまでには、ヒアリング等も行っており、ある程度バックアップはいけそうだという考え方のもとで進もうとしております。

大野委員の御指摘のとおり、かなり大変ですので、優先順位もつけてやっていこうと思っております。

佐藤委員の御指摘に関しましては、実は業界全体を巻き込んだ問題でございまして、カスタディアン側は統合化して、競争を減らしてビジネスの競争力を高めようとしている。ユーザーのほうは、ある程度選択肢があったほうがいいという、これは別にこの業界だけではなく、必ず起きる問題だと思いますが、今回は取りあえずBCPの観点からバックアップ化をまず行いまして、この先は私どものようなアセットオーナーは、大体は1つに、資産ごとに分けずにまとめているというのがグローバルなトレンドだろうという理解をしてお

ります。その辺も含めてコンサルにいろいろと意見を伺ったりして、そちらは時間をかけてやっていこうと思っておりますが、御指摘のとおり、現在警告を行われている先が1社ある中で、バックアップのプランが実質的にないということであれば、警告の意味がございませんので、こちらのほうは急いでということで考えております。

○新井委員長 時間の関係もありますので、次のアジェンダに進みたいと思います。

資料1-1 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応について及び資料1-2 PRI レポーティング提出（平成29年3月）について、事務局から説明をお願いいたします。

●村田スチュワードシップ推進課企画役 資料1-1をごらんください。3月28日にスチュワードシップ・コードに関する有識者検討会より日本版スチュワードシップ・コードの改訂案が公表されましたので、本コード改訂案への対応について御説明申し上げます。

表紙をめくっていただきまして、2ページ目に概要を簡単にまとめてございます。今回の改訂のポイントとしては、7つの原則そのものは変更しない。ただし、各指針への記載を充実させておりまして、さらに今回より各指針も含めてComply or Explainの対象となっております。

また、投資家のタイプにつきまして、運用機関とアセットオーナー、この2つを総称して機関投資家と定義しまして、各指針において、その対象を明確にしております。さらに、運用機関におけるガバナンス・利益相反管理の強化を促すとともに、今回かなりアセットオーナーの役割が明確化されているという状況になっておりまして、主な追加内容は真ん中の段に記載の8点になります。

今後のスケジュールになりますが、改訂案は現在パブリックコメント中でして、あす4月27日に日本語のパブリックコメントが締め切り、5月8日に英語版のパブリックコメントが締め切り、この日英のパブリックコメントを経まして、改訂版コードが公表される予定となっております。

公表時期になりますが、金融庁の広報誌によりますと、本年夏の株主総会シーズンまでに各機関投資家が改訂後のコードを念頭に対応を進められるよう、改訂後のコードを公表する予定と記載されています。公表後、6カ月以内に改訂内容に対応した公表項目の更新と、更新した旨の公表が必要になりますが、今回、金融庁が本年夏の株主総会シーズンを念頭に置いていることから、法人として2点新たな取り組みの検討が必要になります。

1点目が3ページ記載のものになりまして、原則1の指針1-4の赤字部分をごらんいただければと思います。大規模なアセットオーナーにおいては、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項、原則を明確に示すべきであるという内容が今回から追加されております。

法人自身のスチュワードシップ責任を果たすための方針については、現行コードですすでに対応済みでございますが、私どもは運用受託機関を通じて、株式の売買及び議決権行使を実施していることもございますので、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワード

シップ活動に関して求める事項、原則、これを明確に示す必要があると考えておりました、運用受託機関向けのスチュワードシップ活動原則の策定を行いたいと考えております。

2点目、続きまして4ページ目になります。原則5の指針5-3、1行目にありますが、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきであるという記載、これまでの現行コードではここまでにとどまっていたのですが、今回、一步踏み込みまして赤字部分が追加されております。

具体的に機関投資家は、議決権の行使結果を個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきであるとされております。

私どもの対応としましては、直接、議決権行使の判断を行っていない当法人自らが個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表するという事は適切ではないと考えておりました、実際に議決権行使の判断を行っている当法人の運用受託機関に対して、本年開催の株主総会から当法人の保有分を含む個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の開示を指示・要請したいと考えております。

なお、既に対応済みであります議案の主な種類ごとに整理・集計した行使結果につきましては、これまで同様、スチュワードシップ活動報告及び業務概況書において公表する予定であります。

今、御説明しました2点の新たな取り組みへの対応は、本年6月を予定しております。運用受託機関に対して、議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項、原則は、次回6月の運用委員会で内容について御説明しまして、公表するスケジュールで準備を進めてまいりたいと考えております。

また、同じタイミングで運用受託機関に対しては、議決権行使結果の個別開示の指示・要請をしまして、この2点の対応後速やかに改訂内容に対応した公表項目の更新及び更新を行った旨の公表と、金融庁への通知などを行ってまいりたいと考えております。

続きまして資料1-2になりますが、こちらはPRIのレポートの提出の御報告になります。今回署名しましたタイミング、平成27年9月～平成28年3月までの責任投資に関する取り組みについて、初めて報告提出義務が生じたので、3月30日付けで提出しております。

本報告への評価につきましては、6月末ごろに法人に対して通知されますので、結果については改めて御報告申し上げたいと思います。

御参考までに、提出しましたレポートのうち、これも同じく6月ごろになりますが、PRIのサイトで公表される予定のものについて、今の時点では非公開になっておりますが、委員の皆様限りの御参考としてお配りしておりますので、ごらんいただければと思います。

今、御説明しました資料1-1及び1-2につきましては、運用委員会資料として公表する予定であります。

私からの説明は以上となります。

○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。

大野さん、お願いします。

○大野委員 スケジュールについてお聞きしたいのですけれども、金融庁のほうのパブコメが、実際に公表されるのはいつごろなのですか。

●村田スチュワードシップ推進企画役 明言はされていないのですが、総会シーズンに間に合わせるということを考えますと、5月下旬～6月初旬には出てくるのではないかと推測しています。

