

第21回経営委員会議事録

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

- 1 開会
- 2 議決事項
 - (1) 現行規程の点検プロジェクトの実行 (10)
 - (2) 平成31年度計画 (案) について
- 3 審議事項
元号改正に伴う関係規程の整備等
- 4 報告事項
 - (1) 次期基本ポートフォリオの策定について (3)
 - (2) 2018年スチュワードシップ活動報告
 - (3) 業務監査報告 (随時)
 - (4) 経営委員会の新たな運営について
- 5 その他事項
- 6 閉会

○平野委員長 これより、第21回「経営委員会」を開会いたします。

最初に、議決事項でございます。議決事項 (1) 「現行規程の点検プロジェクトの実行 (10)」につきまして、執行部から説明をお願いします。

●佐藤企画課長 それでは、お手元のiPadのファイルのファイル番号02、議決事項 (1) 「現行規程の点検プロジェクト (10)」をお開きください。

資料は2ページしかありませんので、早速中身のほうだけ御説明を申し上げます。2分の2になります。

これまで経営委員会でさまざま御議論を頂戴しました規程の関係でございますけれども、経営委員会で整理いただきましたとおり条文に落として、今回、議決をお願いしたいとい

うものでございます。規程の内容が4本ございます。左側に規程名を書いてありますけれども、最初の制裁規程につきましては、この間、るる御議論を頂戴いたしました。が、制定権者の変更にあわせまして、制裁区分の類型の見直し、戒告以上を「懲戒」・訓告以下は「監督上の措置」とするとか、あるいは「嚴重注意」を追加するとか、職員の制裁手続は就業規則に定めるところによる旨を規定するとか、公表基準を規定するとか、これまでの議論を踏まえた形での新しい制定となります。

続きまして、2番目の職員給与規程でございますけれども、これは制裁規程の改正に伴うはね改正でございます。1月に既に議決いただきました規程の一部改正ということになります。

3番目の情報セキュリティ管理規程は新規でございますけれども、これも前回に御説明いたしました。が、既に昨年12月に一度議論いただいた規程から、政府のほうの統一基準で文言の改正がありましたので、それを踏まえた形で今回、その文言改正を取り込んだ形で新しく整備をする。これは新規の制定になります。

最後に運用リスク管理規程で、これは来年度の年度計画で、短期国内債券と短期資産を合算して乖離許容幅を管理しているということに伴う文言整理でございます。これは一度議決いただいた規程を改正するというものでございまして、新規の制定と改正の両方がございますけれども、合計で4本の議決をお願いしたいと思っております。条文は別途つけておりますけれども、説明のほうは割愛させていただきます。

事務局からの説明は以上でございます。

○平野委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がございましたら、どうぞよろしくお願いたします。

ないようですので、それでは、議決に移りたいと思います。

GPIF法第5条の6第2項の規定に基づき、議決事項（1）「現行規程の点検プロジェクトの実行（10）」に記載の規程につきまして、議決をとりたいと思います。

内容が関連しておりますので、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きまして、まとめて議決をとりたいと思いますが、異議のある方はいらっしゃいますでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、まとめて議決をとりまします。

議決の手続について御説明します。議決に当たっては、委員長を含め各委員は賛成、反対、棄権のいずれかの意思表示をしていただきます。賛成または反対のいずれにも挙手されなかった場合は棄権とします。棄権は出席委員数に含めた上、可否の否として扱います。また、意思表示をせず退席される場合は、出席委員数には算入しないことといたします。退席される方はいらっしゃらないということによろしゅうございませうか。

それでは、議決の手続に入ります。原案について特段の修正意見はございませんでしたので、原案について議決をとりたいと思います。

本案の承認に賛成の方は挙手を願います。

(賛成者挙手)

○平野委員長 ありがとうございます。

本案の承認に反対の方は挙手を願います。

(反対者挙手)

○平野委員長 ありがとうございます。

それでは、議決結果につきまして、経営委員会事務局から報告をお願いします。

●辻経営委員会事務局長 ただいまの議決事項(1)の議決結果について報告いたします。

10名の全委員が賛成でございます。

○平野委員長 全員賛成ということでございますので、本案につきましては、原案のとおり当委員会として承認することに決まりました。ありがとうございます。

これで約1年にわたった規程の点検作業が終了することになります。

私自身は、規程整備というアングルからガバナンスの本質にかかわる問題が議論できたかなと、議論するよい機会であったかなと思っております。監査委員会の皆様、理事長ほか執行部の皆様、経営委員会のメンバーの皆様、関連する方々全てにこの場をかりまして御礼申し上げたいと思います。ありがとうございました。

●三石理事 執行部から一言だけ、今、委員長からお話ございましたように、1年にわたりまして皆様方の御指導を受けながら、規程の見直しをさせていただきました。

経営委員会で議決していただく規程につきましては、これで全て御用意いただいたわけですが、あわせて理事長決定になっておりますさまざまな細則あるいは要綱のレベルにつきましても、現在、企画課、総務課を中心に準備をしているところでありまして、こちらのほうも規程と同じ4月1日に施行できるように執行部内で準備を進めているところでございます。

そういう意味では、御指導をいただき、ありがとうございました。

○平野委員長 ありがとうございました。

それでは、次の議題に移りたいと思います。平成31年度計画でございます。議決事項(2)「平成31年度計画(案)について」を、執行部から説明をお願いします。

●佐藤企画課長 それでは、ファイル05、議決事項(2)「平成31年度計画(案)について」をお開きください。

こちらでございますけれども、前回の経営委員会で御議論いただきました点からの修正点を御説明申し上げます。主な修正点は2カ所でございます。ファイルの後ろにページがたくさんついていますが、新旧ベースで見ていただいたほうがわかりやすいと思いますが、まず、1カ所目は55分の29ページでございます。

左側に年度計画という欄で、30年度と31年度を対比している箇所がございますけれども、31年度計画で言うところの⑥です。「伝統的資産については」というところで、一文が終わりまして、「また」以下で黄色のハイライトと青いハイライトがございます。前回の経営委員会での議論を踏まえた修正点が青いハイライトの部分になっております。「また、市場

環境やキャッシュアウトの見通しを踏まえ、国内債券運用の在り方について、引き続き検討を行う」と書いてございます。

前回、代替手法のあり方について検討するといった趣旨の文言を書いてございましたけれども、そこまでは書く必要がないのではないかといいことで、経営委員会として御議論を頂戴いたしましたので、その部分を落とした形で「国内債券運用の在り方について、引き続き検討を行う」という文章にとどめているのが修正点の1点目でございます。

修正点の2点目でございますが、2ページおめくりいただきまして、55分の31でございます。株式運用における考慮事項というところで、スチュワードシップ責任のことを書いている部分でございますけれども、30年度計画に書いてあって、31年度計画から落としたものでございます。青い注の部分を31年度は落とすということでございます。これはスチュワードシップ責任の部分で、債券なのか、株なのかいろいろな、GPIFでは全資産に拡大しているわけでございますけれども、この注があることによって、ややミスリードするようなことがないかという話があり、結果的にこの注を落とせば誰もがわかりやすくいいのではないかと。こういった御議論がありましたので、ここの注の部分の落とした形で31年度計画を案という形で作業しているというものでございます。

年度計画の変更部分については、以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がありましたら、どうぞよろしくお願いたします。よろしゅうございますか。

次に、インデックスのほうの説明に移りたいと思います。

前回、予算の説明時におきまして、インデックスデータ等活用基盤の構築について御質問等がございましたが、こちらにつきまして、執行部から説明をお願いいたします。

●塩村投資戦略部企画役 資料07をお開きください。「インデックス・エンتری制(仮称)導入と必要な対応について」という資料になります。

年度計画のほうでも、インデックス・エンتریという言葉を書かせていただいておりますけれども、簡単に御説明いたしますと、伝統4資産とオルタナティブ資産につきましてはマネジャー・エンتری制度を導入済みであります。現状、株式のパッシブ運用機関の評価においては、指数に基づく運用能力とか、スチュワードシップ活動の評価を行っています。その結果によって選定を行っておりますが、指数そのものの提案を受け付ける仕組みはございません。足元は必要に応じて公募を行って指数の提案を受け付けることはありますけれども、よりさまざまな指数の情報収集を迅速に行い、柔軟に指数の選定を行うことを目的として、仮称ですが、インデックス・エンتری制を導入したいと考えております。

導入に当たり必要となる対応が次の3ページに書いてありますが、現状のマネジャー・エンتری制におきましては、外部のコンサルタントを使いまして、そちらのプラットフォームにファンド情報を登録いただくという形になっております。インデックス・エン

リーにおいては、既存のプラットフォームを使えない状況にありますので、違う手段をとる必要があるわけですが、インデックスのデータについては、定量情報が中心ということもありますので、内部でインフラの整備を行うことによって、インデックスの提案の受け付け、情報整理、分析を内製化（インハウス化）したいと考えております。

そのために必要となるのがデータ基盤の整備になりますけれども、次の4ページにイメージ図を入れております。このようにいろいろな指数会社等から提案を常時受け付けまして、そのデータを蓄積して、株価データとか業績、経済データ等とあわせて分析を行うということになります。その中で、特に重要なこととしましては、指数の提案のバックテストですね。実際に提案された指数がどのようなパフォーマンスを残しているのかというテストがこれによりできるようになるということは非常に大きなことだと考えておりまして、今回、年度計画及び予算のほうで計上させていただいたという形になります。

説明は、私のほうは以上になります。

○平野委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問があったらよろしくお願いたします。

どうぞ。

○新井委員長代理 インデックスデータ等の基盤の構築ということなのですが、私は、これは絶対に必要だろうと考えております。理由としては、さまざまなスマートベータとかESG関連の指数もございまして、昨今話題に関して言えば、どうなるかわかりませんが、東証一部の上場規程の変更があるかもしれないということで、TOPIXがどうなるかなどということもあります。さまざまな形で、インハウスのベースでさまざまなデータの分析をする基盤を整える必要があると思いますので、こうした活用基盤の構築については賛成いたします。

○平野委員長 ほかにいかがですか。

どうぞ。

○加藤委員 私もコメントと1つ質問です。

コメントは今、新井委員長代理からもありましたけれども、大変重要な基盤だと思っています。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とても重要です。そうするとGPIFではインデックスを分析ということが、ある意味で言うと唯一の方法かもしれないということで、ぜひ基盤をつくっていただいて、インデックスをつくれるレベルにまで技術力を上げていただきたいと思います。

質問なのですが、エントリーできる企業の資格は何かありますか。

●塩村投資戦略部企画役 企業というのは、指数を提案する会社ということですね。

資格自体はまだ明確に規定はしておりませんが、すごく高いハードルは設けないようにして、その後に、選定の過程で当然企業、提案者のガバナンスとか、指数を継続して算出できるかとか、そういうところは評価していこうと思っておりますが、最初の入り口はかなり広目にしたほうが、いろいろなアイデアをいただけるでしょうから、それほど厳

しいハードルは設けないことを考えています。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 遅くなりました。失礼いたしました。

今の加藤委員の御質問についてですけれども、アセットマネジャーとかを選ぶ場合には、公的調達基準と私たちが設定した最低このぐらいのレベルの組織でないといけないという基準があるのですが、実は、インデックスに関しては、今までは、いわゆる超大手しか使っていなかったということもあり、同じようなレベルで審査をしてこなかった。ESG指数の採用から、指数会社のクオリティやガバナンスとかも含めてチェックしましょうという流れがあるということを考えますと、今後も、指数会社はどのような組織や体制がGPIFの相手として必要なのかということは考えていかなければいけないと思っていますのですが、加藤委員はもともとそれを考えて質問されているのではないかと思いますので、塩村が回答しましたように、もっとクリエイティブな指数とか、あるいはAIを使った指数会社が出てきたとしたら、何十分の1のコストで済む可能性もあり、まだ業界そのものが発展途上にあると思いますので、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と思っています。

○加藤委員 実は私が言いたかったのは、既存の大手の指数会社だけに制約をするということはないほうがいいのではないかと思いますので、なるべく広く、運用会社という選択肢もあるかもしれないと思うのです。

●塩村投資戦略部企画役 選定の段階では、また必要になるガバナンスとか体制はあると思いますけれども、提案の段階では、極力広く受け付けようと思っています。

○加藤委員 わかりました。

○平野委員長 ほかにございますか。

○堀江委員 1点よろしいですか。

この手のデータ基盤はやり出すとすごくお金がかかるので、ぜひその辺は効率的にお願いします。

○平野委員長 どうぞ。

○中村委員 インデックス・エントリー制を導入する背景などが書いてありますが、何をする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います。6分の4の絵に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ということが書いてありますが、これもある程度、手段の話であって、GPIFとして目指すもの、これを実現するのだというものがないといけないのではないかと。私が申し上げたいのは、この投資をしてシステムをつくる、お金も当然かかるので、これをやったことによって目指した効果が実現できたのか、できていないのかというところまできちんと報告してほしい。

この前の予算のときにも申し上げましたが、31年度の予算計画の中に過去に実施した施策の結果このようになりましたという説明がないので、常にゼロクリアになって予算を積

み上げているのと一緒になっている。これもお金がかかるのだらうと思いますが、どうい
う効果があるからやるのだという、目指しているものを明確にさせていただいて、それがき
ちんとできたか、できないかをその後で報告していただきたい。これはここでなくても、
監査委員会でやっていただいてもいいですけども、きちんとPDCAが回る仕掛けにしてい
ただきたいと思います。

○平野委員長 PDCAについては、CAの部分が特に重要で、チェックとアクションのところ、
一般的には、PD、PDで回っているケースが結構多いですけどもね。おっしゃっているこ
とはそういうことだと思いますので、施策の効果の評価についてはタイムリーに報告をし
ていただいて、次へ進むというような工夫をぜひ考えていただきたいと思います。

ほかにございますか。

それでは、水野理事が来られましたので、グリーンボンドの件につきまして御報告があ
るようです。

●水野理事 「グリーンボンド等に関する世界銀行グループとの取り組み」というファイ
ルをあけていただきたいのですが、前回も世界銀行と取り組みをさせていただいたとき
には、経営委員会の方に事前に報告させていただきました。世界銀行のネームバリューもあ
り、業界紙だけではなく一般のメディアにも取り上げられる可能性が通常のアセットマネ
ジャーとの取引と比べて高いということもありますので、事前に経営委員会の方々にお伝
えしておいたほうがいいかなということ。もう一つは、GPIFのESGの全体の戦略の中で、債
券部門に関するESGのインテグレーションということが年度計画のテーマの1つにもなっ
ておりますので、その両面から、今回、御説明をさせていただこうと思います。

以前からGPIFのESGインテグレーションの定義を明確にしてほしいという話をずっと運
用会社から聞いておまして、それはPRIが出しているESGインテグレーションの定義と同
じである、つまり、ESGを投資の分析と意思決定に使いますというものをそのまま私たちも
使うことを運用会社と確認して、ESGのインテグレーションの具体的な手法として、グリー
ンボンドやソーシャルボンドへの投資があるのではないかということでしたので、それは
私たちもそういうもののだとして認めるというやりとりをしてきました。

