

第22回経営委員会議事録

1. 日 時：平成31年 4 月11日（木） 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
元号改正に伴う関係規程の整備等
 - 3 審議事項
基本ポートフォリオの定期検証の実施について
 - 4 報告事項
 - (1) ESG投資に関する基本的考え方
 - (2) 次期基本ポートフォリオの策定について (4)
 - (3) 2019年度広報戦略について
 - (4) 業務執行状況報告（平成30年度第4 四半期）
 - (5) コンプライアンス案件についての報告
 - (6) 監査委員会活動報告（平成30年度第4 四半期）
 - 5 その他事項
 - 6 閉会

○平野委員長 それでは、これより、第22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「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02、議決事項の説明資料のファイルをお開きください。

前回の経営委員会でも御説明しまして、変わった点は、元号が4月1日に令和ということと公表されましたので、それに合わせて改正をしているという部分だけでございます。かいつまんで改正ポイントだけ申し上げますと、3分の2でございますけれども、これも前回と同じでございます。様式②のほうから先に申し上げますが、今、元号を使っている

ものについては、できる限り西暦に一括して改正をしたいと思っておりますので、そういう形で、様式に関しては西暦に一括して改正をする。ただ、いろいろな規程の中で本則とか附則とかは、片方が元号で片方が西暦というわけにはいきませんので、こちらについては元号で統一する。こういう一括した規程整備を行いたいと思っておりますので、今回、議決をお願いしたいというものでございます。

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、よろしくお願いいたします。よろしゅうございますか。

それでは、GPIF法第5条の6第2項の規定に基づき、議決事項「元号改正に伴う関係規程の整備等」につきまして、議決をとりたいと思います。

議決の手續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でよろしゅうございましょうか。

それでは、議決に入ります。原案について特段の修正の御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 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 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した。

それでは、次の議題に移ります。報告事項になります。

本来は審議事項となるところでございますけれども、議事の進行上、報告事項(1)「ESG投資に関する基本的考え方」について、先行して議論したいと思います。執行部から報告をお願いします。

●佐藤企画課長 それでは、ファイルが05になります。報告事項(1)「ESG投資に関する基本的考え方」をお開きください。

最初に概要の資料をつけておりますけれども、エグゼクティブサマリーにありますとおり、今回、基本的考え方ということで資料を御用意しておりますが、主に2点ございます。

1点目でございますが、エグゼクティブサマリーの1ポツにありますとおり、かねて経

営委員会で御議論がありましたけれども、ESG投資に対してどう考えるかということで議論をしたいというお話がございましたので、現在のESG投資の現状とか考え方について、資料を御用意して御説明を申し上げるというものでございます。

2点目でございますけれども、エグゼクティブサマリーの2ポツでございますが、3月7日の経営委員会で加藤委員からダイベストメントについて御質問がございました。その関係で、関係の法令とか過去の国会における議論等々を整理いたしましたので、あわせてこの際、御報告を申し上げるという趣旨でございます。

資料を1枚おめくりいただきまして、22分の2をお開きください。繰り返しのお話になりまして恐縮でございますけれども、GPIFはユニバーサル・オーナーかつ超長期の投資家でございますので、持続的な経済成長あるいは長期の視点での運用を行っていく必要があるということでございまして、そういう際に、ESGも含めてスチュワードシップ責任を果たしていくということが大変大事になってくるわけでございます。

22分の3でございます。ESG投資について、今は株も含めた全ての資産クラスでESG投資を行っているわけでございますが、これは長期的にリターンをきちんと確保していこうということを目的としているものでございますので、長期的なリターン確保は、ひいては年金財政の健全化にもつながっていくというものでございます。別ファイルで、参考でつけておりますけれども、こういった観点で、昨年8月には、平成29年度のESGの活動報告も公表しております。

22分の4でございます。これはスチュワードシップ活動に関するこれまでの主な取り組みを時系列でまとめたものでございます。今から5年前、2014年5月に「日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明し」というところから始まりまして、投資原則の公表、PRIへの署名等々を行って、この5年間の間にかなり積極的に取り組みを進めております。そのうち最近の状況については、後ほど資料がありますので、別途御説明を申し上げたいと思います。

こういう取り組みを進めておりますけれども、次の22分の5でございます。「GPIFの各原則～ESGの考慮について」ということで、経営委員会でも議決をいただきましたが、投資原則、スチュワードシップ活動原則、議決権行使原則という、GPIFのほうではこういう三原則をつくって、これに基づいて日々運用を行っているわけでございます。例えば投資原則でありましたら、ESGを含めてスチュワードシップ責任を果たすようなさまざまな活動を通じて、中長期的な投資機会の収益の確保を図るとか、スチュワードシップ活動原則の中においてもESGの考慮、これは被保険者のため、リターンの確保にもつながるのだということをきちんと明記した上で、これに基づいて運用してきているという状況でございます。

22分の6はGPIFが採用しているESG指数一覧ということで、2年前から指数に基づく運用を開始しているわけでございますけれども、左側3つが最初に始めた指数でございまして、右側の2つ、カーボンエフィシエント指数については、昨年度から始めて、昨年3月時点で、トータルで 兆円ほど運用資産額があるという状況でございます。

22分の7でございますけれども、運用受託機関評価の見直しということで、かつては日株パッシブ、外株パッシブについて、スチュワードシップ活動あるいはESG活動の評価のウェートが、それぞれ日株であれば15%、外株であれば5%だったわけでありまして、スチュワードシップ活動、ESG活動の評価のウェートを、これも一昨年ふやしまして、現在は日株、外株ともに評価のウェートを評価項目全体の約3割まで引き上げるという取り組みを行っているわけでございます。

22分の8はESGのレポートの話ですので割愛をいたしまして、22分の9については、これは経営委員会でも昨年御報告を申し上げましたけれども、昨年10月にGPIFはClimate Action 100+にサポーターとして参加をさせていただいております。

それから、22分の10でございます。これも御報告を申し上げておりますが、昨年12月にはTCFDにも賛同を表明して、このような形でさまざまな活動を行っているという状況でございます。

22分の11はESGに関する企業の意識、組織体制、活動の変化ということで、これは私どものほうから一部上場企業に対してアンケートを行った、アンケート結果のまとめでございます。GPIFでESG指数を選定して運用を行っているわけでございますが、GPIFがESG指数を採用して運用を行った結果、特に大企業については、会社全体としてESGに対する意識が高まってきて、組織横断的な形で議論などが行われるようになってきているという形でのアンケート結果が出ております。

これは指数に採用された企業だけではなく、特に一番上の箱にも書いてありますけれども、大型株に関しましては、指数に採用されていない企業のほうが、採用された企業よりも変化があったという回答を多くいただいているということでございます。

それから、22分の12でございますけれども、ESGあるいは非財務情報の開示に関しまして、これは日本もそうですし、グローバルにもそうございますが、開示に対していろいろと前向きな動きもかなり出てきております。その結果、日本企業のESGの評価でございますけれども、これはFTSEの評価でございますが、2017年3月、2018年3月を比較して、ESG評価の点数という意味では2.0から2.2に上がっているという状況でございます。ただ、これは諸外国も同じように上がっておりますので、順位としては6位のままということになっているわけでございます。

22分の13はスチュワードシップ活動報告の中でも触れさせていただいておりますけれども、GPIFの運用機関が考える重要なESG課題ということで、日株のパッシブ、アクティブ、外株のパッシブ、アクティブでそれぞれ、特に気候変動、この赤い文字については、全ての運用機関が重要なESG課題だというふうにピックアップしたものでございますが、気候変動の問題とか、あるいはサプライチェーン、不祥事、ダイバーシティ、水の問題、取締役会とか、こういう形で、特に気候変動の問題については、どこの運用機関も重要なESG課題だというふうに挙げているわけでございます。