○大野委員 そうですか。それで、GPIFはこれに基づいていつごろに、そういったものを出すのですか。

●村田スチュワードシップ推進企画役 今、御説明申し上げた2点の取り組みについては、次回運用委員会、6月1日だったと思いますので、その時点で御説明を。

○大野委員 その時点で出ていなかったらどうするのですか。

●村田スチュワードシップ推進企画役 まず、この2点につきましては、今回ちょうどコードとタイミングが合ったというのがありますけれども、3ページ目のところにも記載しておりますように、いろいろな原則などについては、昨年から企業の皆様からもアセットオーナーとして考えたほうがいいのではないかというような御意見もいただいておりますので、準備は進めておりましたし、そこはコードと若干もしかしたら時間の差があるかもしれないのですけれども、対応したいと考えております。ただし、今後のスケジュールにもあります通り、公表後6カ月以内というそもそものコードの改訂内容に対応した部分への更新などの対応は、当然コードが出てからと考えております。

○大野委員 だから、同時並行なのですね。パブコメをやっている間にここで議論することですか。

○新井委員長 水野さん、お願いします。

●水野理事 今、村田がお答えしたとおりなのですけれども、金融庁が広報誌でコメントを出しておりますが、金融庁の大体の着地の見込みのイメージは、十分これで我々もわかっておりますので、コードに賛同している、受け入れている立場としては、できる限りそこから期間をあけず、同じように行動していくということがそもそものスチュワードシップ・コードの趣旨に沿うものではないかと思っております。

聞いている限りでは、こういうパブコメで内容が大幅に変更されるということは過去ほとんどないということですので、今回、運用委員会の皆様にお話をした後、早速準備を始めたいと考えております。

○新井委員長 菅家さん。

○菅家委員 原則5のところ、議決権行使の結果の公表についてGPIFとしてはこういう方針でいきたいということは書いてあるのですけれども、そもそも原則5は、議決権行使

についてというものもありまして、これについても明確な方針を持たなければいけないと書いてあるわけですね。その方針、GPIFとしての議決権行使の方針みたいなものが、原則1のところに戻っていただきまして、運用受託機関向けのスチュワードシップ活動原則の策定とありますけれども、この活動原則の中に、そういった議決権行使のガイドラインといたしましょうか、大方針といたしましょうか、GPIFとしての考え方みたいなものは盛り込むお考えなのかどうかについて質問したいと思います。

○新井委員長 水野さん、お願いします。

●水野理事 まさに今回のスチュワードシップ・コードの文章そのものをお読みいただいてもわかりますように、議決権行使を含む原則を明確にすべきであると書かれておりますので、具体的にどういう文章やどういう内容にするということまでは今、アイデアを明確に持っているわけではありませんが、この運用受託機関向けの活動原則の中には、何らかの形で示さざるを得ないというように思っております。

○菅家委員 わかりました。

○大野委員 続けて言えばよかったですけれども、今のことに関連して3ページの一番下に、企業・アセットオーナーフォーラムで出た意見が出ていて、特に発行体から行きますと、上から2つ目形式的な基準が独り歩きと、このことは、留意していただきたい。

それからもう一つは、これもときどきやられてしまうのですけれども、議決権行使助言会社、やはり対話を通じてやってほしいという、ここはすごく大事な感じがします。それから、全体としては、GPIFの志向する方向として、長期志向、ESG、こういった観点を書くのがいいチャンスかなという感じがします。

○新井委員長 加藤さん、お願いします。

○加藤委員 スチュワードシップ・コードの活動原則はこれから策定されるのだろうと思うのですが、以前、新しいビジネスモデルの提案を期待したいというお話があったかと思えます。それについては何かおもしろい進展はありましたか。

●水野理事 運用会社側ですね。

幾つかの会社からいろいろなモデルの提案は受けております。この4月からチーム制で運用会社の担当をしていくというレターを先日、運用受託機関にお送りしたのですが、その中で、スチュワードシップ推進課の村田をエンゲージメントマネジャーとして指名し、運用会社とビジネスモデルやアラインメントについて話し合うということを確認しております。より一層、運用会社に創意工夫を凝らして提案してもらえそうな環境づくりをしているところでありますので、もう少しいい提案が出てきましたら、そのときにシェアをさせていただければと思っています。

○加藤委員 期待しています。

○新井委員長 続きまして委員限り5外国株式の評価ベンチマークの変更について及び委員限り6-1業務方針の一部改正について（概要）及び委員限り6-2業務方針の一部改正（新旧表）について、事務局から説明をお願いいたします。

●五十里企画部長 委員限り5をごらんください。

昨年の11月に、外国株式の地域別パッシブの導入について御議論をいただいたところでございます。今、導入に向けて進めてございますが、進めるに当たって、地域別のアロケーション、評価をしていなければいけないということで、従来、外株は複合ベンチマークであったわけでございますが、それを政策ベンチマークと同じACWIにするということでございます。

今年度導入するということでございますので、きりのいい4月1日から変更させていただきましたという事の御報告でございます。

次に、委員限り6-1でございますが、この半年ぐらいの間に、運用委員会でいろいろ御議論いただきました、外債のレンディング、あとオルタナの外貨建て短期資産ファンドの設定、あと改正法の関係でコールと割引手形の変更、今、申しあげました外株の評価ベンチの改正。あと前回、オルタナティブ投資の総合評価の規程の話と、これらにつきまして、業務方針の変更が必要となりましたので、随時変更させていただいたという報告でございます。詳細については6-2に内容がありますけれども、これについては説明を省略させていただきます。

以上です。

○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。

加藤さん。

○加藤委員 ACWIの件はこれで了解です。ちょっと話がそれるのですが、外国株のスマートベータの導入に関しては、今、どういう議論をされているのかあるいはされていないのか、どういう状況か教えて下さい。

●陣場市場運用部長 今、委員限りの5にもかいてございますが、地域別パッシブのほうの選定作業が大詰めでございます。そちらのほうに注力をしている状況でございます。

スマートベータにつきましては、地域別パッシブの選定が一段落した段階で、法人内でも議論して作業に入ってまいりたいというふうに考えているところでございます。

○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2-1質問主意書、資料2-2答弁書及び委員限り7 GPIFの株式運用の仕組みについて、厚生労働省さんから説明をお願いいたします。

●厚生労働省諏訪園大臣官房審議官 御説明させていただきます。

お手元に資料が2つございますけれども、質問主意書そのものとGPIFの株式運用の仕組みということでございます。

この色刷りの資料に沿って御説明し、適宜質問主意書についても御紹介してまいりたいと思います。

そこにごございますように、他事考慮の禁止というものが書いてございます。それから、国民年金法75条あるいは厚生年金保険法79条の2にごございますが、資料ですと、具体的に