ただし、残念ながら、グリーンボンドはほとんど売り出したら瞬間蒸発という状態であ
り、グリーンボンドを買いたいという人のほうが、売っている人よりも多いという状態
ですので、買おうと思ってもマーケットが今はありませんということも運用会社から聞いて
おりました。

偶然と言えば偶然なのですが、昨年以降GPIFと世銀グループの間で、債券におけるESG
の活用を議論してきたことは御存じだと思いますが、その発展系の議論をしていく中で、
そういう運用会社のニーズもあったものですから、それが意味でマッチして、世界銀
行グループ、具体的にはIBRDとIFCがグリーンボンド、ソーシャルボンドを出す場合に、GPIF
のマネジャーに対して私募で紹介するというのを、向こうから提案を受けて、私どもは
それを運用会社に伝えたところ、ぜひやりたいということでしたので、今回、このような

合意に至ったということでもあります。

世銀からしてみると、世銀のグリーンボンドは簡単に売れるので、これをやる必要はないのですが、ESGで世界的にGPIFの活動が期待されているというところもあって、そういう期待も込めて、後ろのスキーム図に書いてありますけれども、世界銀行はGPIFの運用会社に直接私募で、公募の前に紹介してくれるということになりました。あくまで投資一任の話でありますので、GPIFのやることはそこまででして、あとは運用会社が自分で買うなり買わないなりを決める。

実際にヒアリングをしても、すぐにも買う、ちょっとでもたくさん欲しいというところと、今は要らないというところで、意見は分かれているようでした。そういう意味では、一任性が保たれているといえますか、私は全員欲しいと言って取り合いになるのではないかと思ったのですが、マーケットの金利とかのタイミングを考えている人もいますけれども、うまくニーズとアペタイトが実際は分かれているということです。

GPIFがわざわざプレスリリースをしなくてもいいのではないかという意見もあると思うのですが、普通に売れるボンドをあえてGPIFのアセットマネジャーでやってくれているわけですから、世銀からしてみると、GPIFと一緒にこうやって活動しているということを表に出さないと、世銀側にメリットがないので、私たちも彼らの要請に応じて、こういう最低限のリリースは出そうと思っていますので、事前にどこかから聞かれる前にお伝えしようという趣旨で、きょう皆さんに御説明させていただきました。

○平野委員長 ありがとうございます。

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

○堀江委員 委員長、よろしいですか。

1つ質問があります。3月の投資委員会で、今、水野さんがおっしゃったように、2つの機関からレターを出すのだが、書きぶりを慎重に考え、GPIFは運用会社に特定発行体の購入指示を行わないと記述し、購入の最終決定はマネジャーの独自判断だと記述し、投資一任契約の下で実行することを明確にしていると思います。先ほど水野さんが御説明されましたが、ここにGPIFが運用を委託する、運用会社に提案するという書き方をすると、事実上、購入をGPIFが推奨しているのと同じ効果を持つことになり、一任の個別指図を禁止することに抵触する可能性があるのではないかと思うのですが、その辺はどうなのでしょう。

●水野理事 このプレスリリースはそれを意識した言葉になっているのですが、書きぶりで御意見があればまた教えていただければと思うのですが、世界銀行グループのIBRDと国際金融公社（IFC）は、GPIFが運用を委託する運用会社に提案しますということですので、提案しているのはGPIFではない。世銀とIFCが私どもの運用会社に提案をしているというところで、これは注意深く書いてあります。

○堀江委員 とはいっても、運用評価の中に、ESGが定性評価の中に入っています。そうす

ると、進捗を書いたとしても、実質的に、この記述は購入してくださいと言っているのとはほぼ同義だとみなされかねないのではないのでしょうか。これをリリースする、レターを出すことは全然問題ないと思いますが、何故この内容でリリースするのか。そういう誤解を与えることをなぜするのかということがよくわからないのです。

●水野理事 リリースは世銀のニーズです。世銀からしてみたら、簡単に売れるものを、手間をかけて、GPIFの運用会社に提案してくれているので、彼らからしてみたらパブリシティーしないとメリットはなく、世銀側の要望であります。

これは出し方のことをおっしゃっていると思うのですが、先ほど申し上げたとおり、実際に今回、世銀とIFCが、GPIFの運用会社に声をかけたところ、購入金額もみんなばらばらであり、きちんと皆さんそれぞれ自分たちの判断で買う、買わないを決めているので、GPIFが買えと言って全員が買うというような指示はしていないということが実際に証明されているのだと思うのです。出し方として、この文章はもうちょっと書きかえたほうが良いという提案があれば、それはぜひ教えていただきたいのですが、このプレスを出すことそのものは、繰り返しになりますが、世銀側の要望ですが、逆に言うと、私どもはこのぐらいしかしてあげられることはないと思っています。

○平野委員長 いかがですか。

○堀江委員 もう一点、先ほど水野さんから御説明がありましたが、高橋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ます」とあります。これは先ほどの説明のようにPRIのフレームワークをそのままGPIFとして採用することをもうお決めになったのでしょうか。株式については議論があったと思いますが、債券のESGの評価について投資委員会で議論をされたことありませんし、それがあたかも既成事実のように書かれているというのも、ちょっと誤解を与えるのではないかと思います。いかがでしょうか。

●水野理事 まず、GPIFはPRIに署名しており、ESGに関しては基本的に全資産で展開します。今回、年度計画の一部として、ことしは明確に債券についてもESGのインテグレーションについて進めていきたいと思いますのが、GPIFとしては、ESGインテグレーションはPRIの定義を使ってやりますということは、債券のために決めたことではなくて、全資産で同じことを申し上げるというつもりで考えています。

グリーンボンドの投資をESGのインテグレーションの手法の一つであると考えたのは、まさに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ことですから、その観点で言うと、グリーンボンドについては、ESGの情報をもともと内包したボンドなので、当然その購入はESGのインテグレーションに当たるだろうと認識しています。グリーンボンドを買う人でESGに興味がない人はいないと思いますので、逆説的なのですが、当たり前のことを言っていると認識をしていますので、そこについてこれでいいかということ、余り私たちが疑問に思っ議論していなかったということなのかもしれません。

○加藤委員 グリーンボンド等の投資を、債券運用におけるESGインテグレーションの手法の一つであるというのは、おっしゃったように一つの考えだと思うのですが、堀江さんが気にされているのは、それがこの場所にあるから、前後関係から、GPIFは進めているのではないかというふうにみなされるという感じがしてしまうと。そのように言われると、確かにそういう感じがしないこともない。これ自体は普通の客観的な事実かもしれないけれども、場所が場所だから。

○堀江委員 ESGを考慮した投資を推進しているということは、他事考慮に当たると言われかねないのではないですか。そうではないですか。

○平野委員長 今のところの議論はいろいろ論点が出ると思うのですがけれども、高橋理事長のコメントのESGインテグレーションの部分については、誤解を避けるという意味で、主語をGPIFにしないで、運用会社がグリーンボンド等への投資を行うのは、債券運用におけるESGインテグレーションの手法の一つであると考えられますと。要するに、運用会社を主語にすれば良いのではないですか。「GPIFは」というと、GPIFが全部仕掛けて、まとめてという色がちょっと強いとすれば、そんな対応もあり得るのでは。

●水野理事 運用会社によるグリーンボンドの投資は、債券運用におけるESGのインテグレーションの手法の一つであると認識されていますみたいな。

○平野委員長 そんな感じですか。それが一つ。

●水野理事 いいのではないですか。加藤委員がおっしゃった、一般的に、普通に言われていますと。

○平野委員長 そういうことです。なぜ普通に言われていることを書くのかという問題があるとせばあるのですけれども。最初のパラで、「新たな取り組みを開始」することというのは、どのように解釈したらよろしいのでしょうか。

●水野理事 新たな取り組みは後ろのページにあります、こういう流れをつくりましたということだけなのです。

○高橋理事長 恐らく御懸念されているのは、新たな取り組み云々というのは、投資一任を踏み越えてGPIFが何らかの影響力を運用会社に与えるのではないかという懸念について答えたほうが良いということだと思いますので、打ち合わせを何回もして、誤解を与えないために、「今回の投資の仕組み」というフロー図を掲げなさいとお願いしているのですが、ここでGPIFは運用会社に投資を一任と書いてあるので、差し支えなければこの活字を大きくするなり赤にするなりして、アンダーラインを引くとか。

●水野理事 そのつもりでここに書いたのですけれども、例えば新しいというのがいかがかと言われますと、世銀に確認する必要があります。

○平野委員長 共同で研究を進めているとか、要するに、世銀のニーズでこれを書くとするならば、ある程度パンチがないといけないのでしょうかということになるかもしれませんが、一方で、堀江さんが言われたような、投資一任を踏み越えるような誤解を与えるおそれもないとは言えないとするならば、そこをうまく修正するような道はないのかな

と考えた次第です。

○高橋理事長 昨年、債券の分野で共同研究をしますということを発表させていただいて、その次のステップで、グリーンボンドについては、運用会社との一任の中でそういうことをしますということであり、初めて世銀との間で発表するプレスリリースだと何だという話になりますが、多分、大丈夫ではないかと、こういう表現にしたのですけれども。

●水野理事 今の書き方なども含めて、一度話し合わせていただいて、最終的には理事長の判断ということで、最後に出ささせていただければありがたいのですが。

○平野委員長 コメントの部分の修正案も含めて。

●水野理事 コメントのところはおっしゃるとおりで。

○高橋理事長 修正したほうが良いと思います。

○平野委員長 わかりました。では、それはもうお任せするというので、ほかに御意見はございますか。

どうぞ。

○岩村委員 個別に見るとそれなりに説明がつくのでしょうけれども、これは全体で読むと、やはりこれを買いたくないな、そういう文章に見えるのですね。そこをうまく表現してほしいなという感じがするのです。

●水野理事 GPIFの投資一任が何なのかを気にしているのは、これを読む人にはほとんどいません。この周りの人たちは気にしますし、私たちも当然気にしながら仕事をしているので、こういう文章になるのですが、プレスリリースを読む人たちが、全体では何となく運用会社に買えという方向になっている、一任契約に反するではないかというようなロジックが働くというのは、ちょっと考えられないと思っています。逆に言うと、このメンバーにこれが一任ではないということが証明できればいいのであって、この仕組みそのものが一任に反するのではないかということであれば、それは重要な問題ですが、全体に何となく進んでいる感があるぐらいの話であれば、あくまで広報なので、多少そういうニュアンスが出るというのは、しょうがないかなと思いますけれども。

○平野委員長 世銀に配慮しなければならない事情はなぜですか。

●水野理事 世銀にほとんどメリットがないからです。GPIFとやることによって、グリーンボンドなどがもっと盛り上がったらいいなというのが世銀のニーズなのです。わざわざ私募で、GPIFのマネジャーに声をかけなくても、世銀のグリーンボンドなどは普通に公募をしたら瞬間蒸発するので、世界最大のアセットオーナーとグリーンボンドについて共同する、あるいは去年のジョイントリサーチからさらに発展して活動が行われていることをパブリシティーすることが、彼らにとってのメリットになります。

○岩村委員 世銀がそういうことを望んでいるということはある意味でわかるのですけれども、それにGPIFが配慮するのはどういう理由かがよくわからない。

●水野理事 グリーンボンドを買いたいけれども買えないというところから話が始まっているので、今回のやりとりによって、GPIFの運用会社は他の運用会社よりも先に私募でア

クセスできるというメリットを得ています。世銀にとってのメリットは、GPIFと一緒にパブリシティをやるということなので、逆にやらなければ成り立たないのです。

○平野委員長 GPIFがこういう形でプレスをしなければ、世の中にこのニュースが伝わらないということでもないでしょう。

●水野理事 逆にやらないほうが良いという御趣旨でおっしゃっているのですか。

○平野委員長 何というか、全体として見ると、先ほどの投資一任との関係でみると、ある種の仕組みをGPIFが主導してつくっているように見える。それは投資一任原則との関係で言えばグレーな領域かもしれない。そういう御意見があったと理解します。

そのように考えると、世銀としては、こういう形でプレスをされないと意味がないというけれども、世銀のほうはプレスリリースをするわけでしょう。そこでわかるわけですね。それに対して、例えば、聞かれればGPIFとして必要なことを答えるという対応もあり得るわけですね。そうすると、効果として、世の中に知られるという効果では同じことではないでしょうかというふうにも思う。

●水野理事 これははっきりさせてもらいたいのですけれども、一任は真っ白だと思っています。これはグレーではないです。これがもしグレーだとおっしゃるのであれば、グレーだという理由を言っていただきたいのですけれども、グレーではない、真っ白だとすると、GPIFの透明性の観点からも私はやるべきだと思います。世銀だけが出したら、世銀は世銀の書きたいように書きます。GPIFは日本のステークホルダーに向けて、自分たちの言葉で説明するのが筋だと思います。説明の仕方が問題であるというのであれば、それは多少直すということは考えられますが、世銀は彼らのニュアンスで出すので、そのときに、GPIFが何も出さずに、日本のメディアが海外から引っ張ってきて出されるというのは、私は避けるべきだと思います。向こうが出すときにGPIFがだんまりよりは、GPIFの説明しやすい仕方で出すということが必要ではないかと思っています。

○平野委員長 今の話は先ほどの説明とちょっと違うのですが、どうぞ。

○高橋理事長 一つは昨年、世銀とESGの分野において債券の共同研究をしますというときも、世銀と私もGPIFと一緒にプレスリリースをしました。それが研究段階で、今回、実践段階の一つとして、こういう仕組み について、
世銀だけやりますというわけにはもういかないというのが、執行部の判断であります。

もう一点、世銀グループ及びIFCにつきましては、以前からオルタナティブの分野でPEについても投資スキームの中でやっていただいているわけで、世銀のいろいろなオルタナの投資の経験なり人脈のところは引き続きGPIFとしても共同でやっていきたいと思っておりますし、世銀にとってみても、世界最大の年金投資家であるGPIFとこのようにきちんと組んでやりますということは彼らのメリットにもなるということで、長期的な関係の中でプレスリリースをしていきたいと思っています。

○平野委員長 そうすると、先ほど水野理事から言われておった、このプレスリリースはあくまでも世銀のためにやるものであるということではなくて、今の理事長の説明は、こ

れまでの経緯からすると、同時にGPIFとしてもこれをやるのが自然である。これまでの経緯からして自然な流れであり、それが別に法律上問題ないのであるならば、やはりGPIFとしてやるべきである。水野理事の先ほどの後半の説明もそのように聞こえましたけれども、そういうことでよろしいですか。

●水野理事　そうですね。世銀だけ出すということを頭の中に想定していなかったのも、もしこれをやめるとしたら、世銀にもやめてと言わなければいけなくなると、世銀さんからしてみたら、それはのめないということになるだろうと思っていました。世銀が出すのであれば、GPIFも出してきましたという高橋の申し上げたとおりのだろうと思います。