ここまでがESGの関係の資料でございます。

続きまして、22分の14以降がダイベストメントの関係の資料でございます。22分の14、22分の15につきましては、平成29年ですから、今から2年前に、当時の運用委員会に対して年金局のほうから御説明をいただいた資料をそのまま張りつけさせていただきました。

まず、22分の14でございますけれども、GPIFの株式運用の仕組みというところで、上に他事考慮の禁止、民間企業支配との懸念を回避とあります。今、法律を含めて関係法令に基づきまして、大原則として2つあるわけでございます。1つ目は他事考慮の禁止ということで、専ら被保険者の利益のみを考えて長期的に収益を確保しなさいということが法令上定められております。それから、右側でございますけれども、個別銘柄の選択の禁止あるいは議決権の行使というものも、外部にきちんと全部委任しなければいけないというルール、大原則があります。

したがって、その下に政府、GPIF、国内外の企業という矢印があって、当時は経営委員会ではなく運用委員会だったものですから、運用委員会という文字もありますけれども、一番左側の政府であれば、例えばこの分野に重点的に投資をしなさいとか、あるいはこの産業に投資をするなという形でGPIFに施策の実現のために、具体的にこの分野に投資をしろ、投資をするなという指示をすることはできませんし、それは政府に限らず、例えば政党とか団体等についても、同じように指示をすることはできないという仕組みになっています。

また、右側の矢印に、下に×がありますけれども、これは御案内のとおりでございますが、GPIFから個別銘柄の選択もできないということになっておりますので、例えばある何とか社を買いなさいとか、あるいはこういう分野に投資をしなさいというふうに、信託銀行等に指示をすることもできない。したがって、全部委任の投資一任契約しかできませんし、議決権行使についても全て信託銀行等に委任をして、信託銀行が全ての判断を行って運用をするという形になっております。

22分の15も当時の資料をそのまま使わせていただいておりますが、クラスター弾の製造等についてということで、当時いろいろと話題になった話でもございます。クラスター弾に関する条約という国際条約がありまして、これは締結国による保有・製造、これらへの援助を禁止。もちろん締結をしていない国については条約が及ばないわけでございますけれども、日本の場合には条約を締結しておりますので、上の2つ目の○に日本の条約実施法とあります。日本の条約を実施するための国内法では、クラスター弾等の関係では、保有・製造を禁止するということになっております。

ただ、国内の機関投資家あるいは企業が海外のクラスター弾等の製造企業に投資をするということは、国内法では禁止をされていないというのが今の条約実施法の枠組みになっております。したがって、最初の黒い矢印の部分でございますけれども、GPIFが海外のクラスター弾等製造企業を投資除外にするということは、この条約あるいは日本の国内法の規制の範囲を超えて、GPIFが独自の判断で行うということになるわけでありまして、先ほど申し上げたGPIFの運用に関する法制度、原理原則である他事考慮の禁止とか個別銘

柄選択の禁止に反するということになりますので、ダイベストメントはできないという仕組みになっております。

参考1、参考2にありますけれども、今回、クラスター弾の製造というところが例として挙がっていますが、同じような事項として考えられるものとして、参考1の①から⑬までがピックアップされています。核兵器の不拡散条約とか水銀の話、あるいはブラック企業とか労働基準法制未整備の新興国企業への投資の問題、障害のある方への配慮の問題、原発、武器の製造、たばことかギャンブル、アルコールとか人権とか、こういうものも同じような枠組みとしてあり得るのではないかとということで整理をされております。

参考2で、投資除外措置の導入に関する体制ということで、仮にこういう措置を導入する場合には、対象となる企業の選定・除外を確実に実施し、実施状況をモニタリングするための大規模な体制が必要になるのではないかとということで、当時は整理をされております。例えばノルウェーでは、財務省の下に倫理委員会を設置し、その下の専任の事務局が毎年調査を行うとか、かなりしっかりとした体制が整備されているところでございます。

22分の16から18にかけては、当時の国会の議事録のやりとりでございまして、同じようなやりとりでございましたので、22分の16と17だけ簡単に御紹介申し上げますけれども、当時、22分の16の一番上、長妻委員、国会議員の先生のお名前が書いてありますが、下線の部分、ポイントだけ申し上げます。例えば長妻委員から、クラスター弾を製造している会社の株を持たないというような選択をするためには、法改正以外に道はないのかという御質問があって、真ん中の○、当時の塩崎厚生労働大臣でございまして、最初の線のところで、GPIFの年金の運用は、法律に基づいて、専ら被保険者の利益のためだけに運用する云々とある。2つ目の線、下のほうの線の部分でございまして、国民の貴重な財産である積立金というところは飛ばしまして、特定の企業を投資対象から外すことを政府やGPIFが指示することはできないという仕組みは今後守っていくべきだというふうに答弁をされておられる。

22分の16の一番下の長妻委員の関係の質問であれば、追加の質問がありまして、1つ目の仕組みでは、1つ目の下線の部分では、ESGの投資の枠組みの中で、例えば人権に配慮するという指数を政府が選択されると、恐らくこの会社は入らないのではないのかとかいうような、指数をうまく使ったら法律を変えずにできるのではないのかとか、一番下の下線の部分でございまして、そういう中で適切な指標を選ぶ、こういうことで適切に判断できるのではないのかと思うのだけれども、これに関してはどうかという質問をされて、22分の17のほうに参りまして、塩崎大臣とか長妻委員とか、いろいろとやりとりがあるわけでございます。

上から3つ目の○の塩崎国務大臣というところをごらんいただければと思います。指数の話を経つかやりとりしているわけでありまして、指数をどういう形でつくるかということは、GPIFではなくて、もちろんその指数会社が選ぶわけでありまして、特定の企業を指数に入れるとか入れないとか、そういうことを指示することはあり得ないという

ことを塩崎大臣のほうから答弁をされておられる。それに対して、長妻委員から、特定の企業を個別に指名して外すということは、もちろん自分も危険だからやってはいけないと思うとか、それは今の政権に従順な企業だけを買うとか買わないとか、こういったことにつながりかねないからというような議論、やりとりが当時がありました。

22分の18については、これも同じような形、同じような議論でもございますけれども、塩崎大臣と福島みずほ先生とのやりとりで、同じような形でやりとりがありました。福島先生のほうから、クラスター弾の話がはっきりと質問としてあったわけでありましてけれども、これに対して、塩崎大臣のほうからは、法律上そういうことはできないと。これからもうこういう仕組みが必要ではないかということ答弁されている。同じような趣旨のやりとりが行われているものでございます。

22分の19以降は関係法令ということで、先ほど来申し上げております法令の仕組み、関係条文を引っ張っております。何かあれば適宜御説明したいと思っております。

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した。

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、どうぞよろしくお願いいたします。

どうぞ。

○加藤委員　1つ確認なのですが、先ほどクラスター弾の企業を外すことの理由として、他事考慮と個別銘柄の選択の禁止という2つを挙げていただいたのですが、これは2つに抵触するという理解ですか。それとも、このうちのどちらかが抵触するという理解のどちらでしょうか。

○平野委員長　いかがでしょうか。

厚労省、いかがですか。

●厚生労働省石川資金運用課長　クラスター弾については、先ほど執行部から説明がありました資料22分の14のとおりでありまして、これがクラスター弾のことを念頭に置いた、整理した資料ですけれども、基本的に投資一任という仕組みがありますので、そういう意味で、個別銘柄の選択の禁止という観点から、クラスター弾の関係だけを除外するということについては、投資一任との関係で問題になるということでございます。

また、他事考慮ということで、被保険者の利益のためにとということでもございますので、そういう点でも問題になるのではないかと考えております。

○加藤委員　他事考慮ということと言うと、つまり、クラスター弾を外すことによって、パフォーマンスの向上があるかどうか不明な中で、それをやることは、要するに、パフォーマンスを上げるという本来の目的には合致しないという理解ですね。