は3ページ目にございますけれども、まず条文としては積立金の運用は、積立金が国民年金の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら国民年金の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、国民年金事業の運営の安定に資することを目的として行うものとするということをございます。いわゆる他事考慮の禁止という規程をございます。これが政府そしてGPIFともに禁止されているということをございます。ここに掲げているような、個別の特定の政策の目的のために、その実現のために使うことができないということをございます。

そして、あわせて民間企業支配との懸念を回避する観点から、個別銘柄の選択の禁止、議決権行使判断も外部に委任がするということをございます。信託銀行等の運用会社に対して、全部委任の投資一任契約に限る、議決権行使も委任しているという状況をございます。そういう規定が同じ法律でございますけれども、先ほどの3ページにございますようなGPIF法、年金積立金管理運用独立行政法人法というものがございます。21条の3号のところ、信託会社又は信託業務を営む金融機関への信託。ただし、運用方法を特定するものにあつては、次に掲げる方法により運用するものに限るというふうにした上で、その口というところで金商業者との投資一任契約であつて政令で定めるものの締結に限るというふう法律で書き、さらに政令では、第3条をございますが、投資一任契約というものは、金商法に規定する投資判断の全部を任せることを内容とするものに限るとしているわけをございます。したがって、こうした条文に基づきまして、かねて国会でも答弁がなされているところをございます。

一例を挙げますと、昨年12月2日の本会議での総理の答弁をございますが、GPIFは、国内株式の運用に当たって、法律の規定に基づき、20の信託銀行等に、投資判断の全てを任せており、個別の投資判断にGPIFが関与する余地がないことなどから、GPIFが大銀行、大企業の株価を支えているとの批判は全く当たりません。例えばこういう答弁をこれまで申し上げているところをございます。

そういう中で、したがって他事考慮の禁止と民間企業支配との懸念を回避する関係からの規定というものが、まず前提としてございます。

その上で、クラスター弾の製造等についてということをございますけれども、これについては、クラスター弾に関する条約というものがございます。締約国による保有と製造、その両方、そしてこれらの援助を禁止するものをございます。現在、締約国でない国、米国、韓国、中国等での保有、製造等については、条約の効力は及ばず合法となっております。そして、日本の条約実施法では、国内法において、何人もその保有あるいは製造が禁止されております。ただし、一方で、国内の機関投資家、企業等による海外のクラスター弾等製造企業への投資は禁止しておりません。

したがって、GPIFがこれらの企業を投資除外することは、条約法律の規制範囲を超えて、GPIFが独自の判断で行うものということをございます。先ほど申し上げたGPIFの

運用に関する法制度、他事考慮の禁止、個別銘柄選択の禁止に反すると考えているところ  
でございます。

この委員会でも御議論がございました、国際条約で禁止していて国内法でも禁止してい  
るものについて外すという判断をするということがあり得るのではないかとあり、そ  
れはどのように考えたらいいのだろうという御議論もございました。それについても、条  
約及び国内法において、そうしたものをクラスター弾について禁じている規定がない中で、  
一定の判断を裁量的に下すのであれば、これはこの法制度に反するものという解釈でござ  
います。

ちなみに、条約で禁止して国内法でも禁止しているものでございますけれども、禁止の  
対象の範囲を保有だけにするのか、製造だけにするのか、その両方にするのか、あるいは  
参考1にありますように、物の製造だけにするのか、行為規制にも関係するのか。あるい  
は、物の製造につきましても、1番のような場合には、特定の国では保有と製造が認めら  
れていて、一方で、そうでない国については保有と製造が認められていないといったさま  
ざまなケースがあり、裁量的な基準をつくるということ自体がなかなか困難なものと、実  
態としても考えているところでございます。

なお、投資除外措置の導入に関する体制も恐らく必要になることだと思います。それに  
ついて海外の事例は必ずしも詳しくございませんのですが、ノルウェーなどでは、中央銀  
行がファンドを持っているようですが、財務省に倫理委員会をつくって、そこで調査を行  
っているといったことがあり、運用がなされているのだというふうに聞いてございます。

最後に参照条文で、金融商品取引法について例示を入れさせていただいてございます。  
金融商品取引法の4ページの一番下の12号のロというものを引いているわけでございます。  
イに掲げるもののほか、当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づく  
投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のため  
投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約（以下投資一任契約とい  
う。）とあります。ここから持ってきているわけですが、金商法にお詳しい方もおられる  
と思いますが、この場合、全部を一任した場合である投資家が、追加的に何か判断を下し  
て、それを金商業者に言うことは、必ずしも禁じられているものではないのだというふう  
なことでございます。これは、要するに、金商法の保護法益、法体系とGPIF法との違いで  
ございまして、金商法は平たく申し上げれば、投資家保護、金商業者との関係ないしは市  
場との関係の投資家保護ということを求めている、もともと投資判断は全ての投資家が全  
て自分でできるのだけれども、実際には種々の事情から専門的な人に全部や一部を委任す  
ることがある。だけれども、投資家の保護の観点からすると、その運用がうまくいって  
いないとか、何か口を挟まなければいけないときに、全部を委任したのだから、そこは口が  
出せないのだというのは投資家保護に反するというので、後から口を出すことは必ずし  
も妨げられていないのだとお聞きしております。

一方で、GPIF法につきましましては、先ほど申し上げましたとおり、法律で各号列挙のもの



に限るといふふうになっていて、全部または一部という投資一任契約の全部のところだけを引用してきております。これは、GPIF法が年金積立金の運用に当たって、高度な専門家の知見を活用したいという要請と同時に、国会における法令に基づく民主的な統制ということで、運用方法については全ての運用方法で結構ですよとはなっていないで、限定列挙したものでやっていくという形で制限をかけているという条文の構造になってございます。

したがって、全部一任に限るといふのは、一部投資判断を追加してもよいということまでも引用しているものではなく、そこはそれぞれの法律によって解釈の仕方が異なっているという条文の構造になってございます。

それから、この委員会で御議論がございましたことの中には、運用委員会と経営委員会で、経営委員会であれば議論できるのかという話もございましたが、今、御説明しました条文構造自体は、特に経営委員会に変わったとしても同じでございますので、法律解釈は特に変わるものがないということをお願いさせていただきます。

最後に1点、質問主意書のほうでございますけれども、問いのほうで、1ページ目の終わりからなのですがクラスター弾のように、条約及び国内法で禁止されている物品を製造している会社の株式を年金積立金で保有することを禁止することは、現行の法令で可能か。可能でない場合は法令のどの部分に抵触するのか、具体的にお示し願いたい。その上で、仮にどう変更すれば保有を禁止できるか政府の見解をお示し願いたいという質問がございました。