○平野委員長　投資一任については法律が関係するところで、どういう解釈があるか、いろいろな解釈が、幅を持った解釈があり得るのかもしれませんが、念のため、厚生労働省のこの件に即した解釈をお聞きしたいと思いますが、いかがでしょうか。

●厚生労働省度山大臣官房審議官　まず、最初に大変厳しい運用の環境下でいろいろな研究を進められて、収益を何とか確保しようということ、さまざまな取り組みをされておられるということに関しては、本当に大切なことであります。それから、今、話題になっている本件について、言ってみれば債券を発行するものが、GPIFの運用委託先に関してこういうものがありますよという情報提供とか営業活動を行うこと、あるいは運用委託先が御自身の判断で運用資産の債券を組み入れられるということ自体は、法の枠組みに照らして抵触するものではないだろうと思っております。

ちょっと気になりますのは、さまざまな年金資金運用に関して、私も国会でいろいろ追及をされたり、説明をしたり、あるいはこれまでもGPIFの資金をめぐるいろいろな議論があつて、例えば直近で言うアメリカのインフラ投資に云々みたいな新聞記事が出たりということについて、我々は他事考慮をしないということと、運用は一任をしているということで、とにかくそういうことはGPIFはしていないのだということで説明をしてきている観点から言うと、今、御説明いただいたプレスリリースに関しては、ちょっと気になる点がないわけではありません。

というのは、GPIFが言ってみれば年金資金の運用元で、世界銀行グループのほうが債券の発行者。これが新たな取り組みを開始することで合意したとまず、第1段落に書かれていますけれども、そうすると、川上と川下のところでも話ができていて、これは誤解とおっしゃるかもしれませんが、そのように読めてしまうということは、そんなにあながち無理に読んでそうだというよりは、自然にそのように読めてしまう。そうすると、特定のプロジェクトに対しての資金提供と理解をされるのではないかということが、少し懸念があるということです。

今、この場でいいとかだめとか申し上げるつもりはありませんし、スキームも大変よく工夫をされているというふうに理解はしますが、くれぐれもこういった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るということをおもとしてお願いをしたいし、そういう観点からよく御議論をいただければと思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

○中村委員 この話については、年金資産の運用であり、国民から出たお金なので他事考慮はしないということだと思いますが、これは世銀が出す債券で、利益を追求する企業が直接出すものではない。世銀が透明性を持って投資をすることを決めたものに使うものであり、それについて他事考慮ということが私には全然理解ができない。GPIFは、一任している運用についてきちんと言ったとおりにやっているかなどチェックしていますが、それも全部ひっかかってしまうではないですか。これは世銀が出しているから、特定の利益誘導のためにやるものではありません。

全く理解ができません。人から怒られるのが嫌だから何もしないのがいいですと聞こえます。こういうことをやるならば、この運用は厚労省の傘下でやるべきではないです。運用する財務省でやればいい話であって、言っていることがどうもネガティブで、何もしないことがベストというように聞こえるので、もうすこし実質を議論してもらいたい。

もう一つは、先ほど高橋理事長が言われたように、まず、共同研究を始めてその結果として新たな取り組みが始まったということなので、世銀のグリーンボンドなどの取り組みについては、いろいろと共同研究をしてきて、その結果としてこういう提案ができ上がったので、運用会社に投資一任をして、世銀とのスキームにGPIFの資金が運用できるようになりましたと言えればいいのではないか。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もの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います。

○平野委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

○根本委員 私も、このスキーム自体は今、厚労省の方もおっしゃったように、枠組みを外れているとは思わないので、やはり表現上の問題かなと思ひまして、もし誤解していたら申しわけないのですが、結局リリースは世銀が希望してるとしても、世銀のためといよりは運用機関のためというか、ESG投資のためにやっていらっしゃることなので、水野理事がおっしゃった、発行会社は何の引き受けに苦勞もせず、むしろ不足しているものを紹介しているというようなことを、常識なのかもしれませんけれども、そういったニュアンスのことを入れてはいかがかなと思ったのです。

○平野委員長 ありがとうございます。

さまざまな御意見をいただきまして、ありがとうございます。

全部まとめられないのですけれども、今の御意見を踏まえて、できる限りの工夫をしていただいて、あとは理事長に一任しますので、よろしく願いいたします。

そういうことで、これは31年度計画に係る議決事項でありますので、それに関連する案件ということで、この件の処理については今、申し上げたとおりでよろしく願いします。

それでは、議決に移りたいと思います。

議決の手續につきましては、これまでと同様のため割愛いたします。なお、意思表示をせず退席される方はいらっしゃらないということによろしゅうございますか。進めさせていただきます。

31年度計画の原案につきましては、修正意見はございませんでした。したがって、原案について議決をとりたいと思います。

本案の承認に賛成の方は挙手を願います。

(賛成者挙手)

○平野委員長 ありがとうございます。

本案の承認に反対の方は挙手を願います。

(反対者挙手)

○平野委員長 ありがとうございます。

それでは、議決結果につきまして、経営委員会事務室から報告をお願いします。

●辻経営委員会事務室長 ただいまの議決事項(2)の議決結果について報告いたします。

10名の全委員が賛成でございます。

○平野委員長 全員賛成ということでございますので、本案につきましては、原案のとおり当委員会として承認することに決まりました。ありがとうございます。

それでは、次の議題に移りたいと思います。審議案件でございます。

審議事項「元号改正に伴う関係規程の整備等」につきまして、執行部から説明をお願いします。

●佐藤企画課長 それでは、ファイルの番号08をお開きください。これも説明は端的にさせていただきますが、エグゼクティブサマリーに書いておりますとおり、平成が変わりますので、それに伴って関係規程等の年号の引用の仕方を変えますということです。

1 ページおめくりいただきまして、3分の2ページでございます。規程整備の考え方ということで整理をしておりますけれども、今回の改元を機に、できるものについては西暦の表記、書き方に統一していきたいと考えています。ただ、条文の中でどうしても、例えば平成31年4月1日から平成32年3月31日までとか、元号同士で引用しているものは、片方が元号で片方が西暦というわけにもなかなかいきませんので、そういう意味では、本則とか付則みたいところで平成と書いてあって、実質平成31年5月以降を特定しているような元号については、今回、新元号に一括して、ここは改正をせざるを得ないので、そういう形で対応する。

ただ、例えば様式については、普通は平成と書いているものが今はほとんどですけれども、今回、平成を取っ払ってしまいまして、何年という形で西暦表記に一括して改正する。このような形で統一をしたいと考えております。実際に新元号が来週の月曜日にはわかるわけでございますので、実際に次の経営委員会では、この新元号というところに新しい元号を入れた形で御提案を申し上げたいと考えております。

3分の3でございますけれども、一括改正規程案のイメージということで、第1条で、

これこれ云々の規程で細則を含めた形にした上で、平成31年5月1日以降の年月日を定める部分について「平成」を「××」に改める。様式については「平成」を取っ払ってしまうという形で改正をするという規程を整備したいと考えております。

事務局からの説明は以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がありましたら、どうぞよろしくお願いたします。よろしいですか。

それでは、次の議題に移ります。報告事項になります。

まず、最初の報告事項(1)「次期基本ポートフォリオの策定について(3)」、この報告に先立ちまして、3月13日に開催されました第8回社会保障審議会年金部会における資料から、年金財政における運用利回り等の設定等について、厚生労働省から御報告をお願いいたします。

●厚生労働省石川資金運用課長 資料番号09をお開きください。

1月の経営委員会で、財政検証上の経済前提について、その時点での厚労省における議論の状況を経過報告という形で御報告いたしました。その後の状況を中心に御説明いたします。

この資料の7分の6をお開きいただきたいのですが、「運用利回りの設定方法の修正について」というものでありまして、1月の経営委員会でお示しした資料でございます。

前回、2014年度財政検証における運用利回りの設定方法が上段で、それに対して、今回の財政検証における運用利回りの設定方法が下段でございまして、大きな変更点といたしましては、例えば下の部分の「長期の前提」の「通常ケース」において、実質運用利回りの設定方法においてGPIFの実質運用利回りの実績を用いるということですか、その下の「極めて低成長のケース」における「分散投資効果」においてもGPIFの実績を基礎に設定するという、さらに、「足元の前提」においても、その表の上のほうですけれども、「分散投資効果」の設定に当たって、GPIFの実績を基礎に保守的に設定するというようなことが示されております。

さらに、あちこちに行って恐縮ですが、一番下の「極めて低成長のケース」の「実質長期金利」のところ、金融市場におけるイールドカーブから算出される10年国債のフォワードレートにより設定するという示されておまして、こういった設定方法で進めましょうということを1月の経営委員会で御報告いたしました。

その後、厚生労働省の関係審議会における議論を経まして、それぞれいくつかの数値について、具体的にこの数値を用いましょうということが今回オーソライズされたという状況でありまして、それについて記載されておりますのが、資料の7分の1から文章編で書かれております、「運用利回りの設定について」の中で示されております。

例えば7分の2で、先ほど御説明いたしました、長期の運用利回りの設定の際に用いるGPIFの運用利回りの実績について、一番上の(ウ)にございます。2行目の後段から書か

れておりますが、年金積立金の市場運用開始後の17年間の平均値を活用するのではなく、実績の過去10年移動平均の変動の幅を踏まえて保守的に平均値より低目の値を用いる、具体的には、成長ケースについては2.3%という数字、ベースラインケースと接続するケースⅣ、Ⅴについては1.8%を用いるといったことが示されております。

同様に、それ以降、先ほどの資料で御説明したイールドカーブに関しては、(2)の(イ)とか(ウ)のところ、それぞれ具体的にこういう設定をいたしましょうということが示されて、その次の7分の3ですけれども、足元の経済前提においても、運用利回りについては、内閣府試算で示された長期金利を基礎として、内外の株式の分散投資による効果とか長期金利上昇による国内債券の影響を加味して設定する、その際の分散投資効果については、GPIFの実績を活用するのですけれども、GPIFが市場運用を開始して以降の17年間の平均1.7%により設定し、その後、金利の上昇により逡減して、最終的に2028年度には、成長実現ケースでは0.3%、ベースラインケースでは0.2%という設定をするということが示されております。

非常にテクニカルな内容で恐縮ですけれども、これらを加味しまして、具体的に経済前提における運用利回りとして示された数値が、短期、足元の経済前提については7分の4の資料に示されているとおりでございまして、成長実現ケースとベースラインケースそれぞれにおける運用利回りが、この表の2019年から2028年、各年において記載のような数値になっているということでもあります。

GPIFにとっては長期の経済前提が重要になりますが、それについては7分の5の資料で示されているところがございます。今回は、ケースⅠからケースⅥの6つのケースを想定いたしまして、それぞれについての運用利回りは表の中ほどより右側に記載のとおりでございます。現在、GPIFの運用目標としては、賃金上昇率+1.7%というスプレッドがありますけれども、今回の経済前提においては、この6つのケースそれぞれについて、記載のようなスプレッドの幅が示されており、括弧書きで中央の値が記載されておりますが、高いところでは1.7%です。ケースⅢの1.7%から、低いところでは0.4%までといった、幅を持った設定がされているというものであります。

これについて、資料の7分の7をお開きいただきたいと思っております。前回の財政検証における長期の前提が、その下の「参考」というところで書かれているものでございます。上段が先ほど御説明した表でございます。前回は、ケースAからHまで8つのケースがございました。今回は6つのケースということでもありますけれども、前回の財政検証におけるケースAとBが今回はなくなったというイメージになるかと思っております。そういう意味で、下に赤い点線の枠囲みがありますが、それと上の今回のケース1からケース6までと比較してみますと、例えばケースEについてはTFP上昇率とか賃金上昇率、実質運用利回りについては、赤い矢印の丸で示されておりますように、それぞれ若干低目の数字になってはいるところですが、スプレッドということで見ますと、前回のケースEにおいてはスプレッド1.7ということでしたが、今回の経済前提のケースⅢにおいてはスプレッドは括弧

書きでありますような1.7になります。

現在のGPIFの運用目標としては、下のケースEに対応して、賃金上昇率+1.7という運用目標が設定されているところではありますが、今回は、現状ではケースIからVIまでの6つのケースが、このような数値として示されている段階でございます、現時点では、GPIFの運用目標についての決定がまだされていない段階ではございます。

今後、厚労省の審議会における審議を経まして、最終的には厚生労働大臣が来年度中に定める次期中期目標において、運用目標として正式に示すという流れになるものでございます。

経済前提の状況報告については、以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの御報告につきまして御意見、御質問がありましたら、よろしくお願ひします。どうぞ。

○根本委員 7分の6で、長期の前提という考え方は非常によくわかったのですけれども、足元の前提は内閣府の見通しを使っていらっしゃる、こちらも当然重要な前提かと思うのですが、参考資料集の64ページを見ますと、ごめんなさい。94ですか。名目長期金利の表があるものなのですけれども、参考資料集。

●厚生労働省石川資金運用課長 資料番号11の右下で言うと63ページということですね。紙のページで言うと。何分の何だろうか。

○平野委員長 63ページですか。92分の64。

●厚生労働省石川資金運用課長 92分の64です。

○根本委員 成長実現ケースで名目長期金利が2028年に3.4%ですね。ベースラインケースが2.0%ということですのでよろしいですね。要は、かなり高目の、今の状況から見れば高い設定に見えるのです。今、10年金利はマイナスになっていますし、ドイツもマイナスという、何というのですか、いろいろ構造的問題があるとも言われている中で、かなり大きな変化かなと思うのですけれども、こういう場では、余り委員会では議論されないのでしょうか。内閣府の足元の経済前提が、毎年想定する、あり得るシナリオというのか、ライクリー・シナリオを反映しているということについての議論は余りないのでしょうか。

例えば長期前提の場合、一番保守的なシナリオですと、イールドカーブから推計されていらっしゃると思うのですけれども、こちらの足元の前提ですと、イールドカーブは使っていないという感じなのですね。イールドカーブを使うと、もう少し低い前提を置くということもあり得るのかなと思うのですが、私の質問ははっきりしないのでしょうか。そういう議論があるのかということ伺いたかったのです。

●厚生労働省石川資金運用課長 担当からお答えします。

○平野委員長 どうぞ。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 年金局数理課数理調整管理官の佐藤といいます。

まず、この推計については内閣府の推計ですので、基本的には内閣府のシナリオを使う

ということで、厚労省の経済前提専門委員会ではそういう議論だったかと思います。

あと、内閣府のシナリオというのは、2028年は物価上昇率が2%で、実質成長もたしか2%程度という前提のもとでの話ですので、今と同じ状況で、長期金利の数値も見ることができないのかなというふうに考えているところです。基本的には、足元は内閣府のシナリオを政府として使うという考え方には立っているということです。