●厚生労働省石川資金運用課長　投資判断というよりも、やはり被保険者の利益のためということでありまして、そういう意味で、まさに政府なりGPIFとして、そういったクラスター弾に関しての意思というか、判断をするということ自体が問題になるのではないかと。

そういう考え方でございます。

○加藤委員 わかりました。

あと、先ほどの御説明で、個別銘柄の選択の禁止という観点で言うと、この場合はクラスター弾を製造している会社ということで、個別銘柄名は出ていないわけです。もちろんかなり個別銘柄選択に近いところではあるのですが、この辺は何か線引きみたいなのところがあるという理解でよろしいのでしょうか。

●厚生労働省石川資金運用課長 実際に個別銘柄選択について、例えば特定の企業とか、業種とかを除外するということについて、やはりそういうものを除外すること自体が、公的機関であるGPIFとして独自の判断とか意思を示したことになるのではないかと捉えられるおそれがあるという意味で、そこは問題がないかどうかを慎重に考える必要があると思っております。

○加藤委員 個別に判断して。

●水野理事 今回の議論について、当時の議論と私の意見を言ってもよろしいでしょうか。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 当時この議論に関しましては、厚労省から今の加藤先生が御指摘されていた2つの合わせわざでだめだという説明を受けましたが、正直、これに関しては、私は議論の正確性を欠くのではないかと考えていました。ただ、そういう議論の途中に、野党の議員の方からの質問があって、厚労大臣が回答されたということで、それで公式見解が決まったということになっているのですが、私は、加藤先生が指摘されたように、この2つを明確にしていないというのが極めて問題だと思っています。そもそも他事考慮の禁止というのであれば、年金財政安定のために、被保険者の長期的利益を確保するということから、クラスター爆弾を製造している企業に投資するというのが、GPIFの運用上、他事考慮なのかという説明を本来はGPIF側に求めるべきであったと私は考えています。

つまり、そのような世界的に批判が多い、あるいは今やほとんどの国が保有・所有を全て禁止しているものを商品として扱っている企業に投資をするということが被保険者の利益になるのか。つまり、そういう企業の今後の企業価値を考えてやめるということであれば、そもそも他事考慮ではないので、そういう意味では、他事考慮ではなくクラスター弾製造企業を外すという判断は、そもそもあり得るということでもあります。

もう一つは、個別銘柄選択について、加藤先生も、多分、そこを意識されているのだと思うのですが、このケースは企業数が2社と限られていたのですが、状況に応じては個別銘柄というよりも幅広く問題のある企業を廃止するということはあると思いますし、そもそも指数や運用会社の選択においても、銘柄の選択の差は出てくるので、これも少々拡大解釈過ぎると私は思っております。

他事考慮と言うときに、そもそも自事が何かという議論が全くなされていないことが問題だと私は思います。このケースでは、投資としてこういう会社に投資すべきではないという自事考慮の場合と、日本の法律や日本の条約批准との整合性がない場合は他事考慮を

認めるという2種類の考え方があるが、それは他事考慮の禁止というものの解釈の範囲の問題ではないかと私は考えております。

○平野委員長　ありがとうございました。

これに対していかがですか。厚労省、石川さんのほうから何かありますか。

●厚生労働省石川資金運用課長　とりあえず、できるコメントをさせていただきます。

水野理事からありました指数に関しましても、実際には、指数のつくり方もいろいろあるかと思います。例えば特定の企業を構成銘柄から除外するような指数をGPIFとして採用したりとか、あるいは運用機関がみずからの投資判断としてダイベストメントを行うことについても、そういった形もあるかもしれませんが、そもそもダイベストメント自体が収益確保につながるかどうかということは、まだ少なくとも実証されていないような中だと承知しておりまして、そういう中で、かつ、GPIFは公的な機関であり、資金も非常に巨額です。そういった意味での公的機関であるGPIFが、まさに独自の価値判断や意思を示したものと捉えられるおそれがあるという場合には、やはり指数の関係でも問題になり得ると考えているところでございます。

○平野委員長　ほかにいかがでしょうか。

●水野理事　今の厚労省の発言は、私はそれそのものが他事考慮だと思います。

世の中でどう思われるのかなどをそもそも考えるところが被保険者の利益のためだけを考えるということに反しているので、この2つの規定は、そもそも矛盾し得る可能性をはらんでいるということは、明確に皆さんに理解していただいたほうがいいと思っております。

一方、ダイベストメントの投資効果が確認されていないということにつきましては、運用について、当然どのマネジャーも全てセオリーで確認されているものしかやっていないわけではありませぬので、運用の世界においては、運用者が判断してそういうことが起きることはあり得るし、それが将来にわたって違うということになるのは当然あるということとは、運用の実務としては理解していただく必要があると思います。

○平野委員長　どうぞ。

○加藤委員　私は、先ほど石川さんがおっしゃった、他事考慮の話は、それは合理的ではないかなと思うのです。水野さんは今、検証されていないものとおっしゃいましたけれども、多分、現状では、クラスター爆弾のセクターを外すとパフォーマンスがよくなるということを検証することは難しいと思いますので、要するに、それを外すという合理的な理由がないと、やはりそれは何らかの他の理由で外したということに解釈される可能性があるというのは、確かにそれは合理的なコメントではないかなという気がします。

○平野委員長　ありがとうございました。

どうぞ。

○根本委員　済みません。15ページです。例えば投資除外で問題になる各種の事項とあって、先ほど特定の企業、特定の業種を外すことは原理原則から入らないという話で、それ

は納得して聞いたのですけれども、一方で、水野さんもおっしゃっている、結構微妙というのか、なかなか難しいのが、例えば腐敗とか不祥事とか、そういうことが起きると、インデックスの性格上、非常に大きな不祥事が起きると、ESGスコアみたいなものが下がって、インデックスから外れるみたいなものがあるので、かなり微妙なケースもあるのかなということはちょっと感じました。

あと、他事考慮のところなのですけれども、14ページですが、確認まで、特定の政策のために、例えば再生医療のために投資をするとかいうのは合致しない。他事考慮というのはおっしゃるとおりだと思うのですけれども、例えば国連の17原則とか、非常に広い社会課題となって、日本政府もそれを後押ししているとなると、どうでしょうか。例えばそういう課題の中で、被保険者というか広く国民にとって、これは文句なくプラスだみたいな、そういうものに貢献するということは、また他事考慮になってしまうのでしょうか。そういう広い社会課題に応じるみたいなことも他事考慮で、あくまでリターンのみというふうに解釈すべきなのではないでしょうか。

●厚生労働省石川資金運用課長　やはり基本としては、被保険者の利益のためということ、先ほどの14ページの資料の左上にもありますように、長期的に収益を確保して年金財政の安定に寄与するということがありますので、収益を上げるということが一義的な運用の目的になるかと思います。

先ほど委員もおっしゃったように、さまざまな世の中の社会の課題が確かにあるのはおっしゃるとおりであります。その中で、実際に、当然禁止すべきこと、あるいは制限を課すべきこと、そういったことが必要になるような社会の課題は世の中にあるかと思います。そういうものへの対応については、それらについては国会も含めた民主的な手続を経た上で法律や規制などがつくられるわけなのですけれども、そういった規制による禁止や制限が必要になるような社会的な課題や問題に対しては、法律や規制に基づいて、民主的なプロセスを経た上で対処すべきことであろうと考えております。

そういうことがある中で、まさに政府の一部の機関でもあるGPIFが独自に、言ってみれば民主的な手続を経ずに独自の判断で、例えば特定の企業の経済活動についての投資の是非を判断したりするということ、また、公的資金の性格もあり、巨額の資金を有するということもあります。そういった判断をした上で資金力を行使すること、それ自体が非常に懸念され、問題があるのではないかと考えております。