これに対する回答としまして、回答のほうの2ページの後段でございますけれども、御指摘の条約及び国内法で禁止されている物品及び法令のどの部分に抵触するのかの意味が明らかではないため、お尋ねの点についてお答えすることは困難である。また、法令の改正云々というお尋ねについては、仮定の御質問ですからお答えすることは差し控えたいと申し上げます。

これは、質問主意書で抽象度が高い問い、逆に言うと具体性が乏しい問いに対してはお答えをすることが困難だということをお答えをしているものでございます。ただ、運用委員会におきましては何回かこの非人道的兵器の取り扱いについても御議論があり、具体的な御議論がございましたので、私どもの法律解釈を少し詳しく、国際条約で禁止して国内法で禁止しているものについて、それで整理がつくのかどうかということは、その裁量的な行為では整理がつかない、法律上困難であるということで、少し敷衍して申し上げたということでございます。

御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、御質問等がありましたら、お願いいたします。

菅家さん、お願いします。

○菅家委員 説明についての質問ではないのですが、GPIFでさまざまな資産運用を行っているわけでありまして、例えば伝統的な資産で申し上げますと、株式であります。

株式も、アクティブ、パッシブさまざまな手法でやっているわけでありませう。

それから、債券も同様にやっているわけでありませうけれども、仮にパッシブであっても、運用会社に対して100%白紙委任をするというようない投資手法を採用していることはないと思うのです。あるいは債券についても、例えば、格付けについて何らかの条件を示した上でパッシブであるとかアクティブであるとか、そういう投資行動をしているわけでありませうけれども、ざっくりとGPIFが行っている投資手法について、今、審議官から説明のあった法律とか政令との関係で、どういふうにGPIF執行部としては整理をされているのか。

つまり、投資判断の全部一任というのはどういふうのこととして理解をして、したがって、こういう投資行動をしているのだと、投資手法を採用しているのだといふうのことについて、GPIFとして整理した考え方をまず述べていただけませうでしょうか。

実際に行っていることについて、今の法令との関係でどういふうにGPIFとして整理されているのかといふうの質問です。

●三石審議役 基本的に法解釈でございますので、GPIFの解釈というよりも、厚生労働省さんの解釈といふうことになるかと思ひますので、必要であればまた。

○菅家委員 そういふ意味ではなく。

●三石審議役 それではですね、例えば私どもの考え方といたしましては、先ほど審議官のお話がありましたように、GPIFは基本的には個別銘柄の選択について運用機関に指示することはできない、あるいは特定企業の選択指示はできないといふうことが先ほど御説明にあったかと思ひますけれども、債券の格付けを運用機関に指示して、あるクラス未満のものについては投資対象としないといふうのものは、投資一任契約のもとであっても可能であるといふう解釈しております。それについては、厚生労働省さんも同じ解釈に立っていると思ひています。

○菅家委員 つまり、例えば株式のインデックスもさまざまなインデックスがあつて、それについてGPIFとして指定をして、その中で運用をお任せしているといふうこと。

●三石審議役 ですから、さきほども指数、ベンチマークの話が出ておりましたし、また、これからESG指数といふうなものもありますけれども、GPIFが指数をどういふうに採用して、それをどう運用機関に指示するかといふうことは、先ほどの投資一任契約の規定にただちに反するものではないと思ひています。

○菅家委員 つまり、投資判断の一部一任といふうのは、現行の政令においてできないことになっているわけですね。にもかかわらず、今、おっしゃったようなさまざまな条件を設定した上で、運用機関に対して運用をお願いするといふうことをやっているわけですから、それはそれとして、何ら法令に違反するものではないといふうことですね。現実としてそうだといふうことですね。

○新井委員長 高橋さん、お願いします。

●高橋理事長 総論として申し上げますと、法律、法解釈のもとでできることをやっているだけであります。もっといふうと、ESGについても、アセットマネジメント会社に対するエ

ンゲージメントについても、あるいはスマートベータについても、この法解釈の中で許されていることだけをやっているという整理だけだという理解しております。

○菅家委員 具体的な話で、きょうの話で言いますと、ESG指数のところでも出てきたわけですが、特定の業種は除外しては駄目ですよと、これはそうですね。

しかし、一方で不祥事企業については除外しますよという条件設定をしているわけですね。だから、前者は広く対象にとって、加点をして選んでいきます。しかし、後者の不祥事企業を除外するというのと対象からそもそも入れないという条件設定をして、どこどこの個別企業を排除しようということではないけれども、不祥事企業については投資対象から除外をする条件設定をした上で、投資一任をするという構造ですね。そうすると、不祥事企業と同じように考えれば、例えば条約とか法令に違反するような企業は除外してくださいよということも条件として設定して投資一任することはあり得るというふうに考えてよろしいわけですか。

●厚生労働省諏訪園大臣官房審議官 法律論にまたがってまいりましたので、もう一度お答えさせていただきたいと思います。

繰り返しですが、GPIFで行う株式では他事考慮をしない。それから個別銘柄の投資判断をしないということで、先ほど申し上げたことの中で運用をさせていただいているということでございます。

ESG指数は一般に環境とか社会、ガバナンスなどの非財務要素に着目することでリスク低減を図って、長期的な収益の最大化を目指しているものと理解しております。

結局ESG指数内のインデックスの構成銘柄自体については、本来、インデックスの作成会社が選定しているものでございますので、どの企業の株式をインデックスに含めるか否か、インデックスの作成会社の判断で行われるものと存じております。

ただし、今回は、運用委員会での議論などもあり、底上げを図るということで、GPIFはそういう趣旨を活かしたものにしてくれと言っているわけです。特定の企業を除外してくれと頼んだわけではなく、むしろ市場全体を見てくださいという話をしているのだと私は理解しておりますので、そういう要請自体が必ずしも直ちに投資一任の判断を崩して何かしているということにはなっていないと思っております。

結局、今後どういうインデックス、その中で除外をするのかしないのか、どういう手法がいいのかという話があるかと思えます。法律論として申し上げれば、先ほどの2点のような規定あるいは20条で中期計画の策定に当たっての年金積立金運用、市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ策定するといった規定が例えば念頭に置かれると思えますが、一方で、一律に運用会社全てに対して特定の企業を除外するという形でやるものではないという今回の実態、そういうこともあろうかと思えます。