○平野委員長 ちょっと定義をはっきり、皆さんおわかりなのかもしれませんが、足元という意味は向こう10年間、これが足元です。長期というのは2029年度以降、はっきりしないのだけれども、20から30年と書いてあるのですが、そういうことですか。要するに、長期というのは2029年度から2049年ないし2059年度、そういうぼやっとした期間のことを長期という。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 長期というのは、財政検証では2029年から、さらに足元から約100年間を見通しますので、2029年から約90年の期間の経済前提。

○平野委員長 100年の中で残りを長期という。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 そうです。20~30年と書いているのは、100年にわたる経済前提を設定するに当たって、専門委員会のほうで、コブーダグラス型生産関数を基礎にした簡単な経済モデルを設定してしまして、その経済モデルの推計をもとに、100年にわたる前提を設定するのですが、経済モデルの推計期間が20年から30年ぐらいというふうにしております。その20年から30年の推計期間で出てきた賃金上昇率なり運用利回りを100年間にわたって使う。

○平野委員長 それを横に延ばすということですか。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 そういうことです。

○平野委員長 そういうことですか。わかりました。

もう一つ前提なのは、物価上昇率は外生ですか。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 これはもう全く外生で設定しています。

○平野委員長 外生。そうすると、2019年、ことしは1.1%上がり、来年は1.5%上がる。この外生はどこから持ってくるのだろうか。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 まず、これも2028年までは内閣府の推計からとってきております。

○平野委員長 外生なのでしょう。外から入れるのでしょうか。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 これも2029年度までの短期と長期で分けて設定してしまして、2028年までの短期については内閣府試算からとってきている。2029年度以降については、これも内閣府試算の最終年度、2028年度の推計で、成長実現係数は2.0%ということでしたので、この2.0%を使う。ベースライン係数は1.1%でしたので、1.1%を基準に、あと、過去30年平均の0.5%、この3つの数字を基準に使って設定するという事です。具体的には、参考資料。

○平野委員長 余り経済前提のつくり方を議論してもしようがないのですけれども、内閣

府は物価を推計しておられるのか。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 しています。

○平野委員長 している。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 それで2028年度までは使っています。

○平野委員長 先ほどの7分の4の表を見て、非常に不思議だと思うのは、これは長期と
いうか10年債でしょう。10年債、一応国債を念頭に置きながら、10年債の運用利回りは2019
年から2022年まで1.8%とフラットに置いているのだね。そういうことになりますね。実質
対物価というのはそういうことなのではないですか。違うかな。

●厚生労働省度山大臣官房審議官 そうですね。

○平野委員長 このモデルからいくと、内閣府が別途推計した物価は外生で入れて、残り
はモデルを回して出てくるという話になるのか。

●厚生労働省佐藤数理課数理調整管理官 そうですね。長期の物価については参考資料の
38ページに設定方法が載っておりまして、下のところにケースIからケースVIまで、それ
ぞれどのように外生で設定しているかということ載せております。参考としているのは、
先ほど言いました内閣府試算の2.0と1.1、過去30年の0.5%を持ってきて、それで間を刻ん
でいるという形になります。

○平野委員長 わかりました。ありがとうございます。

根本委員、よろしいですか。

○根本委員 足元的前提は内閣府をずっと使っていらした。例えばほかのシナリオをもう
一つぐらい置いてみるとかをしない理由は何なのですか。

●厚生労働省度山大臣官房審議官 では、説明します。

実は年金の財政検証はずっと昔からやってきているのですが、大昔というか、2004年の
財政再計算以前は、実は、こんなに精緻ではなくて、むしろ過去の実績トレンドでとい
うことでしたけれども、今で言う内閣府の中長期試算の足元10年とかいうものではなく、最
初の年から、そういう意味で言うと、長期の前提を置いてやっていたということござい
ます。

2004年の財政再計算のときに、その改正は大変大きな改正だったので、経済財政諮問会
議等でもいろいろ議論をされたのですが、結局、例えば基礎年金の国庫負担2分の
1にどれぐらいの費用を要するかとか、さまざまな問題があり、余り政府の部内でそれぞ
れがそれぞれの前提を置いて、シミュレーションをしているということもどうなのかとい
うような、そういう議論になりまして、実は2004年、当時はまだ財政再計算と言っており
ましたが、そのとき以来、いわゆる内閣府といいますか、旧経済企画庁が、彼らは中期と
言っていますが、ある程度中期の展望を示しているところに、期間に関しては、その前提
を統一して使おうと。ただ、その先は全くありませんので、それはしようがない。何らか
の経済モデルを置いて、条件を設定してやりましょうということをやりました。

それ以来その手法が定着して、2009年、2014年と2回財政検証が行われてきましたが、

今で言うところのいわゆる中長期試算に当たるものを、直近10年間に関しては使って、そこから先はないので、いろいろ専門家に集まっていたいで議論をして、条件を設定するという形で進めてきた。済みません。これは何の解説にもなっていませんが、歴史的にはそういうことです。

○根本委員 政府部内で統一されたということですね。わかりました。

○平野委員長 これはある意味で決まった話なので、またいずれ内容について不明な点があれば議論の機会を求めたいと思いますが、どうぞ。

○新井委員長代理 GPIFとしては従来賃金上昇率+1.7というところで与えられてきているわけですが、今回も、これは何ページになるのですか、P5と書いてあるところを見ますと、ケースⅢといますか、経済中位ケースという形で挙げられているのですが、先ほど根本委員の指摘にもありましたように、足元の経済情勢あるいは金利の情勢というところからしますと、ちょっと乖離している。ちょっとというか、かなり乖離しているわけですね。

そういう中で、依然として経済中位ケースは基本シナリオとして考えなくては行けないのか否か。運用サイドからすると、率直に申し上げて、ケースⅥとかがやはり現実性の高いケースということで、現在の利回り曲線などで読み込まれているところであるにもかかわらず、かなり乖離しているところで、運用目標が依然設定されるのかということに関してかなり疑問に思うのです。

繰り返しますと、GPIFは与えられた運用目標を最小のリスクで達成することという使命を与えられているわけですが、実態とかなり離れた運用目標を与えられると、リスクを大幅にとらざるを得ないようなことになってしまう。本来的政策目標から乖離するのではないかと思います。その辺の懸念点がありますので、質問させていただきます。

○平野委員長 どうぞ。

●厚生労働省石川資金運用課長 具体的に、GPIFの運用目標をどう設定するかは、厚生労働省における社会保障審議会資金運用部会で御議論いただきます。その際に、どのように御議論いただくかということについては、これから厚生労働省で検討していきます。きょうの御意見は御意見として、私としては承知をしておきますけれども、具体的には審議会での御議論を経たいと思っております。

○平野委員長 審議会の場で今の新井委員長代理のような御意見を議論する機会はないのですか。

●厚生労働省石川資金運用課長 実際に今回は、これまでGPIFの運用目標をどのように設定してきたかという経緯も含めて、事務局から審議会の場で御説明をして、それに対して審議会委員の皆さんからの御意見をいただいた上で、オーソライズをしていくということになるかと思います。その意見の中で、委員からどのような意見が出るかということについては、まさにこれからで、私もまだ承知はしていないところでございますけれども、いずれにしても、審議会での御議論いただいた上で、ある程度オーソライズをしていただく。

ただ、最終的には中期目標において運用目標を設定することになりますが、それについては、厚生労働大臣が定める中期目標ということになりますので、最終的には厚生労働省として設定するという流れにはなりません。

○平野委員長 今のお話は、私たちの、要は、現実から少し離れたような高目の運用利回りを設定する。その目標を与えられると、当然それをクリアするためにリスクをとっていかざるを得ないという構造にあるわけで、それは本来のGPIFの運用の考え方と矛盾してしまう。そういう場面もあるでしょうと。そこをどう考えるのかというポイントで、非常に重要なポイントだと思うのです。ですから、そういうことも消化した上で、運用利回りを設定していただく、あるいは目標を設定していただくということが本来のあり方だと思うので、そこは何か工夫の余地があれば工夫をしていただければと思います。

石川課長がよく頭の中に入れられているということは理解しましたが、実際に議論の場で今のような、要するに、運用するのは我々なわけですから、運用者としての意見を反映して、それをこなして、消化して、目標利回りを設定していただくというプロセスをぜひ考えていただきたいと思います。いかがですか。

どうぞ。

●厚生労働省石川資金運用課長 今回示された財政検証上の経済前提に関しては、運用利回りを念頭に考えていくことになるわけですが、それ以外にも例えばリスク制約の条件をどうするかとか、他にもさまざまに考慮すべき要素がありますので、それらを踏まえて全体としてどれが最適なのかという意味で、そういう観点からの議論ができるように、厚労省の審議会で事務局としては進めていきたいと思っております。

○平野委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

○中村委員 経済成長のモデルがIからVIまでありますね。この経済成長は、日本の経済成長ですか。それとも世界経済ですか。

●厚生労働省石川資金運用課長 日本です。

○中村委員 全てを日本で運用するのなら、この前提でいいと思いますが、今の運用の半分は海外になっています。この参考資料によると、人口は激減していくという絵になっています。おそらくその前提で理論的につくられたのではないかと思います。どんどん受給者がふえて、生産年齢人口が人口の半分以下に減っていつてしまうというときに、こんな単純なやり方でいいのかなと思います。

人口が減っていけば物をつくるのはロボットになっていく。もしくはTPPなどが広がって、つくるのは海外ということになるのかもしれませんが、人口動態の大きな変化がある中で、昔ながらの日本の経済成長を前提にした運用利回り設定の合理性がよくわからない。人口が減れば、当然ながらロボットでつくろうが、最後の民間消費支出はGDPの大体6割になっているので、人口が減っていけばGDPは下がっていつてしまうわけで、移民がなければ、当然ながら経済を引っ張っていくのは海外に依存していくということになると思います。

そういうときに、全要素生産性でずっとやっけていいのかという気がするのです。やはり労働生産性ではないかと思えます。労働生産性が上がれば賃金がふえる。設備投資によって効率が上がっている分については、そのまま人件費には行かないので、労働生産性が上がらなると賃金はふえないと思えます。

従来どおりのやり方で、数字の当てはめ方を変えましたと聞こえてしまっていて、前回の2014年度の検証の結果と、今回のもので、ケースⅢでいけば、運用利回りのスプレッドが1.7%で変わっていませんとなりますが、全要素生産性が0.9%になっているので、前回よりもコンマ1ポイント下がっている。下がっているのに運用利回りのスプレッドのところは結果が変わっていませんというのが、よくわからないのです。

成長が鈍化しているのに、賃金上昇率に上乘せされるスプレッドは変わっていないというのは、どのように理解すればいいのか。

○平野委員長 中村さんの御意見には、いろいろな論点が盛り込まれています。1つは運用資産はかなりグローバル化しているのにもかかわらず何で国内だけ見ているのか。

それは多分、運用資産の大半を国内で運用するという前提がインプリシットにあって、そうになっている面があるのでは。

○中村委員 でも、国内の運用から半々に変えたではないですか。

○平野委員長 変えましたけれども、背後にある考え方としては、昔の国内資産中心というものがあるのではないかということ。

もう一つは、グローバルに広げてやった場合は、多分、目標利回りは高くなる。今のような設定の仕方をすればね。それはそれでいいのですけれども、そうすると、目標利回りを与えるというやり方でいいのか、それとも、リスクのほうから決めていくのか。そういう議論も当然関連してくるということだと思います。

その辺の議論もある程度こなしながら、基本ポートフォリオの議論をしていくのかなというふうに思います。

○中村委員 あと、基本ポートフォリオを決めなければいけません。日本の経済成長が低成長になる、例えばケースⅥの場合では、海外で運用することになると思うので、単に日本の低成長を前提とした目標利回りを設定するのではおかしいのではないかと思います。全体として考える中でリスクは高過ぎるからこのように考えようということは理解できますが、国内だけにスティックして、ああだこうだと議論しても、それが適切なのかさっぱりわかりません。

○平野委員長 度山さん。

●厚生労働省度山大臣官房審議官 まず、モデルを国内で組んでいることの意味ですけれども、基本的に日本国の年金制度で、日本国の中でお仕事をされて、経済活動をされている中から保険料を納めていただくということで、御存じのとおり、年金の仕組みは確かにそれなりの積立金は持っておりますが、基本的には賦課方式の財政方式でやっておりますので、そうすると、外国の企業から投資をして運用利回りが得られますけれども、外国の

企業から保険料を取ることはできませんので、基本的には日本国内の経済活動をベースに前提を組むということにまずはなるわけです。

その上で、運用利回りをどう設定するかに関しては、先ほど御説明させていただいたように、今回はGPIFの運用実績を用いることになっていて、GPIFの運用実績ということになると、単に国内だけで運用しているわけではありません。ただ、それはそれで海外に投資することは海外に投資することなりのリスクもあるでしょうから、そういうことを踏まえて設定していく。そのように考えるということではないかと思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

この議論は切りがないと思うので、中村さん、申しわけない。ちょっとここで切らせていただきまして、次の議論に移りたいと思います。また議論する機会は幾らでもありますから、どうぞ御容赦いただいて、新井委員長代理のほうから御報告をお願いいたします。

○新井委員長代理 資料12をお開きください。

最初のページなのですがすけれども、PTでいろいろ下作業を進めていますが、まずPTと経営委員会の役割分担ということで、ポツの2番のところをごらんになっていただきたいのですが、基本的にPTのほうでは技術的な諸前提を検討するというので、経営委員会でさまざまな観点を踏まえて、最終的な次期基本ポートフォリオを決定していただく。そういう役割分担の認識をして作業を進めております。

具体的な進捗状況でございますけれども、3ページにありますように、第3期と比べますと、ちょっと前倒しで作業を進めているところでございます。

今後のスケジュールですけれども、4ページにありますような形で、6月ごろに財政検証の公表が行われてくると思いますが、それまでに基本概念を整理をした上で、与えられた前提条件をベースにさまざまなシミュレーション等を行って進めることになると思います。もう一つ、モデルポートフォリオに関しては、他の共済等との協議を経て調整をするというプロセスがありますので、そのようなステップを経て最終的な決定に至ることかと思えます。

次のページは前回のスケジュールで、あくまでも参考です。最後のページをごらんになっていただきたいのですが、PTでは、今まで18回会合を開いておりますが、次期基本ポートフォリオにつきましては、第8回から10回ほど議論を経ております。14の検討課題について、ここにごらんになっていただいているとおりでございますけれども、議論を進めてきております。

ここで灰色になっている部分につきましては、PTとして一応の結論を出している部分でございます。黄色の部分、特に内外資産区分の撤廃が非常に重い問題でございますので、これについて、一応PTとしては、株式については内外区分を撤廃する、債券については、委員の中で意見がまだ分かれておりますから、今後も継続的に議論を進めていくということで、検討中でございます。

ほかにごらんになっていただいたとおり、前回、この報告をさせていただいたところで

も触れたようなことをございますが、鋭意作業を進めている最中をございます。

以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問がございましたら、どうぞよろしく願います。よろしゅうございますか。