○平野委員長　ありがとうございます。

中村委員、どうぞ。

○中村委員　他事考慮というのは、定義を調べてみると、本来考慮しなければならないことを考慮せずに、もしくは殊さらに無視をして、またはその逆に本来考慮すべきではないものを考慮し、あるいは過剰に評価することです。したがって、GPIFの株式運用について、本来考慮しなければならないものは何なのか。その定義に対してこれは他事なのか、自事なのかということだと思います。

GPIFの株式運用について、何を本来考慮すべきなのかということ、ここに書いてあるように、被保険者の利益だけを考えて、長期的に収益を確保するの。それは100年の中で確保していかなければならず、1年や2年の話ではないということです。

もう一つ、あわせて民間企業支配の懸念と書いてありますが、どうして国が民間企業を支配してはならないのかということ、民間企業の経営を支配しても責任をとれないし、長期的にリターンを確保することができるとは言えない。国は企業経営に対して専門性を持っていないし、市場をコントロールできる力を持っていないので、中国のように国が経営を指図してもうまくいかない。

そうすると、他事考慮と民間企業の支配とを分けて考えるのではなくて、なぜ他事考慮をしてはならないかということ、長期的に収益を確保しなければいけないからですが、経営は経営の専門家に任せる、民間企業の経営には口を出さないと言うことは、結局は他事考慮の禁止と同じではないかと思います。

だから、ここに投資してはならないというのではなくて、将来的に年金資金を確実にふやすために、一番確率の高い方法を選ぶというのが、本来考慮すべきことなのだろうと思います。そういうことを考えると、クラスター爆弾を製造している企業に投資してはならないというような話ではなくて、マネジャーとしてGPIFが選んだ運用のプロである運用機関が運用して、GPIFは運用機関のパフォーマンスを評価するという仕組みの中で、例えばクラスター爆弾だとか、CO2をたくさん出しているとか、幼児虐待をしているとか、いろいろとそういう企業があり、ESGの観点から指標をつくっている中で、どういう指標が一番合っているのか、なかなかできていないのであれば、それをつくってもらうように、GPIFがESGに貢献をするというのは当たり前の話ではないか。

そのときに、Aという会社だけ外すというわけではないので、一つの細かな話をあくまでも全体の話のように議論するのではなくて、本来GPIFは何をするべきなのかということから考えて、どうあるべきかということを決めればいいのかと思います。テクニク論に走り過ぎているような気がします。

○平野委員長 新井さん。

○新井委員長代理 申しわけありません。ちょっとテクニク論みたいな話をしようと思うのですが、15ページ目の投資除外に関して問題になる各種の事項という部分を拝見すると、なかなか判断が難しいものもたくさんある。例えば原子力発電は、東日本大震災の前はクリーンエネルギーと言われて、私もそのように考えていたのですが、今はちょっと違う意見がかなり強力な意見として出てきている、ということで、いろいろなものについて、先ほど根本さんがおっしゃったように、社会的にいいことは何かも、時期によって変わってくるし、その判断はなかなか難しいところが実はあるのではないかな。

判断をするのにGPIFが判断をするというのは、スタッフ的にも明らかに無理なことがたくさんあると思います。クラスター爆弾については先ほどの水野さんの説明にもありましたように、法律等で禁止されて云々ということで、ある程度以上納得性はあると思うので

すけれども、15ページにリストされているような多くのものまで考えてくると、どこで線を引くのかという点は非常に難しいと思います。私は専門ではなく、岩村先生がお詳しいと思いますが、法技術的にどこで線を引くのかということは非常に難しい。価値判断がどうしても入ってきますし、さまざまな科学技術的な知識がないと判断できないようなこともたくさんあると思います。

受け売りなのですけれども、今、スーパーで使っているレジ袋をやめろという声があるのですが、実は、レジ袋は環境に対してマイナスではないということをおっしゃる方もいらっしゃるらしいのですね。そのようなことで、総合的に、考えなければいけない。そんなことを言うと、よくないかも知れませんが素人がイメージだけで、これはいい、これはよくないというふうに、必ずしも簡単に即断できないことが世の中にたくさんあると思うのです。科学技術的に、総合的に評価したときにどうなのかということをよく検討しないといけない。ご発言の趣旨はわかるのですけれども、厚労省に判断を委ねるのはやむを得ないのかなというのが、私が今、受けている印象であり、考え方です。

○平野委員長 ありがとうございます。

●水野理事 今のことでよろしいですか。

○平野委員長 水野さん、待ってください。岩村さんが御発言されます。

●水野理事 どうぞ。

○岩村委員 この資料を見ていますと、他事考慮の禁止にしても、個別銘柄の指定の禁止にしても、要は、法令上の根拠があるということですね。したがって、法令で禁止されているということなのだろうと思うのです。要は、法令がどこまで許してどこまで許さないのかということに尽きることなのだろうと思うのです。

そうしますと、結局は、ぎりぎり言ってしまうと、新井先生がおっしゃるように、非常にいろいろな、微妙な場面があり得るわけですが、最終的には厚労省が、ここは許容される、ここは許容されないと判断することになるのではないかと。それは逆に言うと、何か新しいことをやる時に、厚労省の意見を聞く。それが基本的な姿勢としてあるべきではないか。このように思います。

個別銘柄の選定についても、この企業はだめだというやり方もあるでしょうし、場合によっては、こういう業態はだめだというグルーピングしたやり方もあるだろうし、もっとふわっとした、例えばこの法令に違反するものはだめだとか、いろいろな段階なりグラデーションがあるのだと思うのですね。

それをどこまでがよくて、どこまでがだめなのかということは、なかなか判断しにくいだろうと思うのです。そこはそれぞれの個別の場面で、厚労省によく意見を聞きながら進んでいく必要がある。我々はあくまでも法令に基づいて巨額の資金を運用しているわけですから、法令にきちんと合致する対応をしていく。それが基本ではないかというふうに私は思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

水野理事、御意見がございましたら、どうぞ。

●水野理事　ありがとうございます。

まず、最初に、法令の話をしていただきますけれども、法令では、こういう曖昧な規定しかないので、他事考慮という言葉は厚労省も含め濫用されていると思っています。

中村さんがおっしゃったように、他事考慮というのは、いわゆる自事ではないことを考慮する、自事であることを考慮しないということです。例えばクラスターみたいな社会的にアクセプタブルがないものをつくっている企業の株価が今後下がっていくと考えるかは、運用者としての判断であり、それが将来の結果として違うことはありますが、現時点で証明されていないということだけをもって投資に関する判断ができないのであれば、そもそも中期計画で私どもが求められているフォワードルッキングな運用は、基本的にできるはずがないと思います。

法律上の解釈がはっきりしないということもあり、こういうところが問題になっているのです。毎回厚労省と相談をしますが、私たちはそういう立場にありませんが、経営委員会の方々が反論されるということは今までもあったことですので、厚労省がこれに関してすべて明確な判断ができるというふうには、私は考えておりません。

先ほどの新井先生の御意見について、私の発言に誤解があるかもしれないので、再度申し上げますけれども、私は、社会的に問題があるから、あるいは社会的にいいからこういうダイベストメントやESGの運用をしようということを行ったことは一度もありません。長期的にこういうESG的な活動がマーケット全体の持続可能性を上げる、あるいは持続可能性がないと思われるような産業や、商品をつくっている企業をポートフォリオから減らすためであり、あくまでこれは運用として考えている。

経営委員会の方々に考えていただきたいと思っていますのは、例えばクラスター爆弾の場合、日本の法律、国内法で、明確に日本企業の製造・保有・移譲全てが禁止されていて、自衛隊も破棄しているというようなものを、欧米の一指数会社が指数に入れているからGPIFとしては持たざるを得ませんというこの説明が、社会通念的に受け入れられるものなのかということについては、経営委員会の方々に議論していただく必要があるのではないかと私は思います。