いずれにしても、ESG指数なり、その除外の方式をどうしていくのかということについては、その趣旨とか目的とか手法とか、そういった具体的な内容ごとに法的な論点がありやなしや、総合的に勘案して整理していく必要があるかなと思っております。ESGというの

は黎明期だというお話もございましたが、新しい分野については、法的あるいは法的以外にもあるのかもしれませんが、論点もあろうと思います。

厚労省と法人の間で、いずれにしても見解の相違が生じることのないように、適切に情報連携、認識の共有に今後とも努めていって、そういう中で黎明期にあるESGの指数あるいは新しい方式、今後出てくるものについてそごを来さないように努力してまいりたいと思っております。

○菅家委員 法令の解釈はそういういろいろなキャッチボールがあってもいいと思うのですが、運用委員会として、例えば今回のESG指数で申し上げましても、さまざまな提案があるわけですね。提案の中から運用委員会としてこういう方向でいくべきだという一定の方向性を出しているわけですね。しかも、さまざまな手法があるわけでありまして、そういった手法について議論をし、対象を選定していくという、方向性を出していくという作業は、運用委員会の仕事としては当然やらなくてはいけない仕事ですね。

仮に、法令にそこはまずいですよということであるならば、まさに年金局から参加していただいているわけですから、都度都度発言していただいてもいいわけでありまして、キャッチボールをやりながら物事を整理していくという手法というのはあってしかるべきなのではないのかなと思うわけですが、いかがでしょうか。

○加藤委員 基本、インデックスを提示するというのは、この銘柄を買えということではなく、この銘柄でつくったポートフォリオのリターンをなるべくトラッキングエラーなく運用してください、このリターンを実現してくださいという話だろうと思います。

ですから、基本的に銘柄を指定していることではないということで、GPIFはインデックスを提示できるというのが私の理解です。インデックスに含まれる銘柄を買えという提示であると微妙な話になってくる。そうではなく、あくまでもリターンを提示する、このリターンを達成してくださいと。

ですから、例えばクラスター爆弾をつくっている会社を抜いたものをインデックスとして提示したとしても、トラッキングエラーゼロで行けるとすれば、その銘柄を買うか買わないかは投資運用業者の判断であって、結果的にクラスター爆弾を買っていたとしてもトラッキングエラーがゼロであればそれはそれでオーケーだということになると思うのです。というのは、評価はあくまでもトラッキングエラーということだからですそもそも、パッシブファンドで全銘柄を買うという話になったのは割りと最近で、昔は一部の銘柄を買ってトラッキングエラーをなるべく小さくしようという話をしていたわけですから、必ずしも銘柄選択の話ではない。

まず、前提としてそういう理解しています。ただ、その上で実際にGPIFがベンチマークからクラスター爆弾を抜いたものをインデックスとして示した場合です。実際そういうインデックスがあるわけですね。それが指定できるということであれば、GPIFがそれを指定した場合に、運用機関がどういうアクションをするのかと言うと、どう考えてもその銘柄を抜く運用になるわけですね。

ですから、実質的に個別銘柄の提示はしていないが、実質的に提示しているということになるのですが、それはそれで構わないという理解でいいのですか。

●厚生労働省諏訪園大臣官房審議官　ですから、先ほど申し上げましたように、指数なしはインデックス自体、本来は運用会社がそれぞれ定めて選定しているわけですから、それに乗っかってGPIFが個別銘柄の投資の判断をやっているわけではないので、直ちに問題があるということではないと思っています。

ただし、まさに先生がおっしゃったような、GPIFが仮にそういう指数を採用した場合の実際の効果ということを見ると、例えば中期計画、先ほど20条の話を申し上げましたけれども、市中に与える影響みたいなものもあります。そういった点もあるのです。

しかし、一方で、全ての会社に一律に特定企業を外せと指示したわけでは恐らくないというような御質問だと思います。それから、なぜそういうものを採用することとしたのかという目的とか、どれぐらいの規模でやるのか。そういったさまざまなことを具体的に聞かないと、それで先ほど総合的に勘案して法解釈もしていくのだということをお願いするのは、そういう趣旨でございます。

ですから、もう少し具体的にどういう対応で何をするのかということによって、法的な整理もそれを聞いた上でないとなかなかできないことがあって、いずれにしても新しい話なので、そういう議論をするに当たっては、GPIFとよく相談をしながら、そごのないようにしていきたいと思っていますというところです。

○菅家委員　それは、GPIFと年金局が相談をするということですか。

●厚生労働省諏訪園大臣官房審議官　例えばGPIFのほうから仮に御相談があれば、それは実務的にいろいろな意見交換をさせていただきます。

○菅家委員　例えばクラスター弾で言えば、GPIFが保有株式の銘柄を公表した結果、そういう企業がまじっているなということがわかって、そのことを指摘されたというところから出発しているわけですね。そういうことについて、運用委員会でなぜ議論しないのでしょうか。そういう指摘がありましたとかですね。

例えば、ESG指数について言っても、不祥事企業を対象から除外しますと。不祥事と言ってもさまざまな不祥事があるわけです。さまざまな法律があるわけです。だから、クラスター弾禁止条約と法令だけを対象にするというのはいかががかなと思いますけれども、例えば法令に違反するような企業を除外するとか、条約に違反するようなものは除外をするとかという、そういう条件設定の中で、そういう議論というのも十分あり得ると思うわけです。

だから、まさに審議官がおっしゃったとおり、具体的な事案ごとに総合的に判断をして決めるということだと思いますので、何も年金局とGPIF執行部だけが水面下でやるのではなく、運用委員会の中で議論をしてもいいわけだし、むしろすべきであるわけですし、きちんと国民にも必要な情報というものは公開をして、国民のそういう関心について、きちんとウォッチをするという仕事も我々としてはしなければいけないのではないのかと思う

わけです。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 審議官が説明したとおりですが、本問題について、もともと年金積立金の運用、GPIFの運用あるいは前身の基金のときからずっと法制度、あるいは法制局との議論あるいは審議会での議論あるいは国会での議論を通じて、ずっと我々が申し上げてまいりましたのは、この年金積立金の運用というのは、年金積立金が巨額であるという点と、公的な資金であるというその2つの視点があり、このことからいろいろな原則が生まれてきておりまして、それが従来からずっと言ってきた、他事考慮の禁止であり、あるいは個別銘柄の禁止ということをございました。