それでは、本報告事項につきましては、第14回経営委員会において御了承を得た議事概要のまとめ方と同様に取り扱うこととします。どういうことかといいますと、1つは市場への影響に配慮し、報告があったという旨の記載のみにとどめる。2番目は、第4期中期計画が認可され、公表されるときに、来年の春になりますけれども、その間の議論の概要をまとめた資料を新たに作成し、公表する。検討時の資料については、原則非公表ということでございますので、御了承いただきます。ありがとうございます。

続きまして、報告事項(2)「2018年スチュワードシップ活動報告」につきまして、執行部から報告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 そうしましたら、報告事項(2)の資料をごらんください。13番です。まず、最初のサマリーのところになりますけれども、2018年のスチュワードシップ活動報告になります。本報告につきましては、日本版スチュワードシップ・コード受け入れへの対応として、1年に一度スチュワードシップ活動と、4月から6月の議決権行使状況をあわせて御報告しているものとなります。本報告につきましては2月28日に公表しておりまして、当法人の活動の透明性を図るとともに、運用会社に対してGPIFのスチュワードシップ責任に対する考え方を伝えるツールとしても活用いたしております。

内容、構成としましては、2018年のGPIFのスチュワードシップ活動と株主議決権行使状況の概要の2つに分かれておりまして、スチュワードシップ活動につきましては、まず、GPIFにとってのスチュワードシップのこの1年間の取り組み、2点目として、運用受託機関によるスチュワードシップ活動の取り組みと課題、3点目として、運用受託機関への期待と課題・GPIFの今後の対応の3つから構成されております。

43分の4ページから43分の6ページにつきましては、スチュワードシップ活動の基盤となります投資原則、スチュワードシップ責任に対する考え方、スチュワードシップ活動原則と議決権行使原則、これらが記載されております。

43分の8ページをごらんください。こちらがスチュワードシップ責任を果たすための重点課題と、今、御説明しましたスチュワードシップ活動の基盤となる投資原則など、これらを踏まえて、この1年間の取り組みについて、右側に幾つかの切り口に分けてまとめたものになっております。内容につきましては、既に御報告をさせていただいているものになりますので、説明のほうは省かせていただきたいと思いますと思ひまして、続きまして、ちょっとページは飛びますが、43分の25ページをごらんください。

こちらからは後半部分ということで、運用受託機関によるスチュワードシップ活動の取り組みと課題についてまとめております。

具体的には、その次の43分の26ページの箇所からになります。こちらにつきましては、昨年の秋以降、スチュワードシップの取り組みについて、運用受託機関にヒアリングをした内容についてまとめたものになっております。

前半部分が株式のスチュワードシップ活動、その次の43分の27ページでは、議決権行使も含めて記載をしております。また、最後のところには、日系、外資系ともに債券の運用受託機関において、ESGインテグレーションとかESGのエンゲージメントを含めたスチュワードシップ活動の幅を広げている機関がふえているということ。GPIFでも、投資原則でスチュワードシップ活動の幅を全資産に広げていることもございますし、2点目のところに記載しておりますように、イギリスのスチュワードシップ・コードの改訂案においても、スチュワードシップ責任の対象として、債券も含むということが今回、明確になっていることから、GPIFとして、引き続き、世銀との共同研究なども活用しながら、債券投資におけるエンゲージメント活動を含むスチュワードシップ責任をどのように果たしていくかについて研究していくということ、債券のスチュワードシップ活動ということで、今回、新たにまとめております。

その次の43分の28ページからは、過去この数年間特に重大な課題として指摘していた事項3点についての改善の進捗状況についてまとめたものになります。43分の28ページは、運用受託機関のガバナンスと親会社などとの利益相反ということで、過去、日系の株式の運用受託機関において、利益相反があるのではないかと、ガバナンスがなっていないのではないかとといった問題がございましたが、この数年で運用部門の別会社化といった分割や統合、社外取締役を入れた第三者委員会をつくるといったように、形式面はかなり整ってきていると考えております。よって、今後はその実効性と必要に応じて、今回、機関設計を大きく変えたような会社も出てきておりますので、引き続き実効性がどのように担保されていくかといったところを、私たちとしては重視して、確認をしていきたいと考えております。

43分の29ページになりますが、こちらはパッシブ運用におけるエンゲージメントと適切な議決権行使の状況についてまとめております。昨年残された課題としまして、スチュワードシップ活動重視のアセットオーナーのニーズに合致したパッシブからの新たなビジネスモデルの提案がなかなか出てこないということ、前年のスチュワードシップ報告で載せましたけれども、既に御報告しておりますとおり、詳細は10ページにも記載しておりますが、新たなビジネスモデルの提案が昨年にございまして、採用をいたしております。

ここに関しては、引き続き他の運用会社を含めて積極的な提案をお願いしたいと考えている一方で、議決権行使については、昨年のスチュワードシップのヒアリングの中で、総会の開催時期によって異なる基準で議決権行使を行っている機関が新たにわかったという問題も改めて見えてきたところもございます。ことしの残された課題として、一番下に、パッシブの新たなビジネスモデル、提案をお願いしたいということと、私たちが今回、採用したものの定着をどのように評価していくかということが引き続き課題であるととも

に、その1つの種類として、パッシブにおけるESGインテグレーションといったような新たな提案についても期待をして、課題として掲載をしております。

43分の30から31ページにつきましては、重大なESG課題についてまとめております。

30ページにおきましては、各運用手法において、全ての機関が挙げた重大なESG課題についてまとめております。パッシブにつきましては、全機関が内外を問わず気候変動を挙げているほか、ごらんいただきますと、E、S、Gと満遍なくというか、幅広く課題として取り上げられております。

一方で、アクティブ運用については、国内と海外で重大と認識しているESG課題が分かれておりまして、外国株式については気候変動がまず、共通項になっておりますが、国内株につきましては、取締役会の構成・評価ということで、それ以外の上位の課題についても資本効率や少数株主保護が挙げておりまして、ガバナンスがより重大なESG課題だと国内のアクティブ運用機関が認識していることが明らかになっております。

ただ、前年の結果からの変化といたしましては、43分の31ページ、次のページに上位の項目を全て挙げているのですが、国内株のアクティブ運用機関においてもサプライチェーンや労働基準といった項目も入ってきておりますので、国内株においても重視するテーマに広がりが見えると考えております。

ここまでの御説明を踏まえまして、43分の32ページ以降で、運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応ということで、具体的には33ページでまとめております。左側が運用受託機関への期待と課題で、7点挙げておりますが、内容をごらんいただきますと、運用受託機関のガバナンスとか利益相反防止の実効性強化、スチュワードシップの、特に新しいパッシブのビジネスモデルや、投資スタイルに合わせたESGインテグレーション、運用会社の適正な役職員の報酬体系と、基本的にGPIFのスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則で運用受託機関に求めている内容になりますので、私たちとしては、冒頭の項目にもありますように、GPIFのスチュワードシップ活動原則と議決権行使原則について、運用受託機関における浸透が一番重要な期待と課題と考えております。

債券投資におけるスチュワードシップ責任に係る取り組みも、運用受託機関の中で広がってきておりますので、これについても引き続きどのように取り組んでいかれるかといったところは期待をしております。

また、これまで企業のほうに対しては、情報開示が重要ですということを申し上げておりましたが、それについては運用受託機関に対しても同じことが言えると考えておりまして、運用受託機関の情報開示の質の向上を挙げております。特に企業が対応していく中で、運用受託機関の議決権行使方針とか行使結果の開示は、やはり開示されていればされているほど対話が効率的になるということもございますし、TCFD提言につきましても、私どももそうですけれども、運用受託機関全てが賛同しているPRIにおいて、来年のアセスメントからはTCFDに沿った開示も求められるということが既に明らかになっておりますので、こういった準備も必要だろうと考えております。

先ほど御説明させていただきました重大なESG課題につきましても、私たちはヒアリングでそれぞれの運用機関が、どの課題が重要というふうなことを確認しておりますが、機関によっては、これをホームページやスチュワードシップ報告で開示している機関もあれば、そうではない機関もあるということで、やはり運用会社が何を重大と考えているかということがわかったほうが、対話もより進むだろうということで、3点目として、重大なESG課題に関する情報発信ということも加えております。

これに呼応するものとして、右側にGPIFの今後の対応として6点記載しておりますが、前半2つがエンゲージメントに関するもので、後半が評価に関するものになります。前半部分では、引き続き運用受託機関と双方向のコミュニケーションを重視したエンゲージメントを強化していきますということで、ガバナンスや運用、スチュワードシップ、議決権といったヒアリングにとどまらず、報酬をどう考えているかとかいうところも含めて、さまざまなテーマについて、トップから担当まで各層とのエンゲージメント、対話を強化していきたいと考えております。

また、対話のツールとして、テーマによっては運用受託機関に対してアセットオーナーによる共同エンゲージメントを引き続き考えたいと思っております。後半部分は、主に評価に関することになりますが、パッシブのビジネスモデルに対応した評価方法、手数料の引き続きの検討、ESGインテグレーションにつきましても、実態の確認と評価をどのようにしていくかという検討、現在、委託調査を進めておりますが、運用会社の役職員報酬体系の調査をきっかけに、アセットオーナーとどのように利益のアラインメントがとれているかというところを、どのように評価に組み込んでいくかということを中心の課題として、対応として挙げております。

最後に、債券投資におけるスチュワードシップ責任の果たし方については、引き続きGPIFとしても実態と、例えばその後、どのように評価に組み込んでいくかといったところも含めて検討していきたいと考えております。

私からの御説明は以上となります。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの報告につきまして御意見、御質問がございましたら、よろしくお願ひいたします。

どうぞ。

○新井委員長代理 パッシブのエンゲージメント活動に関して、前回あるいは前々回に申し上げたのですが、運用報酬との関係で、コストを余りかけない形でエンゲージメント活動をやっていくという制約が出てくると思います。その際に、例えばAIを活用して議決権の行使をやるようなときも来るかと思うのですが、その際に、ちょっと懸念しますのは、マーケットにおいて時々起こるようなフラッシュ・クラッシュみたいなことが起こらなければいいなど。みんな同じAIのソフトを使っていて、ある日突然会社の株主総会で一斉に同じ方向の議決権行使が行われて、会社の提案が全部否決されるみたいなことが起

こりかねないわけで、共同エンゲージメントについてもそうかもしれませんけれども、そのようなことで、進めていく中でどういう弊害が起こるかというようなことについても、たくましい想像力を働かせながら検討して、適切なスピードで進めていただきたいということをお願いしたいと思います。

○平野委員長 水野理事。

●水野理事 ありがとうございます。

GPIFがスチュワードシップ時代の新しいパッシブ運用やAIの話をすることによって、私の印象では、 や と話しても、完全に彼らの考え方が変わってきています。

今回、新しいパッシブのビジネスモデルとして、エンゲージメントをKPIをつくってより強化してやりますといったところに関して、大幅にフィーを引き上げていますが、要するに、GPIFはポートフォリオマネジメントとしてのパッシブにはもうフィーは余り払いません。なぜなら、単にすぐに機械化できるような付加価値だからです。ただし、エンゲージメントやスチュワードシップは、付加価値はきちんと評価しますと言ったということです。新井先生が言われたような、パッシブ、フィーが少ない中でエンゲージメントができる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取ろうとしたら、エンゲージメントを頑張らないとだめだというビジネスモデルに変革していく可能性があると考えています。

AIについては、本当に私たちも勉強中なのですが、わかってきたのは、例えばパッシブのポートフォリオマネジメントみたいなものは、AIどころか普通にロボティックでできるぐらいの本当に簡単な話だと。議決権行使やエンゲージメントみたいな、意見が分かれるものを1つのモデルでやるリスクは確かにあるのですが、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は、さまざまな研究で明らかになってきているので、AIイコール1アルゴリズムではない。あと、共同研究の中で、人間は合議でいろいろと文殊の知恵でできるけれども、AIはできないという話をしたら、AIなどは人格が50できるから、すぐに合議制にできますと言われました。多分、このあたりは、私たちの考えていた以上にポテンシャルもあるでしょうし、リスクもあると思っていますので、GPIFの場合は、共同研究でやっている運用会社のBehavior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ますので、ちょっとゆっくり進んでいくと思いますが、AIのポテンシャルは相当あると思います。

○平野委員長 どうぞ。

○加藤委員 2つあるのですけれども、1つは今のパッシブのビジネスモデルなのですが、いろいろ考えるとなかなか難しいなという気がしている。何を言っているのかというと、例えばパッシブでエンゲージメントというと、結局選択的エンゲージメントになるということですね。要するに、全部をやるわけではないので、ある程度選んでいく。そうすると、それは一部の、エンゲージメントファンドと、残りはただのパッシブというふうに分かれ

てしまう。そうすると、それは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話にならないか。つまり、パッシブの中のビジネスモデルというよりは、それはあくまでも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ということにならないかという気がしてしまうというのが、これが1つ。

もう一つは、問題というか、根本的な話なのですけれども、4ページの投資原則にあって、投資原則にけちをつけるというつもりはないのですが、4番にスチュワードシップ責任を果たすような云々とありますが、要するに、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。これはまさにESG投資をやることを正当化する、まさに原則というか理念だと思ふのです。この理念があるがゆえにESG投資をしますということになるのだらうと思います。ところが、これはどのぐらい自明かなど。理念なので、信じるということだと思ふのですが、本当にESGを考慮した取り組みをすると、中長期的に投資収益が拡大するののかということについて、疑念を持っている人たちもいる。

私はこの投資原則でいいのではないかと考えているのですけれども、これをちゃんと説明しないといけない。ただ、これは中長期なのでなかなか証明ができない。証明ができないがゆえに、これは理念とか原則という話になるのだらうと思ふのですけれども、ここはその辺のロジックをつくっておかないと、本当ですかというときに、いや、そんなものですと言うだけでは不十分なので、ここはぜひ研究していただいて、要するに、これはまともな議論ですと。理念として適正だということと言えるようにしておいていただきたいという気がします。

そういうことで、以上、2つでした。

○平野委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

●水野理事 回答はあるのですけれども、2つ目は少し時間をいただいて説明しないと、時間がかかるので、近いうちにESGの議論をすると伺っていますので、そのときにとっています。

○加藤委員 どこかに書いたものはあるのですか。

●水野理事 書いたものは、ばらばらとあるので、それも考えて一回文章に落として、加藤先生に出版していただくのがいいかもしれませんが、今まではそこまで体系化されていないので。

●三石理事 でも、ESGレポートとかああいうところには書いてあります。

●水野理事 ESGレポートなどには書いてあるのですけれども、多分、加藤先生がおっしゃりたいのは、曖昧なので、もう少し投資のリスク・リターンなどを精緻に書いて説明できないかということだと思ふので、改めてやらせていただきますが、一つにはBeliefというだけではなくて、スチュワードシップ責任といった場合、今までの投資は基本にお金を入れて幾ら返ってくるかというだけで、企業の活動は所与のものだったのが、スチュワードシップ活動はそもそもアセットマネジャーやアセットオーナーがどうやって企業側とウ