前回の一連のGPIFのクラスターに関する議論でも、多分、すれ違いのポイントはそこだと思っています。私たち運用の担当者は運用の観点からこういうものを持っていることについてはネガティブだと申し上げているので、あくまで私たちは、これは他事考慮ではなく自事考慮だと主張しているわけです。ただ、一方で、新井先生がおっしゃったように、明確ではないものもありますが、クラスターに関してはかなり明確に国内法で規定されているものについて、指数会社が入れているからGPIFは持たざるを得ないという説明が、果たして国民の一般的な理解を生むのかということについては、執行部は議論する立場にありませんが、経営委員会の方々は国民の代表でありますので議論されるべきだと思いますし、そういうものも他事考慮というのであれば、そもそも今までのGPIFに関する議論の

中で、経済界がどう思うとか、メディアがどう反応するなどの年金局から言われたコメントは全て他事考慮に当たると私は思います。

そういう根本的な考え方を議論していく必要があつて、もともとの法律がこういう事態を想定していないので、残念ながら岩村先生がおっしゃったような、テクニカルな議論で、ブラック・オア・ホワイトで判断できるようにはなっていないと私は考えています。

済みません。長くなりました。

○平野委員長 岩村さん、どうぞ。

○岩村委員 ちょっと補足していいですか。

他事考慮の定義という議論がなされているのですけれども、法律上は、他事考慮などという言葉はもともとがないのですね。要は、法律上は、被保険者の利益だけを考えてやりなさいと書いてある。これを他事考慮と表現しているだけ、言いかえているだけのことでありまして、要件自体は被保険者の利益だけを考えているのか、それ以外のことを考えたのではないかという、その判断にすぎないわけです。それから、個別銘柄選択の禁止も、そのように法律に書いているわけではなくて、全部委任の一任取引しかできませんよという書き方をしているのです。これはGPIFの21条なのですけれども、この21条がどこまでを許し、どこまでは許さないかという解釈の問題があつて、この法律が適当かどうかはいろいろ意見はあるかもしれないけれども、現にある法律を前提に我々は仕事をしているわけなので、その法律の解釈をどうするのかということは全てを解決する。それは要件解釈をする、厚労省が最後は決めるしかないではないですか。こういうことなのだと思うのですね。

そもそもESGの中で言われていることは、ある意味では、社会運動だったり政治活動だったりする。そういう側面を持っているわけですね。そういうものについて、個別に判断していくというのは非常に我々として難しいわけで、また、そういうことをやる権限も与えられていないわけですね。したがって、我々は法律でどうなのか、法律に従えばどうなのかということを考えるしかないのではないかと私は思います。そういうことですので、それについて、例えばクラスター爆弾についてはだめだという結論が出ているのであれば、それに従うしかないのではないかと私は思います。

○平野委員長 ほかにいかがですか。

どうぞ。

●水野理事 今の一任のところについて、当時金融庁と議論した件を申し上げてもよいでしょうか。

当時、個別銘柄選択の禁止に当たるか、つまり、投資一任に反するかどうかということについては、執行部のほうから金融庁に、もともと彼らの法律でするので確認したところ、こういうルールに基づいて外すということは一任の行為に反しないと、当時の金融庁から説明を受けています。ただ、岩村先生の話に戻りますと、金融庁がその定義を所管しているにもかかわらず、GPIFの法律は厚労省の所管ということで、厚労省の判断で、それは反

するということになりましたが、もともとの投資一任の法律を所管している金融庁からは、投資一任にそういうものは反しないということは、当時はっきりと言われておりましたので、ここも難しいところです。

一つ一つの法律が全て明確になっているわけでもありませんし、特にクラスターの条約に関しても、クラスターの条約は、日本企業に製造・保有・移譲を禁止していますが、年金の投資を禁止はしていないというのが当時の厚労省の有権解釈だったと理解しています。当時クラスターの法律をつくったときに、年金資金をどうするかなどは当然ですが想定されているはずがないので、それを書かれていないからできるというような解釈は、法律で明確になっていないところは、法律の世界でも常識の判断があり得ると思うのですが、常識の判断としては少し違和感があると思いますし、社会活動をサポートするためにGPIFがやったら他事考慮ですが、何度も繰り返しますが、GPIFは社会的な活動やNGOの活動のようなものをサポートするためにやるとは一言も言っておりません。

私たちはそういうところに投資していることが、将来の投資の結果にネガティブに影響するのではないかと考えて言っているので、そこは明確に区別をしていただきたいと思います。

○平野委員長 わかりました。

きょうのところの議論はそろそろ時間もかなり過ぎておりますので、手短にお願いいたします。

○岩村委員 一点だけいいですか。一任取引の解釈について金融庁がどういう見解を持っているのか、私は承知していませんのですけれども、GPIF法の中に一任取引でなければならないと書き込んでいるわけなので、GPIF法における趣旨はまた別途にあるはずなのですね。巨額な公的資金を運用する観点から、運用させる観点から、一任取引しかだめだということをGPIF法に書いているわけなので、その趣旨は必ずしも金融庁と一致していなくても構わないというのが普通の法律解釈なのだろうと思うのです。それぞれ法の趣旨に基づいて、言葉は理解するわけですので、そこは厚労省のお考えが優先するのではないかと思います。

○平野委員長 高橋さん、お願いします。

○高橋理事長 執行陣の立場といたしますと、来年度からは新しい5カ年の計画が始まりまして、そのときの中期計画をまたこの場で御議論いただくと思うのですがすけれども、私の認識は、ESGにつきましては、財務情報が顕在化すれば非財務情報がだんだん顕在化してくるので、長期になればなるほど非財務情報の影響が大きくなり、今の流れだと、長期の利益を考えるといったら、ESGについて、もっと考えるということは否定できない流れになっています。そうだとすると、次の5カ年の中期計画を考えるときに、どのくらいESG、非財務情報について、GPIFとして重きを置いて計画を考えるかということは考えざるを得ないかなというのが1点です。

そのときに、ここに書いてありますクラスターの話にしますと、もう一回繰り返して恐縮ですがすけれども、条約でだめだと言われて、日本も批准していて、国内ではつくってはだ

めだし持ってもだめだと言っているものを、他の国の会社がたまたまつくっているので、GPIFが金を入れていましたということが、次の5年の間に許されるかということを含めて、当然法律を変えろとかそういうことのレベルではなくて、そうだとすると、基本的には解釈の問題であればどう解釈したらいいかということも、当然時間がたてば解釈も変わるわけありますので、そこも考えていただきたいとは思っています。

○平野委員長　ありがとうございました。

この議論は、きょういろいろな論点が出たと思いますので、一度これを整理いたしまして、できれば次回、5月16日の経営委員会で、この議論の続編を行いたいと思います。水野理事も次回は参加できますね。

●水野理事　参加させていただきます。

○平野委員長　16日に、きょうの議論を整理した上で、論点を明確にし、この続きの議論を次回の経営委員会でやるということにさせていただきます。どうもありがとうございました。

次の議案に入ります。審議事項になります。審議事項「基本ポートフォリオの定期検証の実施について」、新井委員長代理から報告をお願いします。

○新井委員長代理　資料04をお開きください。時間の関係もありますので、手短に御説明を申し上げたいと思います。

現在、次期基本ポートフォリオを検討中でございます。計画期間の最終年度ということで、基本ポートフォリオの定期検証については、従来のやり方を踏まえた形で簡潔に行うという方針で行きたいと思っております。

ただ、1点、留意しなくてはいけないことがあります。3ページ目をごらんください。定期検証について、前回からの変更点でございますけれども、御案内のように、毎月勤労統計データは正確性に問題があるということが現在問題になっているわけでございます。ここにつきましては民間給与実態調査を用いる。ただ、こちらの統計は2017年末までしかデータがアベイラブルではないということでございますし、直近分については毎月勤労統計データに問題がないということでございますので、直近分は接合した形で使っていくということで、基本ポートフォリオの定期検証を行いたいと考えております。