したがって、従来から特定の分野の企業について、積極的にあるいは消極的に投資することは、国による企業支配との懸念を生じさせる可能性があるということもずっと言ってきて、そうしたことは行わないということを書いてまいりました。

本日御議論になった中で言いますと、クラスター弾の製造企業は、この質問主意書の答弁を見ていただければおわかりいただけますように、厚生労働省が答弁をつくっているわけではなくて、政府として閣議決定をしているものでございまして、外務省、経済産業省、厚生労働省、3省の合議によってつくった答弁の中で書いておりますが、その中にありますように、現在の国内法令で、例えば米国で合法的に製造している企業について、投資を禁止するような法令はないと。

当然、違法な行為をしているものは上場基準にも該当しないでしょうから、日本の非合法的な企業に投資することはできないというのは当然でありますけれども、今、御指摘があるのは、合法的に製造している海外の企業について、国内の法令が規制をしていない中で、特定の企業を排除することができるのかということ、これを聞かれば、それは従来からの原則に従ってできないと答えざるを得ないということです。

ただ、審議官が申し上げたのは、個別の事案でこういうことは該当するのか該当しないのかというようなもの、GPIFのほうから何か疑念のようなものがあれば御相談するということはあると思いますけれども、原点に立ち返って申し上げれば、クラスター弾を米国等において製造する会社がMSCI ACWIのようなインデックスに入っていて、結果的に信託銀行の判断でGPIFのポートフォリオの中に入ってきてしまうものについて、あらかじめうちのほうからそういったものを指定して除外するということが法令上はできないということ、これは仕組みとしてそうありますので、その点は平成以降、巨額の年金積立金を民間市場で運用するに当たってのいろいろな原則として積み上げられてきた法令の規定ないしはその解釈に基づいて難しいということをございますので、そこは御理解いただきたいと思えます。

●厚生労働省諏訪園大臣官房審議官 私は、一律に投資除外をするというようなものは明確にこの法令上できないということは申し上げました。その上で、今回のESG指数にある種試行的に一定の小規模なところがまず始めて、そういうインデックスの中で、いろいろなインデックスの組み方について新しい方式があった場合に、それが現行の法令で違反にな

るのかならないのかと言ったのは新しい話でもあるので、いろいろと相談があれば一緒に議論をしながらそごのないようにやっていきたいといったことでございます。

今回の不祥事の話は、リスク低減を図るという観点から、不祥事企業について客観的な基準を活用して、低スコアの企業を指数から除外するというものだとお聞きしていて、何か特定の企業の事業のみを判断して、そういうメッセージを与えるようなものはないし、特定の企業を外す、入れるということを、政府やGPIFが思ったようにこのインデックスを指示するものではないということですから、私どもは法令に違反するものではないのだろうなというふうに受け止めているということでございます。

○新井委員長 時間の関係もでございます。あと2つ議題が残っていますが、この問題については、これでよろしいでしょうか。

○清水委員長代理 政府の見解ということで、この答弁をいただいたわけですが、最後の行の「仮定の御質問であることから、お答えすることは差し控えたい」で、私が今のやり取りを聞いて疑問に思ってしまうのは、こういう法令の解釈の話の範疇と、実際に私達の年金のお金がクラスター弾をつくっている株を買っているという事実は範疇が違うのではないかというのが、個人的な感想ではあります。

GPIFとして、そういったことをしていることに対して、最後の長妻さんの御質問にあるように、それを禁止することをするのであるとすれば、どういうことができるのかということ、その仮定の質問について私たちは考えなくてはいけない。仮定の質問であるからお答えは差し控えたいという政府の答弁に対して、それが仮定の質問ではなくて、もしそれを禁止するとするならば、どういうことができるのかという議論をする場はここではないような気がするのです。もちろん、皆様のそれぞれの御意見もありますので、そういうことはここではやるべきではないという、多数決でも何でもいいですけれども、しなくていいということであればもちろん私はそれで構わないです。ただ、運用委員会を除いてこういうことをちゃんと議論する場がないのであるとすれば、それはやはりきっちり今の体制で、理事長がどのようにお考えなのかということは、一度きちんとお聞きすべきではないかと思っています。

○新井委員長 審議官、お願いします。

●厚生労働省諏訪園大臣官房審議官 質問主意書についてのお話でしたので、それについて述べさせていただきます。

これを禁止しようと思ったら、どの部分をどのように変更すると株式を年金積立金で保有することを禁止することができるかという改正にかかわる御質問なので、それはいろいろなやり方が仮定の置き方によってあるだろうから、そういうものについて一律にお答えすることを差し控えたいということ、こういう質問ではお答えしているという、よくある例だと思っております。

それで、法改正の議論について、私どももここで何かをお答えするつもりはございませんが、同時に先ほどの後者の質問は私が応える範疇を超えているのかもしれないけれど

も、独立行政法人であるGPIF及びその運用委員会は、法律の執行をどう行うかという法執行機関、エージェンシーであろうと思っております。公的年金制度の改正、先ほどの財政検証その他の改正を含めて、法律の企画立案、改正の議論は社会保障制度審議会で労使、学識経験者などを交えて、法制度、ルールの改正について、あるいは政令の改正についても議論いただいているという状況だけ御報告させていただきます。

○菅家委員 済みません、最後に一言。

清水委員がおっしゃっているのは、法令改正をしてクラスター弾を禁止しろと、要するに投資対象から除外しろということをおっしゃっているのではなく、この答弁書にあるとおり、今の法令とGPIFの運用については、何ら現状について問題はございませんということと、しかし、クラスター弾を製造しているアメリカの企業の株式を持つことについて、そのことをよしとするのかだめとするのかという議論は、また違う議論としてあるでしょうということと、仮に、そういった企業を投資対象から排除するというふうに判断した場合に、方法論としてもおっしゃるとおりさまざまな方法論があって、法改正もそうかもしれませんけれども、きょう議論したようなESGの投資手法の一つとして排除することも十分可能だと思いますので、そういうことも含めて議論をする必要があるだろうということ清水さんはおっしゃっていると思いますし、私もそう思います。

