

第 21 回経営委員会議事概要

1. 日 時：平成 31 年 3 月 29 日（金）14:00～17:10
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席委員等：・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
・高橋理事長

4. 議事概要

【議決事項】

（1）「現行規程の点検プロジェクトの実行（6）」

「制裁規程」「情報セキュリティ管理規程」の制定及び「職員給与規程」「運用リスク管理規程」の改正について、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。

委 員 約 1 年にわたった規程の点検作業が終了した。規程整備という観点からガバナンスの本質にかかわる問題を議論するよい機会だったと思う。監査委員会、理事長を始めとする執行部、経営委員会のメンバーほか関連する方々に御礼を申し上げたい。

執行部 経営委員会で議決いただく 4 月 1 日から施行する規程については、これで全て用意できた。現在、執行部において理事長決定になっている細則及び要綱についても 4 月 1 日に施行できるように準備している。

（2）「平成 31 年度計画（案）について」

平成 31 年度計画（案）について、議決を行い、10 名の全委員の賛成により承認された。

委 員 インデックスデータ等の基盤の構築については、絶対に必要だと考えている。様々なスマートベータや ESG 関連の指数を採用しており、これからも重要な指数の変更が予想されることから、内部でデータの分析をするために基盤を整える必要がある。

委 員 私も大変重要な基盤だと思っており、特に GPIF のスタッフの技術力を向上するためには、個別銘柄ベースの分析をすることが重要なので、基盤をつくって、インデックスをつくれるレベルにまで技術力を上げてほしい。

また、質問になるが、エントリーできる企業の資格に条件はあるのか。

執行部 指数を提案する企業の資格については、まだ明確に規定しているわけではない

が、最初の入り口は広くしたほうが、いろいろなアイデアをもらえると思うので、入り口で厳しいハードルを設けるのではなく、選定の過程で、提案者のガバナンス、指数を継続して算出できるかなどを評価していきたいと考えている。

執行部 アセットマネジャーを選ぶ場合には、公的調達の基準や GPIF が設定した基準があるが、インデックスに関しては、これまで大手しか使っていなかったこともあり、同じようなレベルで審査をしてこなかった。ESG 指数の採用の時から、指数会社のクオリティーやガバナンスも含めてチェックしてきたという流れがある。今後も、指数会社はどのような組織や体制が必要なのかは考えていかなければならないが、まだ業界そのものが発展途上にあり、よりクリエイティブな指数が出てくる可能性もあるので、今回の取り組みを通じてノウハウやアプローチの方法を蓄積していきたい。

委 員 データ基盤は費用がかかるので、効率的にしてほしい。

委 員 インデックス・エントリー制の導入によって期待される効果として、インデックスの目利き力向上、ベータ多様化・適正化による運用高度化が挙げられているが、これも手段であって、GPIF として何のためにこのインデックス・エントリー制が必要なのかという観点が欠落していると思う。費用もかかるので、これによって目指した効果が実現できたのか、できていないのかをきちんと報告してほしい。

前回の予算の審議でも発言したが、予算計画の中に過去に実施した施策の結果の説明がないので、目指しているものを明確にして、それができたのか、できていないのかを報告して、きちんと PDCA が回る仕掛けにしてほしい。

委 員 PDCA については、CA の部分が特に重要だが、一般的には PD で回っているケースが多いので、施策の効果の評価についてタイムリーに報告して、次へ進むという工夫を考えてほしい。

委 員 世界銀行グループによるグリーンボンド等の発行の件であるが、GPIF は運用会社に特定発行体の購入指示を行わない、購入の最終決定はマネジャーの独自判断であり、投資一任であることを明確にしていると思うが、GPIF の運用委託先である運用会社に提案するとなると、事実上、GPIF が購入を推奨しているのと同じような効果を持つと誤解されないか。

執行部 世界銀行グループの IBRD と IFC は GPIF の運用会社に提案をしているとプレスリリースに記載しており、提案しているのは GPIF ではないが、書きぶりで意見があれば教えていただきたい。

委 員 理事長コメントの中に、GPIF がグリーンボンド等への投資を、債券運用における ESG インテグレーションの手法の一つと考えているとあるが、PRI のフレームワークをそのまま GPIF として採用すると決まったのか。