イン・ウィンの関係を築けるかであり、その流れの中でESGを軸にやっていこうということ
を明確にしてきたということです。スチュワードシップのところと投資におけるESGインテ
グレーションは2つ分けて考えたほうが良いと思うのですが、ただ、投資原則上は4で読
み込ませているということはおっしゃるとおりであります。

最初の質問は、これはまだ業界そのものが結論を出していないと思っています。という
のは、エンゲージメントファンド、アクティビストみたいなものがある、さらにその先
にプライベート・エクイティがある、今まではアクティブとパッシブがある、パッシ
ブは議決権行使するだけだったのが、私どもの場合、約9割の議決権はパッシブにお渡
しているわけですから、もっと責任を持って使ってもらわなければ困るところから
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て、そうすると、必然的に何
が起きるかという、パッシブがよりアクティブマネジャーと同じようなエンゲージメン
トをし始めて、アクティブのマネジャーも以前より顧客であるアセットオーナーから積極
的な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
トファンドのほうに近づいていくということで、今、大きなアセマネ業界の地殻変動が起
きていると思っています。そのきっかけは、スチュワードシップ・コードやGPIFのスチュ
ワードシップ活動原則、ESGの取り組みであるだろうと思います。

先ほど加藤先生の言われた、パッシブは選ばざるを得ないというのも、そうとは限らな
いと思っていまして、例えばあるパッシブマネジャーが、TOPIXの場合は2,000社あります
けれども、500社、このインデックス全部をエンゲージメントしますというパッシブマネ
ジャーが出てきても、不思議ではないと思います。あえて言えば、はもともとそれに
近いようなことを言っていたわけでありまして、逆にGPIFが何を言おうと、コストを下げ
るだけでエンゲージメントは一切しない、エンゲージメントを要らないお客さんのお金し
か取りませんというパッシブも出てくる可能性がある。

結局何が起きているかという、パッシブのビジネスモデルが変革を求められていて、
全てのアセマネがどうするべきかを考えているのだろうと思います。ただ、方向性として
は、
や
の誰に聞いても、今後アクティブな株主として
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ます。実際にどういうモデル、
割合をどうするか、すごく絞ってそこだけ深く行くと、エンゲージメントファンドと一緒
ではないか、広めに行くと、浅く行くのかなど、私たちも、スチュワードシップ時代のビ
ジネスモデルの提案をずっと求めてきているので、今のところは前回御説明したところし
か出ていないのですけれども、ことしぐらいからは、もうちょっと違うものが出てくるの
ではないかと思っています。

それまでは整理できないという、向こうのビジネスモデルですから、私たちも受け身
の点もありますので、加藤先生のおっしゃるような方向に行ってしまうと、今度はエン
ゲージメントファンドと何もしないパッシブでいいではないかという意見も出てくるかも
しれません。もうちょっとそれは様子を見る必要があると思います。

○平野委員長 どうぞ。

○高橋理事長 ありがとうございます。

投資原則のESGの4番目の解釈のところは、恐らく皆さんいろいろ読み方があると思いますが、1番のところはこういう利回りを目標とする。2番目は、流動性を確保するということですから、流動性の確保はマストであります。確保するという、何か年金でお金が欲しいと言ったら、ちゃんと流動性がありますよということです。3番目は投資機会の発掘に努めるということですから、発掘をしましょうということで、4番目は、ESGを通じて投資収益の拡大を図るということでもありますので、トライするというものでありまして、このとおり読むと、トライしていればそれでいいではないかということになりかねないので、毎年、ESGレポートで検証をきちんとして、その次の年もトライできるかどうかについては報告しますということだろうと思っていて、そのために、ことしの予算でも、特にデータベース、ESGのデータベースがないと検証もできませんから、その点についてはお願いしているということです。

それから、この先のところですが、投資収益の拡大の部分について、昨年、環境指数を選定したときも御議論いただきましたが、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ということ等については、やはりデータをもとに毎年議論をさせていただきながら、方向とすると、安定的な投資収益の拡大の方向に常に向かっているという検証は必要かなと考えておりまして、もっと言いますと、水野が申しあげましたように、一定の期間で本当に拡大を図れるのかということを経営のいろいろな部分から検証していくことも大切だと思いますが、これから先どうやっていくかについても御議論いただければと思っております。

○平野委員長 ありがとうございます。

この議論はこのぐらいにいたします。どうもありがとうございます。

続きまして、報告案件に移りますけれども、執行部の方、部長以下の方ですが、総務部長、経営委員会事務局を除く執行部の方は御退室いただけますでしょうか。

(執行部退室)

○平野委員長 続きまして、議題は報告事項となります。報告事項(3)「業務監査報告(随時)」につきまして、堀江委員から報告をお願いします。

○堀江委員 資料14の報告事項(3)です。

1月の第18回経営委員会で、監査委員会から取り急ぎ報告したのですが、3月4日に高橋理事長に9ページほどの意見書を手渡しいたしました。今回、その意見書の要旨を経営委員の皆様方に報告するものです。

2ページ物でございます。1ページ目の最初の「1 本件事案の概要及び監査委員会の監査に至る経緯等」ですが、1月に若干お話ししましたが、Barraと呼ばれる国内株のリスク管理システムの解約を情報システム委員会で決定したのですが、その解約がすぐにされず1年間ほったらかしになっていて、遅延しなければ払わずに済んだお金を

負担して、同額の財産的損失が生じた。そういう事案です。

去年12月に執行部から経緯等を監査委員会で説明を受けましたが、監査委員会としては、事実関係や問題の所在が必ずしも明確ではないと判断し、業務監査の中で発生原因等を正確に把握して、再発防止策の提示等を行うのが適当ではないかと考え、私を中心に監査委員会で調査した内容です。

「2 監査委員会による事実関係の調査結果」と書いてありますが、かいつまんで言いますと、もともとこの解約手続きは、情報システム部がやるとなっていました。実際のユーザーが手続きをするべきとの、しごく真つ当な提案を当時の藤原理事がされました。その提案にも基づき、分析ツールに関しては、解約等の手順を、情報システム部ではなくユーザー部門がやることになりました。そのように手続きの変更を行うべく、情報システム部が手順を進めたということです。

いろいろ記述しておりますが、情報伝達の会議がいろいろあり、そこで手続を実行する所管部署を当時の情報システム部からユーザー部門に変えることで話が進んだのですが、いろいろ資料を調べてみましたが、所管部署の変更を記した文書が見当たりません。当時からこの法人の中では、情報システム部がその手続を実行するのだということが、慣行的なルールが形成されていたと理解をしております。今回の決定は、所管部署を、情報システム部が実行するという慣行であったものを変える提案であったと考えています。今、説明しましたが、そのような所管部署の変更を決定した実施決裁等の書類が、調査の結果、見当たりませんでした。

2 ページ目は、所管部署が明確に内規等で決められていないままの状況で、このツールの解約が決まりましたが、所管部署がどちらなのかが、情報システム部から名前が変わった情報管理部とユーザー部門であった市場運用部の間で、お互いにそちらだろうというふうに思っており、解約が1年間行われなかった。そういった事案です。

そういう経緯で、「3 調査結果に基づく監査委員会の意見」ですが、市場運用部と情報管理部の間に認識の齟齬があったということなので、そのそもそもの一番重要な原因は、両部の担当者による部門間の情報連携や部室内の情報連携がよくなかったことです。特に市場運用部の中の情報共有や連携が不足していた。これが直接的な原因であるということは明らかです。

それにプラスして、その背景、情報の認識の齟齬が起こった背景の中に、今、言いましたように、解約を含む調達契約の実施決裁の手続を行う所管部署を定めた明文の規定がなかったことがあり、慣行等に基づいて事務処理を行っていた。そういう業務運営の実態があるのではないかと我々としては整理しました。

今のような事実認識に基づき、再発防止策を3点意見書として取りまとめました。調達契約、これは今回の解約を含む調達契約ですが、それにかかわる業務フローを前提に、基本的な事実関係について明文の内規にして、責任分担を明確にした所管部署をきちんと書いていただきたいということが1点目。

2点目は、今回、こういった解約についての遅延が起りましたが、それ以外にも事務分掌の規定がなく、責任の所在が不明確のような業務があれば、ちょっとチェックしていただき、似たような処理をしていただきたいということです。

3番目は、本件事案について、内部統制委員会を開き、各部門で今、言ったようなことを議論していただいて、原因分析とか再発防止策を法人内で共有して、将来の過誤を防ぐようなことをやっていただきたい。この3点を意見書としてまとめたものでございます。

既に内部統制委員会が3月25日の月曜日に開かれておりまして、この3点については執行部の中で既に手続として進めていただいている。そういう認識でございます。

以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問がございましたら、よろしくお願いたします。

●三石理事 執行部の対応について、今、堀江委員からお話ございましたように、既に再発防止を含めてやっているところでございますが、若干補足させていただきますと、昨年12月に関係の職員、市場運用部の職員、情報管理部の職員につきましては、理事長のほうから就業規則に基づく厳重注意という形で注意処分を行っているところでございます。

先ほど内部統制委員会のお話ございましたけれども、今週の月曜日、25日に内部統制委員会を開きまして、今回の事案の経緯の説明を踏まえて、再発防止のところでは、個々の調達契約に関しまして、明文の内規をとってお話ではあるのですが、現実問題として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ということはなかなか現場では難しい面がございます。実際にはさまざまな業務が新たに発生したり、変わっていくという中で、規定だけで決めて、そのとおりにやればいいのかというと、むしろ規定にないような業務が生じたときに、それを誰がやるのかということで、そこで責任がまた不明確になってしまうというような問題もあるものですから、今回は、明文化という意味では、こういった委員会が決めた重要な事項につきましては、基本的に事項の所管部署が理事長の実施決裁をとるわけでございます。

今回であれば解約手続を行うという決裁を所管部署が理事長まで上げるわけでございますけれども、それを委員会の事務局がダブルチェックという意味で、実施決裁がとれているかどうかを再チェックするようなダブルチェック体制を明文化いたしまして、再発防止につなげるという形にしたところでございます。

さらには、今回問題になりました分析ツールの関係については、所管部署を改めて各部室に対し明確化をするとともに、分析ツール以外でそういった所管部署が不明確になるような事案がないかどうか内部統制委員会で議論をしてもらいまして、結果的には分析ツールと似たような話で、インデックスについても、かなりの数のインデックスを法人で使っておりますが、そのインデックスの利用状況を毎回確認しているわけでございます。そこでもし仮に不要だとなったときに、そのインデックスが果たしてきちんと解約できてい

るかどうかという問題もございました。これも同じように再発防止を講じようという提案が出ている。そのような形で、内部統制委員会を25日に開催して、再発防止を行ったところでございます。

私からは、以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

○中村委員 業務の流れがよくわからないのですが、所管元が契約の提案をするのはわかるのですが、発注と検収と支払いの3つは、普通は三権分立をして別部署がやらなければいけないと思います。発注をしたところで、解約するのではないのですか。所管部署が全部をやっているように聞こえたのですが、本来であれば例えば調達部門などがあって、法人の発注行為については、全部調達部門でやらないといけないと思いますが、例えば情報システム部などが発注をしているのですか。

●三石理事 いわゆる契約をすることの意思決定、そこは所管部署、今回であれば市場運用部が行うという形になります。

○中村委員 そうすると、解約をするのは契約をしたところ、発注をしたところが行う。

●三石理事 解約をするという意思決定も所管部署が行います。ただ、実際に契約を結んだりするのは、もちろん経理が一括してやりますけれども、そもそも調達をする、あるいは解約をするという意思決定については、所管部署が最終的には理事長まで実施決裁を上げて行うという形をとっております。

○中村委員 普通は調達部門がそういうものを全部受けて、やると思いますが、そういう部署はないのですか。

●三石理事 それがそういう意味では経理なのですけれども、経理も具体的に現場から、これは調達します、これは解約しますというものがないと動けませんので。

○中村委員 経理は支払いをやるのではないか。発注行為を経理がやるなどというのはあり得ないですよ。

●三石理事 発注行為というか、契約ですね。

○中村委員 契約も経理がやる。支払うところと、その契約をするところが同じというのはいり得ないのではないか。

●三石理事 経理責任者は、経理の責任者がやっておりますので。

○中村委員 それは業務を見直したほうがいいのではないか。

●三石理事 それは結構ほかの独法などでも同じだと思うのですが。

●水野理事 小さいからではないですか。

○岩村委員 契約の締結行為をどこがやるかみたいな話なのですけれども、もちろん理事長に決裁を受けて、その決裁を前提に経理がやる。そんな整理になっているのです。それはどこの独法も同じでしょう。

●三石理事 そうですね。ただ、そもそも契約する必要があるか、あるいは解約する必要

があるかということは、それぞれのそれを使っている所管部署でないと判断ができませんので、その部署が理事長まで決裁を上げる。

○中村委員 私には理解できませんが、解約をするということは一応決めたのですが、行為をされていなかったというわけでしょう。そうすると、それを見逃した経理部門の責任ではないか。

●三石理事 ですから、経理部門もそれが不要になったということがわからないのです。情報が伝達されていなかったのです。

○中村委員 決めたらその情報は自動的に経理に行かなければいけないでしょう。その行為を誰かがするはずだという善意に基づいたオペレーションをしているということなら、忘れてしまったら、そのままぼろっと漏れてしまう。そういう仕掛けは絶対にまずいと思います。決めたらそれが自動的に流れるような仕掛けにはしておかないと。

●三石理事 通常であれば、委員会が決めれば、その決めた中身の中に担当部署も書かれていますので、その担当部署が理事長まで決裁を上げて、解約をするということになっていたのですが、今回の場合には、たまたま担当の部署が、当事者の証言によれば、よくわからなかったということです。そこで、今度はダブルチェックで、委員会の事務局も再度確認を図って、ダブルチェックにしますという再発防止です。

●森審議役 御指摘のとおり、情報システム委員会には今まで経理が出ていなかったのですけれども、私どもはそれにつきまして、経理も同席するようにいたしました。それに加えて、今、御指摘いただいたような再発防止策をさらにとるということでございます。

○平野委員長 何かございますか。

○中村委員 理解できない。許されません。

○平野委員長 どうぞ。

○高橋理事長 今回の2ページ目の監査委員会の意見につきましては、まことに御迷惑をおかけして申しわけありませんでした。

ここにも指摘されていますとおり、今回の連携不足の直接の原因は、ありていに言うと、当法人のタコつぼ的な文化の面によるところが相当大きいと思っております。今、中村委員からもお話がありましたが、現実にはまだ仕組みも非常に未熟なのですが、本件につきましては、私が一番問題にしたのは、ほかの部は整々と解約をしているのに、どうして市場運用部だけがということと、この会議だけではなくて課長会でももう一回確認をして、課長同士がちゃんとこういうところは解約するということを連絡したのにもかかわらず、この部だけが解約していなかったということ。