以上です。

○平野委員長　ありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がございましたらどうぞ、お願いします。これはよろしゅうございましょうか。

それでは、次の議案に移ります。議題は報告事項となります。報告事項（2）「次期基本ポートフォリオの策定について（4）」につきまして、新井委員長代理から報告をお願いします。

○新井委員長代理　資料07をお開きください。「次期基本ポートフォリオの策定について」でございますけれども、前回にもちょっとお話をいたしました、14の検討課題を設定い

たしまして、PTで鋭意検討を進めているところでございます。

3 ページ目をお開きください。14の課題をリストアップしてございますけれども、灰色に塗ったところにつきましては、PTとしては一応の結論を得たところでございます。

順に簡潔に御説明をいたしますけれども、ファクターポートフォリオについては、非常に興味深い方法論でございますが、まだ時期尚早ということで、もう少し時期を見て考えていく。基本ポートフォリオの策定についてはそういう方針を採るということにPTではなっております。ただ、リスク管理の側面については、ファクターポートフォリオ的な考え方をより積極的に活用する形で臨みたいと考えております。

3 番目の期待リターンですけれども、前回あるいは前々回にもお話ししましたが、Black-Littermanのアプローチを採用します。これは、現在の資本市場における時価評価の中にインプライドされているところの基本的な期待リターンを基本シナリオに置いて、それに主観的なビューを加味する形で期待リターンを想定していきたいと考えております。こちらのアプローチの方が見通しとして安定的で、より正確な期待リターンの推定ができると考えられます。内外の年金等でも先進的なところでは既にこのアプローチを利用しているということでございますので、GPIFでも次期基本ポートフォリオの中で使っていきたいと思っております。

4 番目、多期間の最適化ですが、これはすぐれた方法論ではあるのですが制度との関係で、なじまない方法論ということで今回は見送ります。

為替ヘッジについては、基本ポートフォリオの策定という面では、基本はノーヘッジで考える。ただ、実際の運用に当たっては、執行部の判断に従って為替ヘッジをやっていくということについて、当然やぶさかではないという考え方です。

それから、政策ベンチマーク。現在、使っている政策ベンチマークについて、若干の問題があるのですが、リプレースすることによって大幅に改善が期待できるかという、それも難しいだろうと。それから、国民の皆さんの理解ということもありますので、第3期と同様の政策ベンチマークを基本的に利用する。

11番目はキャッシュの取り扱いですが、現在、緊急措置ということで議論されているように、国内債券の一部としてキャッシュを取り扱うという結論にPTとしては到達しております。

オルタナでございますけれども、現状の仕組みと同様に、現状の資産カテゴリーに分ける形でアロケーションを決めていくという考え方でございます。オルタナの上限については、次期中期計画の策定時に改めて議論を行うという形でございます。

14番目、マルチアセットでございますけれども、PTのメンバーの間では、賛成する考え方が多いということでございますが、これも正式には次期中期計画の中で整理を行ってきたいということで、一応PTとしての結論が出たところでございます。

現在、我々として一番悩んでいるところが内外資産区分の撤廃でございまして、これについては後でまたより詳しく説明をしたいと思います。

7番目の目標の解釈ということですが、これは厚労省のほうから与えられるもので、今回も賃金上昇率プラスアルファという形で、恐らく与えられると思います。そうすることで運用せざるを得ないのかなというふうに考えております。

8番目、リスク制約・リスクバジェットについては、内外区分の撤廃とも非常に密接に関連をするところがございますから、そこであわせて今後、継続的に議論をしていきたいと思っております。

同じような性格のものは10番の乖離許容幅。従来リスク管理という側面で乖離許容幅が大きな役割を果たしていたのですが、それについてもより複合的な指標で、資産のアロケーションと乖離許容幅管理だけにリスク管理の役割を担わせるというところから、ちょっと違う形のアプローチがあるのではないかと、これを現在、議論している最中でございます。

それから、テクニカルなことになりますけれども、特に株式のリターン等は、著しく低いリターン、つまり大暴落があったり反対に著しく高いリターン、つまり大暴騰があったりするという、リターンの分布が正規分布と乖離する裾の厚い分布になっています。これはリスク管理上、重要な論点でございます。これについても今後の正規分布以外の非正規分布の仮定を置いた分析をするということを基本としております。

残りました9番ですが、これはGPIF以外の他の3共済と一緒にモデルポートフォリオを設定するというところでございます。これについては今後議論していく点ということでございます。

内外資産区分の撤廃について、資料08をお開きください。資産の内外区分の撤廃ですが株式と債券に分けますと、まず、株式について、PTとしては内外の株式の区分を撤廃したほうがいいのではないかと考えております。その最大の理由は、最近のデータを見てみますと、内外の株式のリターンの相関係数が、0.9ぐらいあるということで、日本株と外株を区別するということが余り意味がなくなってきました。グローバルな市場の中で日本株の価格形成も行われているという時代になっております。ということで内外株をあわせた形で基本ポートフォリオを考えたほうがいいのではないかと、この結論になっています。

PTの中で意見が分かれているのは、債券のほうについても内外資産区分を撤廃するか否かについてでございます。これについては、PTの中で意見が分かれているところでございまして、統一見解が得られておりません。どういう理由かということでございますけれども、2ページ目を開いていただきたいのですが、現在、日本の債券、大部分は国債でございますが、価格形成が日銀の金融政策に過度に依存しているということでございます。現在のようなマイナス金利の状況が、今後どういう形で推移していくのか、今後5年から10年というタームを考えると、たとえば言いますと、山登りで言えば、右も左も非常に切り立った崖の上を走るナイフリッジの上を歩いていくような運用環境の中で運用をしていかななくては行けない。

右側の崖をみると、低成長、低金利、マイナス金利が続くような時代が長期化するよう

なことになりますと、センセーショナルですけれども、地銀を初めとするような金融機関の中で、破綻するところが続出するようなことも考えられる。他方の左側の切れ落ちていく崖は、長期政権が終わる中で、政治的な安定性が失なわれる中で、財政の健全化という観点から実施されるべき、社会保障費の削減とか、増税とか、ポリティカルには不人気な政策が実行されない。経済的観点からは、こうした政策は実行せざるを得ないと思うのです。政治的な判断の中で、そういう政策がいつまでも実行できずにいると、例えば国債の入札で札割れが起こるということで、金利が急騰するようなことになりかねません。最悪の場合は利払いができないということで、財政破綻が起こるようなことも考えられる。国債は、従来のように安全資産と考えることができなくなった。マイナス金利でインカムゲインはなく、キャピタルゲインはほとんど期待できない。金利が上がればキャピタルロスが出る。

極端なケース、暴落、財政破綻で暴落というようなことも、5年、10年で考えるとき、頭の片すみに置かなくてはならないという、非常に非魅力的な資産になってきてしまっていることがあります。

そういう中で、マドルスルーというか、非常に不透明な投資環境の中でしのいでいくような運用をせざるを得ない。こう考えますと、債券についても、内外資産区分を撤廃したベースで運用をしていくのがいいのではないかという考え方がある。他方、為替リスクの上限ということを考えますと、基本的に円債が何%というような形で、明確なものが示されている場合と、内外資産区分を撤廃してしまって、債券は全部合わせてという状況を比較すると、やはり、明確に為替リスクエクスポージャーを規定する内外債を区分する線があったほうが、外債と内債の区分は残したほうがいいのではないかという考え方。これも一理あるところでございますし、現在使っているようなベンチマークの関係でも、区分を撤廃したときにベンチマークをどうするのかというようなこともあります。ということで、意見がまとまっていないというのが現状でございます。