執行部 GPIF は PRI に署名しているので、PRI の定義に基づき ESG インテグレーションを進めていくというのは、債券だけではなく、全ての資産でも同じである。

PRI の ESG インテグレーションが、ESG に関する情報を分析して、それを投資に

活用するということであり、グリーンボンドは ESG の情報を内包したボンドなので、当然グリーンボンドへの投資は ESG のインテグレーションに当たると認識しており、疑問に思っ議論していない。

委 員 新たな取り組みを開始するというのはどう理解すればよいか。

執行部 新たな取り組みは運用会社の投資機会へのアクセスの流れをつくりましたということだけである。

委 員 世界銀行に配慮するのはなぜか。プレスリリースの原案では、全体の文脈がグリーンボンドを推奨しているように見える。誤解を与えないように文案を工夫すべきではないか。

委 員 世界銀行はプレスリリースするが、GPIF は聞かれれば必要なことを答えるという対応もあり得るのではないか。

執行部 GPIF の透明性の観点からもプレスリリースするべきだと思っている。世界銀行は彼らのニュアンスでプレスリリースするので、GPIF は日本のステークホルダーに向けて、自分たちの言葉でもって説明することが必要だと思う。

理事長 ESG の分野において債券の共同研究をするときも、世界銀行と GPIF で一緒にプレスリリースしてきた。それが研究段階であり、今回、実践段階の一つとして、こういう仕組みで債券を発行してもらった。

また、以前からオルタナティブの分野でも PE について IFC と共同投資を実施しており、GPIF としても、いろいろなオルタナティブの投資経験や人脈を持つ世界銀行グループと引き続き共同して取り組んでいきたいと思っているし、世界銀行グループとしても、世界最大の年金投資家である GPIF と取り組んでいることは彼らのメリットになるという、長期的な関係の中でプレスリリースをしていきたいと考えている。

委 員 投資一任については法律が関係するので厚生労働省の解釈を教えてください。

厚生労働省 大変厳しい運用環境下でいろいろな研究を進めて、収益を確保しようと、さまざまな取り組みをしていることは、本当に大切なことである。本件については、債券の発行体が、GPIF の運用委託先にこういうものがあると情報提供や営業活動を行うこと、運用委託先自身の判断で運用資産に債券を組み入れること自体は、法の枠組みに照らして抵触するものではないと思っている。

ただし、これまで GPIF の資金をめぐるいろいろな議論があり、例えば直近ではアメリカのインフラ投資という報道があったが、他事考慮をしない、運用は一任をしているので、GPIF はそういうことはしていないと説明してきた観点からすると、川上と川下のところで話ができていて、特定のプロジェクトに対しての資金提供と理解されるのではないかという懸念を世の中から持たれないような形で運用が進められてほしいし、そういう観点から議論してほしい。

委 員 今回のグリーンボンドは利益を追求する企業が直接発行するものではなく、世界銀行が透明性を持って投資をすることを決めたもののために発行する債券であり、他事考慮ということが全く理解できない。

もう一つは、これまで世界銀行と共同研究をしてきて、その結果こういう提案があり、投資一任先の運用会社に一任をして、世界銀行とのスキームに GPIF の資金が運用できるようになったと記載すればよいのでないか。特定のインフラ企業が受注したプロジェクトファイナンスとして発行したスキームに参加するものではないことをはっきりさせたほうがいいと思う。

委員 厚労省からも発言があったように、私もこのスキーム自体は枠組みを外れていとは思わないので、表現の問題だと思う。世界銀行のためではなく運用会社のためにやっていることであり、発行会社は引き受けに何の苦勞もしておらず、むしろ不足しているものを紹介しているということを入れてはどうか。