それから、解約をすると会議で決まっているにもかかわらず市場運用部からは使いますというペーパーを担当者が出していた。それで経理も、まさか解約になっているとは思わなかったということが現実でありまして、ありていに言うと、一言声をかけて、ほかの部に様子を聞けば防げたものでありますので、これについては当然書物として書いたもので改善はしますが、今、中村委員もおっしゃいましたように、私は内部統制委員会で申し上

げましたけれども、これを書いたら解決するのかというと、そうではなくて、もう少し仕事をやっていくときに、役割分担なりも含めて改善策を不断にやっついていかないと、最大の防止策は、書いたら終わりということで、防止できないと思いますので、先ほど御意見をいただきましたとおり、仕組みの抜本的な改革等も含めて、対応をしたいと考えております。

もちろん今、御意見をいただきましたとおり、監査委員会の御意見のとおり当面の改善策は行えますが、抜本的には、業務フロー図をつくって、そのフロー図ごとにリスクポイントをチェックして改善をしております。堀江委員からもお話がありますとおり、業務リスクと投資リスク、市場運用リスクの両方をまとめた投資原則、リスク管理原則をつくろうとしているわけですが、業務フローなり業務リスクの最大のポイントは、それぞれの業務フロー図をつくって、何か抜本的に仕組みとしておかしいところがあるのではないかとこのところは詰めてみないとわからない部分がありますので、これを一つの契機として、業務リスクの管理の改善に努めたいと思います。

○中村委員 これは解約すると言って使っていないわけでしょう。それを使っていますということを毎月出し続けたというということですか。

○堀江委員 実際は使っていたのです。

○中村委員 使っていたのですか。

○堀江委員 知らずに使っていたのです。

●水野理事 知らずに使っていたのです。

●三石理事 市場運用部の上のほうは、これはもう必要ないとして、解約すると決めていたのですけれども、下の実際にツールを扱う若手の人たちは、これは便利だと思ってそのまま使っていたということですか。

○加藤委員 ちなみに私も独法におりますけれども、契約満期が近くなるとWarningが届くのですね。契約満期ですけれども更新しますか、キャンセルしますかと自動的に届くような仕組みになっているのですけれども。

○岩村委員 ツール自体がですか。

○加藤委員 組織の仕組みとして、事務部門からそういうWarningが必ず届くのですけれども、そういうものは。

●水野理事 逆で、自動更新でとめると言わないと。

○中村委員 とめると言わないと自動更新がされてしまうから、その前に本当にいいですかというWarningを出さなければいけない。

○加藤委員 そうです。自動更新でもWarningが来ます。

●水野理事 あれはどのような契約でしたか。

○岩村委員 現実には、そこはやっているのです。セキュリティ委員会で議論をして、解約しますと決めているのです。ところが、その決めたことが下に伝わっていない。そういうことです。

○古賀委員 それは仕事の進め方の問題であって、手続のフローをどうするとか、議事録はいいですけども、要は、そういうことですよ。聞けば聞くほどフローがきっちりしていないとか、紙がないとかいう問題ではないですね。

○平野委員長 これは先ほど理事長が言われたことと重なると思いますけれども、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のほうで考えられるということですので、また改めてその節には議論させていただきたいと思います。どうもありがとうございました。

理事長、そろそろ時間ですが、あと5分ぐらい大丈夫ですか。済みません。

それでは、次の報告、これは私からの報告なのですが、15の「経営委員会の新たな運営について」ということで、前回の経営委員会で監査委員会報告、皆様方からの御意見を集約した報告を監査委員会のほうからしていただきましたが、このときの議論もふまえて、私なりにこのような工夫をしてはどうかということでもとめてみました。

ざっと見て、1つだけ、2の(6)の独立行政法人としてのGPIFにおける経営委員会の立ち位置というところで、物すごく抽象的に書いてありますが、これはいろいろところで、具体的な案件を議論する際に、どうしても触れざるを得ない論点が出てきます。その議論を積み重ねる中で、どこかで整理すればいいかなという程度の案件です。

今すぐこの案件を取り上げようというふうには思っておりませんが、問題意識として出させていただきました。あとはごらんになっておられるのですが、理事長も何か御意見がございましたらここで、よろしゅうございますか。

○高橋理事長 結構です。

○平野委員長 それでは、簡単に御説明をさせていただきます。

できるものは次回、新年度から実施に移そうと考えています。1は、これはほとんどの委員から提案がございましたけれども、討議時間を十分とるようということですので、案件の説明上の一層の工夫をするということ、討議時間を十分に確保するように工夫をしたいと思っておりますし、また、執行部にも御協力を求めたいと思っております。

2番目は、経営委員会の後に、経営委員会メンバーによる反省会といいたいでしょうか、意見交換会を設けるということで、そのときの状況にもよりますが、15分から20分程度ということで、これは4月から実行に移そうかなと考えています。

3番目は、経営委員会の執行部の出席に関してのことですのでございますけれども、これはこの間、理事長からの御意見もございましたが、案件の性格次第だろうと思っております、案件の性格を踏まえまして、どうするかを私のほうでよろしければ判断をさせていただきたいと思っております。

4番目は、経営委員会が議題を提案する場合でございますが、これは私と執行部で協議の上、どうするかを決めさせていただきます。これは執行部から挙がってくる案件についても今は同様の扱いでございますが、ただ、議題のオーナーシップは当然提案者である委員が持ちますけれども、サポート部隊として経営委員会の事務室と常勤の監査委員会が機

能する。情報収集等の面でサポートを行うということを一応想定してございます。

5番目、議事要旨への発言者の記載の可否につきましては、ちょっと御意見が分かれていますので、今しばらく様子を見た上で、最終的に判断するというにさせていただきますと思います。今しばらくは今しばらくでございます。特に時限は設けない。

2番目は、議論すべきテーマなのですが、(1) ESGに関する経営委員会としての関与の仕方、これはきょうもいろいろ議論がございましたけれども、ああいう議論自体は非常に建設的だと思うのです。ですから、案件の都度そこで議論、意見交換をさせていただきながら整理をするという手法をとりたいと思います。次回の経営委員会でも、これは三石さんのほうからですね。

●三石理事 もしよろしければ、先ほど加藤委員のほうから、例えば投資原則のこの解釈についてどう考えるかというような問題提起がありましたが、何かこういう論点を議論したいというお話をもしこの場で具体的にいただけるのであれば、それに沿って資料のほうも御準備したいとは思っております。

○平野委員長 ここでちょっと立ちどまって、ESGについて何か今の三石理事の御提案に沿った御意見がございましたら。

○岩村委員 先日の事前説明のときに、加藤委員がおっしゃっていた、インデックスをつくるときに、どの企業を選定するかということは、ESGとの関係でどうなるのだという議論があるという話が出まして、それについて、個別銘柄の選定ではないという整理をしたのだと、そのような議論がちょっとあったのですが、どの程度正式に議論した話かは知りませんけれどもね。

あのあたりも、インデックスとはいえ個別企業を選定して組み込むわけですから、仮にやるとすれば、その辺はどういう理解をしたらいいのかとか、そういう個別の問題の中で議論を整理していったほうが、私もわかりやすいなと思っております。例えばきょうのグリーンボンドもそうですね。あれが個別銘柄を推奨しているように見えるけれどもいいのかと。そういう話ですね。法律上は、一任取引しかできないと書いていて、一任取引以外の、例えば個別銘柄の選定とかを推奨すると、GPIF法に違反するという整理になっているのです。だから、場合によっては懲戒処分の対象になるという整理なわけですよ。そういう中で、あれが推奨という形で、違反にならないのかという議論さえあるわけで。

●水野理事 疑問があるというのであれば、きょうの議案のところはきっちり決着をつけてもらわないと、グレーだと言われるのは、私はおかしいと思います。これは一任契約には全く問題ないです。なぜなら、実際にアセマネの中にも買ったところと買ってないところがあるわけですから、きょうの議論みたいな、はっきりしない回答になることはあると思いますけれども、私たちがやっている仕事において、毎回グレーですと言われながら仕事しなければならないのは、正直に言ってかなわないです。

○岩村委員 国民がどう受けとめるかということがあるので、ちょっと待ってください。

●水野理事 受けとめではなくて、パーセプションの問題であって、先ほどの年金局は、

グレーではなくてグレーだと思われるコミュニケーションの可能性があるとだけであり、これはグレーではないです。

○岩村委員 私も似たようなことを言っているのですよ。そのように受けとめられる可能性があるので、表現にはもうちょっと工夫が必要なのではないですかと。そういうことを言っているわけで、誤解を与えないようにしたいということなのですね。

●三石理事 そういう意味では、先ほど言われていたのは、ESG指数、環境指数とかいろいろな指数があります。そこで企業が選別されていることについて、同じような疑義がないかということです。ESG指数の仕組みそのものについては、投資一任の規定に反するということは、厚労省にも以前確認をしていますけれども、これは抵触しない。

○岩村委員 そうなのですか。

○平野委員長 どうぞ。

●厚生労働省石川資金運用課長 済みません。今の議論を確認した上で整理する必要があると思っています。突然の話ですので。

○岩村委員 まさに個別の企業を選定しているのではないかという、その議論に対してどういう整理になるのかがよくわからない。

●三石理事 基本的には指数会社が決めていますので。

○岩村委員 加藤先生の質問はそうではなかったですね。仮にGPIFで指数をつくるとすればみたいな、そんな議論だったように思いますけれども、私の誤解ですか。

○平野委員長 インデックス・エントリー制にした上で、その中から選別するわけですね。その選別のありようによっては、GPIFが、いわばかなり恣意的に銘柄を選ぶ行為につながることはできるのではないかと。それに対しては一応基準を示して、その基準に沿って審査するのですという話なのですが、加藤先生が言われたのは、基準の示し方によってはそういうこともあり得ますということなのですね。だから、それに対して、そうではない、それは大丈夫だというようなメカニズムがあれば、それはそれで済むことだと私は理解しました。

石川さん、どうぞ。

●厚生労働省石川資金運用課長 そこは済みません。今、初めてお聞きしたお話ですので、どういう話でしょうか。

○平野委員長 インデックス・エントリーの話は、一応そこはそれで、論点ははっきりしていると思いますので、今、おっしゃろうとした話は。

●厚生労働省石川資金運用課長 インデックス・エントリーで、事前説明の際に、指数について、加藤委員がおっしゃったことについてのやりとりとか、それについての過去の厚労省として何かとか、先ほどのはどういう話でしょうか。

○岩村委員 見解が示されていたと先ほどおっしゃったのですね。

●三石理事 私が申し上げたのは、既にESG指数は今、4つぐらいやっていますけれども、そのたびごとに厚労省の確認をとって、特に問題はないと言われています。

○岩村委員 そういう話ではなかったのですよ。例えば将来的に。

●三石理事 新しく、もしGPIFで独自に指数をつくったときに、そのつくり方によっては抵触するおそれがあるかもしれないですねという御指摘ではないですか。

○岩村委員 そのような議論だったと私は理解しています。

●三石理事 例えばある業界、アルコール業界を除くとかいうことになれば、確かにそういうものはあるのかもしれませんが。

○加藤委員 だから、インデックスを選ぶときも、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、それはどうかという議論は多分あるだろうと思うので、何らかのルール化は必要だろうということです。

○岩村委員 それも1つの論点にはなるかなということで、申し上げているというだけのことです。

○古賀委員 それと加藤さんがおっしゃったことが一番重要ではないでしょうか。投資原則の項にある。水野さんが長い話になるという、中長期的な投資収支はまさにわからないわけですから、しかし、進めるということに対しては、こういうことから進めるのだという、原点としてきちんと合意形成しておく必要があると思います。

○加藤委員 経営委員会として何か。

○古賀委員 一番のベースは、そこではないですか。

○平野委員長 そのとおりだと思います。

ESGに関する関与の仕方と書いたのも、その趣旨でございまして、つまり、それは人によっては自明なことかもしれないけれども、しかし、特に新しい案件、取り決めるする場合には、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、想定でもいいのですが、経営委員会としてする必要があるのではないかと。その一つのステップを踏んでやりたいというような話だと思います。

今、現にそれをやっているとは私は理解をしまして、水野さんに言わせると、曖昧ではないかということなのだけれども、そこはいろいろな議論があり得るので、それをクリアする形で何をすればいいのかということが多分、はっきりすると思うから、そういうタイプの議論を少し練り込んでいくということが必要なかなと思っています。

どうぞ。

●水野理事 済みません。私がいつもいろいろとはっきり言い過ぎて申しわけないのですけれども。

○平野委員長 はっきり言っていただいたほうがいいのです。

●水野理事 1つ心配になっているのは、ESGの議論は、曖昧であったり、価値判断をどうしても含むものですから、海外のアセットオーナーでも、ボードの中に違う意見の人がいることがしばしばあります。そのときに、今回の運営上の新たな工夫のところ、発言者の名前の可否が出ているのですけれども、議事要旨でいつも悩むのは、御意見が分かれたときに、例えば「経営委員（加藤）」、「経営委員（新井）」とか書いてあれば、違う意

見の人もいるとわかるのですが、今の議事要旨だと全部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す。議事要旨を見ていると難しいなと思っていて、執行部はある程度一致するのが普通だと思うのですがけれども、ボードは多分、CaIPERSなどを見ているにしても、ESGに関しては、消極的な人も積極的な人もある程度いるという状態なのだと思いますので、そういうときに、個人名を出すのに抵抗感があるのなら、せめて例えば「経営委員A」など、そういうことも考えられたほうがいいのではないかと。

先走って申しわけないのですが、海外のアセットオーナーを見ていると、ESGは若干人によって強弱が出ているので、そういうことをこれを見て思いました。

○平野委員長 一つのアイディアとして、おいおい考えさせていただきます。ESGについてはそんなことでよろしいですか。

●三石理事 前回に委員長から御指示のありました、ダイベストメントの今までの考え方の整理もあわせて準備したいと思います。

○平野委員長 これは1回で終わる話でもありませんのでね。

○新井委員長代理 先ほど加藤さんがおっしゃったこととも関連するのですが、投資原則の4で言われているようなことは、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ます。ESGが中長期的に受益者の利益に、パフォーマンスという意味で、社会全体のどうのこうのということはちょっと横に置いておいて、パフォーマンスで見たときに、本当にプラスになるのか否かはアカデミックな研究の中で結論が出ていないと思います。

いろいろファクターをコントロールしないレベルで、検証、実証研究をやって、プラスになっているという多くの論文があるのですが、その辺は、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ということは十分に検証されていないものが多いと思います。