●水野理事 GPIFを代表した意見ではないので、また理事長から御意見があるかと思いますが、まず、今回の質問主意書以降、すでにネットやメディアでは、GPIFがPRIやESGを推進していく中で、クラスター爆弾を持っていることについては批判が高まるであろうと言われておまして、実際私ども、PRIのボードメンバーとしては、多分こういう質問はされるものだと認識しております。そういう議論の中で、日本の法律の解釈は、年金局さんがおっしゃるとおりなのかもしれませんが、例えば他事考慮の禁止というところで、このような政策にあわせてやるものについてはまさに他事考慮なのです。ESGを考慮しないことそのものがフィデューシャリーに反するというのが、今、世界のアセットオーナーのトレンドだというふうに私どもは理解しておりますので、そういう観点からしますと、他事考慮という、もともとのフィデューシャリーの反対側の日本語訳だと思いますけれども、他事考慮の禁止として議論するのが正確かどうかということは、多分外から見たときには疑問に思われるだろうなと思っております。

あと、参考として言っていましたので、実務的な話を申し上げますと、投資対象除外措置の導入に対する体制につきましても、大規模な体制というふうに書かれておりますが、実際は大概のアセットオーナーが数名の体制でやっておりますので、GPIFの体制として無理なわけではないということはお伝えしておくべきかと思っております。

○新井委員長 高橋さん、お願いします。

●高橋理事長 就任のときにも申し上げましたが、運用には必ず制約があるわけでありまして、GPIFの理事長として運用している以上、やはり基本的には法のもとでできる限りのパフォーマンスを出す、長期的なパフォーマンスを出すということでやってきているつも



りですし、それはこれからも変わらないつもりであります。

法の制約の中には、いろいろお考えがあるかもしれませんが、基本的には解釈権は主務官庁にあると思っております、そのもとでやっていくということだと。もちろん、意見があれば当然申し上げますし、そこは調整していきますが、方向はそうだと思います。その上で申し上げますが、では、クラスターをつくっている会社が現に入っているということについてどう思いますかと言われると、それはやはり気持ち悪いと正直、思っています。

何らかの形で、恐らく国民の正直な気持ちとするとえーという部分がある。その違和感をやはり長期的には是正していく方向でやっていかざるを得ないかなと思っております。ただ、恐らく厚労省もここが急に運用範囲が広がり、運用手法も広がり、特にESGとかはこの1～2年で急にやってきているところでありまして、正直言いますと、今の法体系の中でよく認めてくれているなという部分もあると思っております。

ただ、やり始めでありますので、私としますと、できる限り議論の場その他いろいろあると思っておりますが、少し時間をいただければありがたいと思っております。

ESGの投資を始めて何らかの経験、成果を出した上で時間をいただいて、その結果をお示しして御議論いただいたほうが、今、この段階でこういうのはどうだ、ああいうのはどうだとか、解釈上どうだというのは、理論は大切だと思いますが、リターンは長期的にほしいわけでありまして、開始するときのもう一度繰り返しになりますが、ESGのところはポジティブスクリーニングでなるべく底上げをするという趣旨で始めたいということについて、12月、1月をお話し申し上げたときにこの場でもそれでやってみてくれということでやり始めましたが、まだポジティブのところは足りなかったもので、御相談していることでもありますので、当然、やり方とすればネガティブスクリーニングで、特にできるところだけはめるといえるのはありますが、まず、GPIFが始める以上はポジティブにやってみて、恐らく1～2年かかるとは思います。その中の結果として、それでも気持ち悪いというものがあれば、それはそこで御相談するということになると思っておりますので、真面目に取り組んでいきたいと思っておりますので、少し時間をいただければというのが正直なところでもあります。

○新井委員長 予定していた時間を10分ほど超過してはいますが、議論を続けて行きたいと思っております。

資料3-1 社会保障審議会資金運用部会委員名簿、資料3-2 資金運用部会の設置について及び資料3-3 今後の審議スケジュール（案）について、厚生労働省から説明をお願いいたします。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 私の方から御説明させていただきます。

社会保障審議会の中に、資金運用部会という部会を新たに設けまして、先日4月21日に第1回目の会合が開かれました。資料3-1にございますような委員の方々に御参集いただきまして、御議論をいただいております。資金運用部会の趣旨等につきましては、資料

3-2にあるとおりでございます。昨年の年金部会における議論を踏まえて、新設されたというものでございます。

資料3-3に今後の審議スケジュールあるいは審議事項について記載がございますけれども、年金積立金の管理及び運用に関する調査審議等を専門的に行う部会ということでございまして、当面、10月1日のGPIF改革施行に向けまして、役員の任命基準あるいは改革の施行に伴って必要となる事項、これは政省令事項等がございますけれども、そうしたものの検討を行っていただく予定にしております。

また、夏には、従来独法評価ということで有識者会議のほうにお願いしておりました法人評価、実績評価につきましても、今年度から新たに設けられました資金運用部会で毎年度評価をいただくことになろうかと考えております。

資料3-3、審議スケジュール（案）とありますけれども、21日の部会におきまして、このスケジュールを御説明し、御了承いただいたところでございまして、今後は、月1回程度開催してこうしたテーマをまずは御議論いただくという予定にしております。

私からは、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。

佐藤さん、お願いします。

○佐藤委員 非常に基本的な、しかも多くの委員の方々同じように知りたいと思っておられるのではないかと思いますけれども、運用委員会との関係というのはどのように理解したらよろしいのですか。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 従来の年金部会もそうですけれども、社会保障審議会の部会というのは、厚生労働大臣の諮問機関になります。

GPIFは実施機関として存在しています。その監督機関としては、厚生労働大臣が年金制度全体を管轄する大臣として、このGPIFに関しても最終的には監督責任を持っています。

この監督責任を果たすに当たっての色々御意見などを聞く場として資金運用部会があるという理解でございます。一方、そこから寄託された積立金、あるいは与えられた中期目標に沿って、GPIFのほうは実施機関として運用を行うわけですが、運用実務を行うにあたっての、今で言えば、運用内容に関して審議を行うのが運用委員会ということでございまして、そういう違いでございます。

ですから、資金運用部会にかかわる内容というのは、厚生労働大臣の権限にかかるものでございますし、こちらで御議論があるのは、GPIFが実施機関として行うことに関する議論であると思っておりますので、そこは明確に分かれていると理解しております。

○佐藤委員 基本ポートフォリオの策定のときに、一番フラストレーションのもとになったのは、要するに、与えられた財政検証のいろいろな数値について、フィードバックする機関がないというか、コミュニケーションのチャンネルが社会保障審議会に対して全くないねと。