委員 さまざまな意見があったが、あとは理事長に一任するので、今の意見を踏まえて、できる限りの工夫をしてほしい。

【審議事項】

「元号改正に伴う関係規程の整備等」

質疑等はなかった。

【報告事項】

(1) 「次期基本ポートフォリオの策定について (3)」

厚生労働省及び委員から報告があった。

(2) 「2018 年スチュワードシップ活動報告」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 パッシブのエンゲージメント活動については、運用報酬との関係でコストを余りかけずにエンゲージメント活動をするという制約が出てくる。例えば AI を活用して議決権行使するときも来ると思うが、その際にフラッシュ・クラッシュのようなことが起きないかと懸念している。共同エンゲージメントについても同じかもしれないが、みんな同じ AI のソフトを使っていて、ある会社の株主総会で一斉に同じ形で議決権行使が行われて、会社の提案が全部否決されるようなことが起こりかねないので、どういう弊害が起こるか想像力を働かせながら、適切なスピードで進めてほしい。

執行部 新しいパッシブのビジネスモデルとして採用した、KPI を設定してよりエンゲージメントを強化するパッシブマネジャーについては、スチュワードシップの対価としてフィーを引き上げたが、これはポートフォリオマネジメントとしてのパッシブはすぐに機械化できるような付加価値しかないが、エンゲージメントやスチュワードシップの付加価値はきちんと評価するということである。委員の発言のようなパッシブはフィーが少ないのでエンゲージメントには限界があるというビジネスモデルから、パッシブでフィーを得ようとすればエンゲージメントを頑張

らないといけないというビジネスモデルにこの業界は変革していく可能性があると考えている。

AI について、議決権行使やエンゲージメントのような意見が分かれるものを1つのモデルで実施するのは確かにリスクがあると思うが、実際はAI も人間と同じで、AI ごとによって導き出す答えが違うということが様々な研究から明らかになってきている。私たちの考えていた以上にポテンシャルもあるがリスクもあると思っているので、運用会社の投資行動をどうやってモニターするかというところから始めていきたいと思っている。

委員 パッシブのビジネスモデルについてはなかなか難しいと思う。パッシブでエンゲージメントするとすると、結局選択的エンゲージメントになる。エンゲージメントファンドを採用して、残りはパッシブにすればいいということになれば、パッシブのビジネスモデルというよりは、エンゲージメントファンドとパッシブを組み合わせただけにならないか。

もう一つは、投資原則の4番にスチュワードシップ責任があり、ESG を考慮した取り組みを通じて、中長期的な投資収益の拡大を図ると書かれている。これはまさに ESG 投資を正当化する理念だが、どのくらい自明なのか。ESG を考慮した取り組みによって中長期的に投資収益が拡大するのかということについては、疑問を持っている人たちもいる。中長期なのでなかなか証明ができないが、それを正当化するロジックをつくっておかないといけない。私はこの投資原則でいいと思っているが、ぜひ研究して理念として適正だと言えるようにしてほしい。

執行部 GPIF の約9割はパッシブなので、もっと責任を持って議決権を行使してもらわなければ困るというところから始まって、パッシブにエンゲージメントや議決権行使の開示を求めてきた。スチュワードシップ・コードや GPIF の原則、ESG への取り組みをきっかけに、パッシブがよりアクティブと同じようなエンゲージメントを始めて、一方で、アクティブも以前より顧客であるアセットオーナーから積極的にエンゲージメントをやってほしいというプレッシャーがあり、よりエンゲージメントファンドに近づいていくという、業界の地殻変動が起こっていると思っている。

委員から発言のあった選択的なエンゲージメントをせざるを得ないという点についてもそうとは限らないと思っていて、全ての銘柄をエンゲージメントするというパッシブが出てきても不思議ではないし、逆にコストを下げてエンゲージメントは一切しないというパッシブも出てくる可能性がある。パッシブのビジネスモデルが変革を求められていて、全ての運用会社がどうすべきかを考えているのだろうと思うが、多くの運用会社は今後アクティブに株主としての責任を果たしていくという方向を向いていると感じている。

2つ目の質問については、近いうちに ESG の議論をする予定があるので、そのときに議論させていただきたい。

理事長 投資原則の4番目の ESG については、投資収益の拡大を図っており、図

る＝トライしていればそれでいいのではないかならないので、毎年、ESG レポートできちんと検証して、その次の年もトライできるか、結果を報告したい。

また、環境指数を選定した時にも議論いただいたが、ベンチマークとリスク・リターンが同じであれば、例えばカーボン・エミッションがより少ないインデックスへの投資を続けていいのか、などについては、データをもとに毎年議論させていただきながら、これから先どうやっていくかについても併せて議論いただきたい。