そのようなことで、3ページ目にPros and Consという感じで、株式の内外区分を撤廃した場合のメリット・デメリット、債券におけるメリット・デメリットをまとめてあります。繰り返しになりますけれども、株式においては、内外を区分することが合理的ではない時代になった。国内の株式と海外の株式の間の資産としてのリスク・リターン特性が非常に似通ってきているという中で、区分を撤廃して運用したほうが、より効率的な運用が可能になるのではないかということでございます。

債券については、株式に比べると内外のリターンの相関が低いわけでございますけれども、現在のような投資環境、特に円債が直面している投資環境を見ると、円債は非常に非魅力的な資産である。それをあえて区分をつくって、国内債に最低限の投資を云々みたいな感じのことを考える必要はないのではないか。マドルスルーということを考えると、債券についても内外区分を撤廃して今後5年から10年をしのいでいくということをせざるを得ないのではないかという考えから、撤廃をしていったほうがいいのではないかという意

見に対して、いやいや、為替のリスクエクスポージャーということを考えると、やはり区分は残しておいたほうがいいという考え方があり、結論が出ておりません。こういうものが我々PTの中のメンバーの現状での議論でございます。

以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

皮切りに私のほうから、内容の確認をさせていただきたいのですけれども、3ページです。内外区分の撤廃についてのメリ・デメの表でございますけれども、株式についてはPTで、これは内外区分を撤廃したほうがいいという御意見であったというお話で、ここでメリ・デメが書いてあるのですが、メリットのほうで幾つか。

1つは最初のポツで、「基本ポートフォリオの策定プロセスの改善が図られる」とありますけれども、これは具体的にはどういう改善が図られるのかということ。もう一つは、2番目で、「国内債券の短期資産の乖離許容幅を合算したような弾力的な対応を、束縛するような事態を回避できる」とありますが、これをもう少しシンプルに言うかどうかということ。もう一つが次のポツですが、「最適化の課題を軽減できる」というのは、具体的なイメージとしてはどういうことになるのだろうかということでございます。

○新井委員長代理 順番に申し上げます。

1番の「リスク・相関特性の同じ資産を統合することで」ということでございますけれども、別建てにして国内株の期待リターンは何%でリスクは何%、外株は期待リターン何%でリスクが何%、相互の相関が何というような形で設定をすること自身が、先ほど申しましたように、前提としてグローバルに市場が統合しているという状況の中でありますと、そういう設定をすること自体が最適化の中で障害というか、制約を与えることになりますから、そういうものなしに最適化を図ったほうが、より効率的なポートフォリオの策定ができるということです。人為的につくったライン、壁を作っていきますと、それが制約になっている。最適化、極大化をする場合の極大値が小さくなってしまいうということになってくるということでございます。

2番目でございますけれども、これは現在、

キャッシュが非常に高いということで、一時的な例外として国内債券の中にキャッシュも一緒に読み込むみたいな形が、中期計画の中では例外としてやっていますけれども、仮に現在のような低金利、マイナス金利が今後も長期間続くようになると、そうした例外の取扱いを毎年やっていくみたいなことになりかねない。その種のことは余り望ましいことではないので、例外を繰り返していくみたいな形よりは、いつそのことそういう規定といたしますか、そういうものは外すということを考えています。

○平野委員長 債券のところをそのままこちらに。

○新井委員長代理 今は債券ということでありましてけれども、類似のことが株式についても将来5年、10年ということを見ると起こり得るのではないかと。先ほど言ったようなナイフリッジの上を歩いて行かざるを得ないような状況の中で、間違って一步踏み外して、

日本経済が右の崖か左の崖に落ちてしまったら、そのときに現在、直面している
ような問題に株式の部分についても考えなくてはいけないというようなことがあり得ると。
起こらないことを望むわけですが、あり得るということでもありますので、そのよう
な事態での対応を考えると、事前にそのような障害を外しておいたほうが、緊急のテンポ
ラリーな例外扱いをアドホックにつくっていくような考え方よりはいいのではないかと
いうことでございます。

○平野委員長 言葉をかえれば、何らかのショックが国内的に発生し、国内の株式が大幅
に下がり低迷するという事態に対して、より弾力的な対応がより図られるようになる。そ
ういう理解でよろしいですか。

○新井委員長代理 そういうこともありますし、それから、短期間にそういうことが起
るのではなくて、長期的にも、例えば特定の産業を取り上げるとまずいかもしれませ
んけれども、すみません。中村さんがいらっしゃる前で失礼なのですが、かつて日本の電機と
自動車産業は世界に冠たる産業だったのですけれども、残念ながら電機のほうは世界に冠
たると言えなくなってしまったということです。今後、自動車はどうか。

現在は世界に冠たる産業でありますけれども、電気自動車の時代になって、平野さんが
横にいらっしゃいますが、トヨタが世界一の競争力を持った自動車会社でいられるかとい
うようなことも、これは中長期的に起こり得るわけですね。そのようなことを考えると、
なかなか難しい。残念ながら日本の産業構造は、次の世代を担うような産業や企業がな
かなか生まれてこないという仕組みで、アメリカの場合は古い産業が廃れる一方で、新しい
産業企業がたくましく成長してくるような、活力のある経済ですけれども、残念ながら日
本はそうではない。そういうことを考えると、短期的に暴落が起こることがなくても、中
長期的にどんどん日本が世界の株式市場の中で劣後していくというようなことも、ある程
度考えておかなくてはいけないのではないかと思います。

3番目は1番目と同じようなところもあるのですが、最適化という方法で、パラメータ
の値をちょっと変えると、特に日本株と外株のように、相関係数が非常に高い。0.9もある
ところで期待リターンをちょっと変えると、ごろっと、あるときには最適配分が日本株50
で外株50とあったものが、日本株10で外株90になったり、ちょっとした期待リターンの変
化でごろっと変わるということなのです。最適解が変わるということは、ある意味、その
前提のもとでは、取引コストをちょっと横に置いておくと、そのようなポートフォリオの
組みかえをしたほうがいいということを意味するわけですから、そのような状況に応じて、
国内株、外株という区分を超えた形での運用、弾力的な運用を行っていくことがもっと自
由にできるようにしたほうがいいのではないかと思います。これがクエスチョン3に対応する答
えであります。

○平野委員長 ありがとうございます。

それでは、御議論を自由にお願いたします。

どうぞ。

○岩村委員 極めて初歩的な質問で恐縮なのですが、株式の内外区分とか、オルタナをどこに位置づけるとか、いろいろな場面で議論されているわけですが、資産の区分といたしますと、素人的にはそれぞれの資産の属性がどうなのか。属性が違うのか、違わないのか。違わないのであればまとめればいいし、違うのであれば別々にするというのは当たり前の話なので、基本的な分けるか、分けないか、あるいはどういう資産区分をするかの判断基準は、資産の属性がどうか。それは恐らく当該資産の持つリターンとリスクの特性なのだろうと思うのですが、それによって決まる。それが基本ではないかという思いがあるのですが、この辺に書かれていることは、それとはちょっと違ったところで、例えば運用の柔軟性とか、そういったことを考慮してこうしておいたほうがいいのか、そういう議論になっているようにも見えるのですね。

それは資産の区分の問題なのかという感じもするのです。そこは例えば国民から見たときにわかりやすいのかということもあって、したがって、資産区分をするときの区分の判断基準はこうなのだとすることが何かないと、若干恣意的になりかねないなど。そんな意見を私はずっと持っていて、その辺を教えていただけないかなという、もやもやとした気分があるのです。

例えばオルタナも、今は額が小さいので、どこにひっつけても大したことはないという話なのかもしれないけれども、属性が違うというところはかなり明確なのではないかと。数字は小さいにしても、それはそれとして別に置けばいいではないかという感じもするわけですね。そういう判断基準が本来的であればね。その辺がどうかみ合わされて、議論がなされているかということが必ずしも私にはよく理解ができていなくて、いずれでき上がったときに御説明いただくのだろうなと思いながら聞いてきたわけです。