何かそういう場をつくったらいいかとか、あるいは当時の米澤委員長がお話に行かれるとかそんな話もあったと思うのですが、そういう形でのブリッジの役割では毛頭ないという理解でよろしいのでしょうか。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 毛頭ないというのはちょっと。

○佐藤委員 期待されているものではない。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 もう一度申し上げますと、あるいは冒頭の御議論の中で加藤委員から御助言のあった内容にかかわるかもしれませんが、寄託者たる厚生労働大臣が、目標なりを定めて、この目標の中でやってくださいということをお願いします。そのときに、基本ポートフォリオに関しては目標に沿う形、ですからプラス1.7%なり幾つか要件があったと思いますけれども、それに基づいて基本ポートフォリオを策定するのはこのGPIFということになります。最終的な認可は厚生労働大臣に戻っていくという形です。例えば、プラス1.7%がおかしいではないかというのは、実施機関であるGPIFの話ではなくて、目標を与える側の話になりますので、それは年金部会の財政検証の話であったりだとか、それは中期目標で基本ポートフォリオに関係なく出しています。

基本ポートフォリオを決めるのはGPIFの運用委員会で議論をして決めたものであります。ただ、そこに難しさがああり、先ほど議論があったように、新しい経済前提、全く違うものを入れるのかどうかというような侃々諤々の議論があって、とらざるを得ないよねということによってこうなったということになります。ポートフォリオを変えるために財政検証を変えるというのは、上流と下流が逆転している話であって、難しい話だと思います。そういう前提だということを御理解いただいた上で、ブリッジが必要だということは御指摘のとおりでありまして、例えば、前回の財政検証のときにおきましても、経済前提の部会についてはGPIFにも御参加いただいたりとかという形で、いろいろな形で情報交換をしております。そういう何らかの経済前提をつくるに当たって、専門委員会で議論するにあたっての運用の実務を担っている方々の御意見なり、そういうものは反映していくような仕組みというのは必要だろうと思います。ブリッジというのはそういう形でやりながらということだろうと思っております。

ただ、戻りますけれども、制度を所管する厚生労働大臣の諮問機関である社会保障審議会の立場と、運用の実施機関であるGPIFの中での運用委員会の立場というのは、そういう意味で違うということは御理解いただければと思っております。

○佐藤委員 質問を言い換えると、もとGPIF運用委員の植田和男さんとか、白杵さんもそうだったと伺っていますけれども、そういう方が資金運用部会に入っておられると、GPIFの現場感覚と言うのですか、つまりこういうことだと、こういう意味でのひずみというか、無理というか、そういうものが出てきますよということを伝えてくださる人がいるのかなという期待感も含めてこのメンバーリストを見たのですが、今の御説明だと全然違いますよと、関係ないですよということですね。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 何か誤解を与えたかもしれませんが、各委員は

厚生労働大臣が選任しますから、いろいろなバックグラウンドなり御経験なりを踏まえて。  
○佐藤委員 メンバーのバックグラウンドではなくて、この資金運用部会の性格そのものが違うのですねということで申し上げたのです。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 そういう意味では、運用の中身に何か議論するところではないということです。資金運用部会は制度を議論するところですよ。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

それでは、最後の議題でございます。委員限り8オルタナティブ資産への投資体制について事務局から説明をお願いします。

●水野理事 GPIFは、オルタナティブ資産のファンド・オブ・ファンズのマネジャー、ゲートキーパーの募集を開始しております。

先日、説明会には300名ほどの参加がございました。一方で、前回の運用委員会において、そもそもちゃんとした体制がGPIFにできているのかということについて心配だということでしたので、今、どういう状況かということをお話ししようと思ひまして、数字を用意させていただきました。

3ページ目を見ていただきますと、現在のGPIFの10名のオルタナティブ投資室のメンバーの累積経験年数は138年間に上っております、下に金融機関A、メガバンクB、日本のこの分野では名の知れた金融機関の陣容を比べましても、正直、恵まれた状態でスタートさせていただいていると思っております。

それに加えて、さらに2社のコンサルタント、これは累積すると459年という、これだけの経験のある2社のコンサルタントをさらに加えて運用をしていきますので、実は、このメンバー高橋も私も青貝もそれぞれの金融機関でオルタナを始めたときのメンバーだと思いますが、そのときに比べて相当リソース的には恵まれた環境で今回オルタナの投資はスタートさせていただくということをぜひお伝えしたいということでございます。

○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します。よろしいでしょうか。

それでは、本日はこれまでにしたいと思ひます。事務局から連絡事項等がありましたら、お願いいたします。

●三石審議役 事務連絡の前に、口頭で恐縮でございますが、御報告をさせていただきたいと思ひます。

外国株式の資産管理機関の事務誤りがございまして、第三四半期の運用状況のデータの修正が必要になるということでございます。具体的には、昨日の夕方に連絡がございまして、日本マスタートラスト信託銀行が外国株式の資産管理機関を行っているのですが、そこが外国株式の外国税還付金の処理において誤りがあったという連絡をGPIFのほうにいただきました。結果的には昨年末の段階で、資産残高あるいは収益金額において約2億円過大に評価をしていたということでございます。したがって、第三四半期の運用状況であれば、12月末で例えば収益金額10兆4,973億円ということでございますけれども、ここが

2億円ほど過大に計上されていたということでございます。その原因、それから数字の精査を含めまして今、日本マスタートラスト信託銀行と詰めをやっているところでございますので、また詳細がわかりましたら正式に御報告をさせていただきたいというのと、できるだけ速やかに一般向けにもデータの修正という形で訂正をさせていただきたいというふうに考えております。

きょうは口頭で恐縮でございますけれども、以上でございます。

それでは、事務連絡でございますけれども、回収資料であります。委員限り2-1基本ポートフォリオの定期検証について、委員限り2-2基本ポートフォリオの定期検証について（別紙）、委員限り2-3基本ポートフォリオの定期検証について（グラフ）それから委員限り3 ESG指数について、そして最後に委員限り7 GPIFの株式運用の仕組みにつきましては、ここで回収をさせていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

次回の第118回の運用委員会でございますけれども、6月1日木曜日、また遅い時間で大変恐縮でございますが、17時からこちらの会議室で開催させていただきますので、よろしくをお願いいたします。

○新井委員長 第117回運用委員会は、これで終了いたします。