(3)「業務監査報告（随時）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 監査委員会は、調達契約について業務監査を実施して、意見書を取りまとめて理事長に手渡したので、その要旨を報告する。

意見は3点あって、1点目は、調達契約にかかわる責任分担を明確にした業務フローを明文の内規にしていきたいこと。

2点目は、それ以外の業務についてもチェックして、似たような処理をしていただきたいこと。

3点目は、内部統制委員会を開いていただき、各部門で今、言ったようなことを議論していただきたいこと。

ただし、この3点目については、既に内部統制委員会が開かれて、執行部で手続きが進められていると認識している。

執行部 執行部の対応について若干補足したい。調達契約にかかわる責任分担について明文の内規をとる意見ではあるが、さまざまな契約手続がある中で、すべからく規定化をすることは難しく、新たな業務が発生したり、変わったりして、規定がない業務が生じたときに、却って責任が不明確になってしまう問題もある。

今回、明文化という意味では、執行部内の委員会が決めた重要事項については、その重要事項の所管部署が理事長の実施決裁をとり、委員会の事務局が実施決裁が完了しているかをダブルチェックする体制を明文化した。

さらには、特定の調達契約に関して、所管部署を改めて明確化するとともに、所管部署が不明確な事案がないかどうかとも内部統制委員会で議論を行った。

委員 所管元が契約の提案をするのはわかるが、発注と検収と支払いは、普通は三権分立をして別部署が行うものと思う。

執行部 実際に契約を結ぶのは経理が一括して行うが、調達あるいは解約をする意思決定は、所管部署が最終的に理事長までの実施決裁で行っている。

委員 支払いと契約行為を経理が行うというのはあり得ないのではないかな。

委員 契約の締結行為は、理事長に決裁を受けて、その決裁を前提に経理が行う整理になっているのはどこの独法も同じではないかな。

理事長 監査委員会の意見を踏まえて内部統制委員会で伝えたことであるが、明文化し

たら終わりではなく、仕事上の役割分担や仕組みの抜本的な改革等も含めて、不断に改善を行いたいと考えている。

当然のことながら、監査委員会の意見のとおり当面の対応を行ったとしても、抜本的には、それぞれの業務フロー図をつくって、何か仕組みとしておかしいところがないか確認するなど、これを一つの契機として、業務リスクの管理の改善にも努めたい。

委員 とりあえずの対応と抜本対応は、組織の体質も考えて理事長が考えるとのことなので、また改めて議論させていただきたい。

（４）「経営委員会の新たな運営について」

質疑等の概要は以下のとおりである。

執行部 ESG について先ほど委員から投資原則の解釈についてどう考えるかという問題提起があったが、他にもこういう論点を議論したいというものがあれば教えてほしい。

委員 以前委員から発言があったが、例えば仮に GPIF がインデックスをつくるとすると、インデックスとはいえ個別企業を選定して組み込むので、個別銘柄の選定にあたらないのかなど個別の問題の中で議論を整理していったほうがわかりやすいと思う。

執行部 新しく GPIF で独自に指数をつくったときに、例えば特定の業界を除くなど、そのつくり方によっては投資一任に抵触するおそれがあるかもしれない。

委員 それはインデックスを選ぶときも同じで、例えばある一銘柄だけを外したインデックスを選んだときに、それはどうなのかという議論はあるので、何らかのルール化は必要だと思う。

委員 中長期的な投資収支はわからないが、ESG 投資を進めるということに対しては、きちんとこういうことから進めるのだという合意形成をしておく必要がある。

委員 人によっては自明なことかもしれないけれども、特に新しい案件、取り決める場合には、経営委員会としてそれが中長期的に見た被保険者の利益につながるということの確認をする必要がある。

執行部 ESG の議論は、どうしても価値判断を含むので、海外のアセットオーナーでも、ボードの中で意見が分かれることがしばしばある。意見が分かれたときに、名前が書かれていれば異なった意見の人もいるとわかるが、今の議事要旨はすべて経営委員になっているので、反対意見と賛成意見を同じ人が言っているようにも読めてしまうので、個人名を出すのに抵抗感があるなら、例えば「経営委員 A」にするなども考えたほうがいいのか。