アカデミック・ジャーナルを見ると、ESGをプロモートするような学会があって、そういう学会の学会誌に載っている論文はファクターをほとんどコントロールしないで、ESGを考慮するとプラスにリターンが出るみたいなことが書かれている論文が多いのですが、ファイナンス系の学会誌ですと、より中立的な結論の論文のほうが数が多いと思います。個人的にはESGは、基本的には社会理念としては必要なことだからやるのは反対しないのだけれども、パフォーマンスにマイナスに効くようなことがあるとすれば、それはいささか問題ではないかと思っています。パフォーマンスに悪影響を与えない範囲で行う範囲においてはよろしいのではないかとということが私の個人的な意見です。

●水野理事 それは多分、今度やればよろしいのではないですか。

○平野委員長 今度やればいい。切りがない。次はここで。

○古賀委員 今やると長くなるから。

○平野委員長 ありがとうございます。

2番目は、これはもういいですね。ちょっと御説明、タクティカルな資産は乖離許容幅の範囲内で結構大きな変動をしているわけですが、そうしたタクティカルな資産配分でパフォーマンスが相当左右される部分があります。したがって、どういう思いでどういう決定をし、結果はどうだったかということを定期的に執行部から御報告を受けたほうがいいということです。これをちょっと調整させていただきたい。

長期的に見たGPIFの課題。これも前から御議論になっているところでありまして、理事長も同じ問題意識をお持ちなので、これは具体的にどうするかということをおいおい理事長と調整をしながら、どこかで取り上げてみたいと思います。

リスク管理のあり方、これについては例えば堀江委員から運用リスク管理の方針と業務リスク管理の方針が出たわけでありまして、それを統合する形で包括的なリスク管理の基本方針みたいなものをつくってはどうかという御提案もございました。それだけではないのですけれども、オルタナティブなリスク管理などもこれからの課題だと思っておりますが、ここももう少し経営委員会でタイムリーに取り上げるべきアジェンダであろうと思ひまして、書いてあります。

5番目なのですが、これは足元案件に関係するのですけれども、何回もここで議論になったように、中期目標・中期計画の関係はいかにということでありまして。これは多少私から、プラクティカルな提案なのでありますけれども、今どうなっているかということ、外形上は中期目標をそのままカット・アンド・ペーストして、中期計画をつくるような感じになっていて、それは厚労大臣の認可を受けるということになっているのですが、重要なことは、全て中期目標で決まってくるわけですね。だとすれば、中期目標の策定のプロセスの中に、経営委員会としてどういうインプットをすべきかということが現実の問題だろう、課題だろうというふうに考えまして、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、これを厚労省なりに持っていくということをやってはどうか。

そうすると、それが中期目標という格好でこちらに返ってきて、多少は議論の実質を伴うということになるのではないかと。私はこのプロセスがよくわからないので、こういうことが本当にできるのかどうかについてもよくわからないのですが、一応厚労省の石川さんとはちょっと話をしまして、このようなことを考えてはどうかという暫定的な結論に達したわけでありまして、いかがでしょうか。

○中村委員 ぜひそうしていただきたいと思いますが、一番キーになるのが運用目標です。先ほどの説明は全く納得がいかない。入ってくるのは日本人の労働者から入ってくるので、保険料が幾ら何年で入ってくるというのならわかります。でも運用は違うではないですか。なのに、何で日本のGDPの成長だけで議論するのが全くわからない。その前提で行くなら、運用は全部国内でしょう。運用の政策配分を変えましたが、この議論で行くなら、今の資産配分は直さなければいけないではないですか。

○加藤委員 先ほどのお話は、負債が国内経済にリンクしているというお話ですね。要す

るに、運用は別にして、負債は国内経済にリンクしていますと。それでターゲットを決めましたと。あと運用はいろいろと頑張りましょうということで、これは変わりありません。そういう話でいいのですね。

●厚生労働省度山大臣官房審議官　そういう趣旨で申し上げました。

○古賀委員　ただ、それも6番と関係すると思います。いわゆる「年金財政における経済前提に関する専門委員会」の議論に、経営委員会の意見やGPIFの意見が、今は反映されない仕組みになっている。現実はその専門委員会で結論を出しているということですから、そのシステムをどうするのかという課題となりますね。

○平野委員長　そのシステムについては、これは手探りだけれども、経営委員会として意見をすべきだと思うのですね。それをまとめて意見する。それを取り上げられるかどうかは別の問題だけれども、施策については、今回の中期計画5年についてはぜひこういうことをやるべきだということは、少し整理をして、経営委員会としてインプットすればいいのだと思います。

ここはちょっといろいろな要素があるのですが、中村委員が提起されたような問題はどのようにこなせるか、イメージが余りないのですが、負債がリンクしているのはそうなのですけれども、そうすると、大きな年金制度全体で考えると、これは新井先生がよく言っておられる話なのですが、結局ほとんど円ですね。9割方円の世界で、円でもらって円で払っている。1割の年金がちょこちょこ一生懸命それを分散して、それは一体どういうことなのだろうか。

本当に分散ということを真面目に考えるのであるならば、GPIFの資産は全部外貨だっていいではなかと。もともと円を持っていることにリスクがあるというのが分散の裏にある考え方ですから、そういうことも考え方としてはあり得るのですね。

本来そもそもどうなのだという議論は、今度の基本ポートフォリオの議論の中ではやりたいですね。それが採用されるかどうかは別の問題だけれども、そもそも論みたいところは一応整理して置いておきたいなという気持ちを持っております。それが5と6の中に、気持ちとしては入っているということです。

○中村委員　そういうものがあると、経営委員会に参加する意義がある。

○岩村委員　先ほど厚労省がおっしゃった、何部会といたしましたか。資金運用部会ですか。

●厚生労働省石川資金運用課長　社会保障審議会の資金運用部会です。

○岩村委員　資金運用部会ですね。そこで審議するとき、例えばGPIFの方が参考人として呼ばれているいろいろな意見を、実情を踏まえた要望とか、そういったことを述べる機会はあるものなのですか。

審議会だと、いろいろな形であり得ますね。有識者であったり、当事者であったり、利害関係者であったり、いろいろな人が呼ばれて意見を聞いて、それが審議会での結論に影響するということはあるのだと思うのですけれども、そういう仕組みではないのですか。

●厚生労働省石川資金運用課長　そこは議題によってです。例えば、法人の実態について、

典型的には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の御担当の方から自己評価を御説明するなど、案件によってGPIFに参加していただくということはあると思います。

ただ、運用目標については、これは恐縮ですけれども、厚生労働大臣が定める中期目標の中における運用目標は、まさに年金財政上の将来見通し、財政検証を踏まえて設定され、先ほど御紹介した経済前提の中でどれをGPIFの運用目標にするかということ、まさに年金財政とつながる意味での検討、つながる中での検討ということでもあります。そこは厚生労働省において検討するということになりますので、その際に、GPIFの立場からの関与はなかなか難しいところがあるのではないかと考えております。

○平野委員長 1つわかりやすい例でいくと、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がありますね。ぐちゃぐちゃといろいろなことが書いてあるけれども、全くわからないですね。例えばESGのエンゲージメントをするということは、基本的には企業経営に影響を与えることを目的としてやるわけでしょう。そうでなかったら意味がないわけだから、でも、企業経営に対して過度に影響を与えることは避ける、そういう表現になっているわけですね。このところをもう少し整理して、わかりやすい、ディレクティブにしないと、何を言っているかわからないわけですよ。そのようなことが結構あるなと思って中期目標を見ているのです。

中期計画になると、それをそのままカット・アンド・ペーストでべたっと張りつけてあるから、だけれども、計画として、ちょっと具体性を欠くとか、なかなか指針として受け取りにくいようなものが結構あるなど。私が言う施策とはそういうことも含めてなのですけれども、これを意見としてまとめて、適宜インプットさせていただきたい。それは部会に出て陳述するというのも一つありましょうし、別にインフォーマルな形でお渡しを、文書の形で渡すということもあるでしょうし、お話をするというのもあるかもしれないけれども、何らかのチャンネルでインプットをさせていただければありがたいと思います。

●厚生労働省度山大臣官房審議官 法律の枠組みが変わって初めての計画と目標の設定ということになりますので、よく御相談をさせていただきたい。

○平野委員長 前は経営委員会がなかったし、その場合の実情はどうだったのでしょうか。多分、理事長が何度か呼ばれて、内々の意見交換をされたのでは。

●水野理事 前回の経験で言いますと、堀江さんは覚えておられると思いますが、GPIFが全くタッチできない前提条件がおかしいと言われ、それをGPIFが言わなかったからいけないのではないかとずっと批判されていました。

運用委員の中でも、そもそも厚労省から最初に出てくる数字をGPIFはチャレンジすべきなのだとことを言われていた委員もいました。

○平野委員長 前回のそういう経緯もこの議論の中で少し共有させていただければありがたいですね。わかりました。

チャレンジしてどうなるかは、皆それぞれにいろいろ思いがあって、これでいいのかと。一言で言うと、そういうものは多かれ少なかれあるのですね。

○根本委員 新井先生がおっしゃった、現実より高い目標というのも変ですけども、将来のことから低い、高いと言えませんが、それに合わせて、運用実績をベースにまた目標をつくられるという、例えば過度にリスクをとってリターンをGPIFが上げたら、それにまたさらに高いものが課されるということにならないかなとちょっと気になるころなのです。

●厚生労働省度山大臣官房審議官 今の点だけは、まさに専門委員会で相当議論をした上で、先ほどの説明の中でも保守的、保守的と何度も繰り返しましたがけれども、御指摘のようなループにならないように、こちらとしてもかなり配慮をして、今回の前提の設定はしたつもりです。

○平野委員長 先行きの経済前提、例えばTFPにしても、成長見通しにしても、正直、高いわけですよ。非現実的に見えるほど高い。でも、その前提をベースに運用利回りを推計すると、利回りが高く出てしまうから、それを目標運用利回りに翻訳する過程で、例えば分散効果とか、そういう部分については相当保守的に前提を置きながら、結果として数字を抑えました。そういうことかなと理解いたしましたけれども、そういうものは御説明を見ないとわからないですね。いただくのはとりあえず数字だけなので、数字だけを見ていると、えっというふうに思う。

●厚生労働省度山大臣官房審議官 済みません。この専門委員会にも、何度か呼びいただいたので、担当のほうから説明させていただいたと思いますけれども、時間も限られる中での説明なので不十分だったかもしれません。

○中村委員 普通の民間企業であれば、ありがたい姿で目標を設定します。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、届かないのかということ、本来は付与する側と付与される側で議論があって、それに基づいて、これならできますというのが普通の民間企業の目標設定です。積み上げただけだったら低くなるので、これではだめだけれども目指す姿に対して何をやれば大丈夫か、何が起きたら大丈夫かななどを議論します。この議論がなしで、これでやりなさい、以上、終わりというのは、いかがかと思えます。独法は、普通の民間企業の運営のいいところをとるためにできたと聞いていたのですが、全然違うので、がっかりしています。

○平野委員長 ポイントはそこなのです。そこが（6）と関連しているのです。独法としての性格が、ガバナンス改革によって経営委員会ができて、その修正を加えられたのかどうか。そうではないとするならば、そうではなくて、変わらないとすると、経営委員会はそもそも何をする機関なのか。こういう話になる。

○中村委員 だったら監査委員会だけあればいいではないかと思えます。

○平野委員長 すぐには直らないかもしれませんが、そういう皆さんの声をまとめて、ちゃんと残しておくべきだということなのです。

○中村委員 残しておいてほしいですね。

○平野委員長 そう思います。そのような議論も。

○古賀委員 これは現実的に、やはり委員長なら委員長が、大臣は別にしても、例えば年金局長とそういうパイプとして、どういう手法があるのか、ないのかということはちょっと詰めてほしいですね。

○平野委員長 それはやります。

○古賀委員 いつも何か仕方ないということで終わり、それを繰り返しています。私は今の仕組みは社会保障審議会で決定したことを受けて、GPIFが運営することだと思います。ただ、度山さんがおっしゃったように、経営委員会設置という改革があつて初めての中期計画なので、経営委員会で議論して、厚労省が取り入れる取り入れないは別として、オーソライズされたものを書面で提出するのか、岩村さんがおっしゃったように、議論する場でのヒアリングという形式をとるのか、具体的につめないで、愚痴を言って言いつばなしを繰り返していても時間の無駄のような気がします。

○平野委員長 (5)は今の。

○古賀委員 そういうことです。(5)はまさにそうです。

○平野委員長 もう少しこのプロセスに乗せましょうと。

○古賀委員 そういう延長線上の議論であれば、専門委員会などでもヒアリングと呼ばれてもいいぐらいですね。ただ、厚労省がつくっているわけではなく、今、主査は植田さんですか。植田さんはじめ専門家の方々が議論しているので、厚労省が勝手にやっているというようなことを言うのもいかがなものかと思えます。

○平野委員長 なかなか難しい問題ですね。とりあえず御了承をいただければ、そんなことで、(5)を中心に何ができるかということを考えてみたいと思います。その過程では理事長とも相談し、年金局長とも話を聞いて、何をどうすればいいのかということについて、また御報告したいと思います。

時間が来ました。ほかに御意見はございますでしょうか。

それでは、本件はこの辺で終了させていただきます。

最後に、第19回「経営委員会」の議事概要及び議事録について、内容が関連しておりますので、まとめて事務室から説明をお願いします。

●辻経営委員会事務室長 第19回「経営委員会」の議事概要及び議事録について、御出席の委員の皆様にご署名をいただいたところです。経営委員会において、第19回の議事録の作成及び第19回議事概要の公表について、承認を得たということでよろしいでしょうか。

(「異議なし」の声あり)

●辻経営委員会事務室長 それでは、議事概要の公表の進めさせていただきます。なお、公表時期につきましては、4月8日月曜日ごろを予定しております。

○平野委員長 本日の議題は以上となります。

事務室から連絡事項があればお願いします。

●辻経営委員会事務室長 今後の経営委員会につきましては、iPadに記載のとおりです。次回は4月11日木曜日、14時から委員会の開催を予定しております。

机上の関係法令ファイルにつきましては、終了後、置いたままでお願いいたします。以上です。

●三石理事 済みません。1点だけ、ただいまの「経営委員会の新たな運営について」は非常にフランクな議論でよろしかった。私が言う立場ではないのですが、よろしかったのではないかと思います。一応これも委員会の議事概要でどうまとめるかという話にもなりますので、そこについてはまた委員長と事務室で相談していただいて、そのままいつもと同じようにまとめると、ややエキセントリックな議事概要になるかもしれません。

○平野委員長 すぐれた事務室の皆さんならそこは。

●三石理事 そこは委員長に委ねていただければと思います。

○平野委員長 調整します。

○岩村委員 監査報告の分があったではないですか。あれもある意味で不祥事なのですが、処分等を公表しない不祥事ですね。そういう関係で多少工夫が要るのかなと思うのです。

●三石理事 わかりました。

それも含めて一応御相談させていただきます。

○平野委員長 御指摘ありがとうございました。

これにて第21回「経営委員会」を終了いたします。お疲れさまでございました。