委員 投資原則の 4 で言われていることは、少なくともアカデミックな研究の中では、決定的な証拠が出ていないと考えている。いろいろなファクターをコントロールしないで、実証研究をして、プラスになっているという論文は数多くあるが、本

当に ESG のファクターなのか、それ以外のファクターが効いているのかは十分に検証されていないものが多い。

個人的には、ESG は社会理念としては必要なことなので、パフォーマンスにマイナスに効くようなことがあれば問題だが、パフォーマンスに悪影響を与えない範囲で行うことはよいのではないかと考えている。

委員 経営委員会として中期目標に反映すべき主要施策に関する GPIF としての考え方を整理して、厚生労働省にインプットするということを提案したい。

委員 委員の提案については、ぜひそうしてほしいと思う。その中で一番キーになるのが運用目標だと思う。

委員 年金財政における経済前提専門委員会の議論に今は GPIF の意見が反映されないが、反映されるようにシステムをどうするかということになる。

委員 そのシステムについては、手探りだが問題提起する必要がある。施策については、今回の 5 年の中期計画について整理して、経営委員会としてインプットすればいいと思う。

委員 資金運用部会で審議するときに、例えば GPIF が参考人として呼ばれて実情を踏まえた要望などいろいろな意見を述べる機会はあるのか。審議会であれば、有識者や当事者、利害関係者などいろいろな人の意見を聞いて、それが審議会での結論に影響するということはあるのではないかと。

厚生労働省 例えば独立行政法人の業務の評価に関する審議をする際には、社会保障審議会資金運用部会においても GPIF から自己評価を説明するなど、案件によって GPIF に参加していただくことはあると思う。ただし、運用目標については、年金財政上の将来見通し、財政検証を踏まえて設定され、厚生労働省において検討するものであり、その際に GPIF の立場からの関与は難しいのではないかと考えている。

委員 例えば年金積立金の管理運用に関し遵守すべき事項の中で、市場及び民間の活動への影響に対する配慮という項目があるがよくわからない。エンゲージメントは、基本的には企業経営に影響を与えることを目的としているが、一方で企業経営に対して過度に影響を及ぼさないとされている。整理して、わかりやすくしないと、中期目標を見ても何を言っているかわからない。

経営委員会として中期目標に反映すべき主要施策について意見をまとめて、中期目標の策定のプロセスの中で適宜インプットしたい。部会に出て陳述することもあり得るし、インフォーマルに文書の形で渡すということもあり得るし、話をすることもあり得るが、何らかのチャンネルでインプットできればありがたい。

厚生労働省 法律の枠組みが変わって初めての計画と目標の設定になるので、よく相談させていただきたい。

委員 普通の民間企業であれば、目標がどういう手段で届くのか、手段だけではなくて経済前提が変われば届くのか、届かないのかを、目標を付与する側と付与される側で議論して、それに基づいて目標が設定される。独立行政法人は普通の民間

企業の運営のいいところをとり入れるためにできたにもかかわらず、議論をせずに目標が設定されるのはいかなものか。

委員 現実的には委員長が例えば年金局長とのパイプとして、どういう手法があるのかなどを詰めてほしい。

社会保障審議会で決まったものを、ここが運営するというのが現状の仕組みである。厚労省から発言があったように、ガバナンス改革が行われて初めての中期計画なので、取り入れる、取り入れないは別にしても、経営委員会でオーソライズされたものを紙で持っていくのか、議論する場にヒアリングとして出ていくのか、具体的に詰めていかないと言いつ放しでいても仕方がない。

委員 経営委員会の意見を中期目標策定プロセスの中に乗せていきたいと思う。

委員 そういう延長線上で言えば、専門家の方々にいろいろと議論されているのだと思うが、経済前提などでもヒアリングに呼ばれてもいいぐらいである。

委員 中期目標に反映すべき主要施策について意見をまとめて、中期目標の策定のプロセスのどこかでインプットすることについては、理事長とも相談し、年金局長の話も聞いて、何をどうすればいいのかについて、また報告したい。

【その他事項】

議事録の作成及び議事概要の公表（2月15日開催分）について承認を得た。

以上