いかがなものでしょうか。

○新井委員長代理 今、岩村さんがおっしゃったことは、まさにそのとおりだと言わざるを得ない。特に株式については、資産の特性とリスク・リターンという側面で、同じカテゴリーに属するというのが資産の内外の区分を撤廃する理由ということで、それはそのとおりでございます。

債券のほうについては、そういう資産の特性が内外で同じだというのはなかなか言えない。例えば相関係数を見ても低く、同じクラスの資産とは言えない。ですけれども、1つは、資産の特性というところが残念ながら変わってしまった。伝統的な考え方からすると、債券、特に国内債が、安全資産なのだと。まずは安全資産のリスクフリーレートというものがあきで、それに一定のリスクをとれば、期待リターンを全体ポートフォリオで高くできるよということが伝統的なポートフォリオ理論のフレームワークだと思うのですが、残念ながら、現下の状況はそれが崩れてしまった。国債を持ってもマイナス金利だと。そのような時代になってきてしまいました。

そういう従来のポートフォリオ運用の原理原則を一部逸脱したような世界の中で物事を考えていかなくはいけないような時代に残念ながら入ってきてしまった。ということで、

先ほどの変なたとえなのですけれども、視界不良の濃い濃霧の中で、ナイフリッジを歩かなくてはいけない。そういう時代にある程度入ってきている。そうしたときに、内外の債券の区分を外しておいたほうがよろしいのではないかということで、国内債の従来担っていた役割をヘッジ付外債でリプレースするとか、あるいは債券代替のオルタナティブでリプレースするとか、そんなことも積極的に考えていかないと乗り切れないという時代に入ってきたのではないかな。

そういうことを考えると、マドルスルーということで、さまざまな手段を駆使してゆく必要がある。右に行ったらいいのか、左に行ったらいいのかよくわからない中で、試行錯誤をしながらやっていくということを考えると、こちらに行ってはいけない、あちらに行ってはいけないという壁が至るところにあるよりは、できるだけ壁を取っ払っておいた方がよい。ただ壁を取っ払ったために非常にリスクな投資にならないように、先ほど今後詰めていくというふうに言いましたけれども、リスク管理のフレームワークをより高度化することによって、資産の内外区分を撤廃したがために、為替のリスクエクスポージャーが著しく高くなってしまいうようなことがないようにする。実際できるかどうかは難しいところも実はあるわけですが、そういう形で対応しようというのがPTの中の一つのグループの考え方です。

それは簡単にはできないから、債券については、やはり内外区分は残しておいたほうが、いいのではないかということが区分を残そうという人たちの考え方で、意見が分かれたところでございます。

○岩村委員　そうすると、あれでしょうか。債券について言えば、日本の国債の特性みたいなものが失われて、外債と実質的に区別する意味合いが余りなくなってきた。そういう実質があるということなのではないでしょうか。

○新井委員長代理　国債の最大のメリットは安全資産で、リターンは低いけれども非常に安定したリターンで、株と違って最低限これだけは得られるというようなものが期待できたということが国債を持っている最大の理由だったと思うのですが、値段が下がる方については可能性として高いのだけれども、上がることは中長期的にはほとんど期待できない、大暴落することも心配だと。

○平野委員長　古賀さん、どうぞ。

○古賀委員　株式における内外区分の撤廃というのは、今、新井先生の話を知ると、それはそのとおりだと思うのです。ただ、これは正直、被保険者とか市場が、今みたいな話を聞いて、そうですねとなるのかなということですね。まさに好むと好まざるとにかかわらず、GPIFは日本の株式市場にも非常に一定の役割と責任を持っている。これは仕方ないですね。それをばっと外して、あとはフリーハンドで、もちろん被保険者のきちんとしたあれを稼ぐために、フリーハンドでさっとなるのかなという。率直に素人目でそういう感じがしてならないということなのですね。

そこを丁寧に、本当に簡単に市場に対してもなるほどなど。そういう提示ができるのか、できないのか。このあたりが私は非常に、何となくという話で恐縮なのですが、あるというふうなことでございます。

以上です。

○中村委員 株式というのは、企業の価値です。国債というのは、日本の経済力にリンクしているものであって、株とは関係ない。したがって、今の日本企業の株、アメリカ企業の株も同じだが、その企業の株というのは、日本の中での価値ではなくて、その企業のグローバルの売り上げ、事業活動に基づいた価値になります。

国債というのは日本の中だけなので、同じものとして論じる話ではないと思います。国債を連結できるなどということはありませんが、企業活動はグローバルに連結のベースで考えます。日本人がいかにか生活できているかということにリンクしているのは、多分、国だから、それは国債の金利と連動するのではないかと思います、日本の企業の価値がどうかといえば、それは違うと思います。

株の内外区分は余り意味がないのではないかと。例えば私どもでも、半分は海外で事業を運営しています。国債はというと、国内の人が買っているのは、9割ぐらいで、海外の人が買っているのは10%ぐらいなので、債券と株を同じ土俵で考える必要はないのかなと思います。

むしろここで議論しなければいけないのは、目標利回りになっている賃金上昇率+1.7%です。それは受け取る人が日本人だからということではありますが、実際に日本の年齢、人口について調べてみると、ちょうど97年のときは8700万人生産年齢人口がいて、全体の人口の7割、70%いました。2017年が7600万人ぐらいで、60%になりました。これがもっと減って50%になると言われています。

私も高齢者ですが、65歳以上の高齢者は今や3500万人いて、全人口の28%になっています。一般的には65を超えていると、国から年金が出る世代ですから、今、ここにおられる方は所得を計上されて、所得税を払っておられますが、年金生活者になったときに、所得税は基本的には払いません。

国内経済に対してどういう付加価値を提供しているのかは、税金を払っているだけで判定すべきではありません。勤労にはボランティアのように金額にあらわされない付加価値の提供があります。死ぬまで働こうという思想が日本国の憲法には書かれています。勤労は日本国民の義務であり、働かなくていいとは書いていない。国民は働きなさいと書いているので、働く対価があるかどうかで区別するものではなく、そういう価値を提供しているのであれば、元気に働けばいい、ただ、消費を考えると、年金だけで消費をするとなると、当然減っていきます。

だから、この賃金上昇率+1.7という考えでいいのか物すごく疑問なのです。生産年齢人口が5割になったときに、その理論で合っているのか。昔は7割の人が生産年齢人口だったかもしれないけれども、どんどん生産年齢人口が落ちてくるのに、いつまでも100年の計

で賃金上昇率+1.7という、働かなくなってしまった人がたくさんいる中で合わない。

では、GDPはどう考えればいいのか。通常のGDPの構成は、普通の先進国といわれている国は民間消費支出がGDP全体の6割です。人口が減れば民間消費支出が減るので、GDPがそんなに伸びるはずがない。それをもっとふやすにはどうしたらいいのかというと、外からお金を持ってくるしかないではないかと思います。

そういう人口構成の中で、ずっと過去から同じ議論をしているのは、私はおかしいと思うので、そういう議論もきちんとしたほうがいいのではないかと。

TPPなどもやっていますが、今や7カ国との間では大体フリーに経済活動ができます。その中で株は活躍できるが、債券はちょっと違うので、内外区分は分けていいのではないかと思います。株は違うと思うので、私は、当面この案でいいと思います。過去から踏襲しているのはベースのところがちょっとおかしいのではないのでしょうか。

○平野委員長 わかりました。

中村さんの意見は、株式については企業活動の実態からすると内外区分をする意味がないのではないかと。だから、これは一緒にいい。国債については、日本の国の信用力にリンクした国債と、外債はもともと性格が違うのではないかと。したがって、ここは分けて考える。その辺のこととはまた別に、我々に対する目標の与え方について、賃金上昇率+1.7%はこれでいいのか。この議論は、ここだけでももちろん完結する議論ではないので、年金制度全体にかかわる話でありますから、その問題意識をどういう形で厚労省なりに伝えるか。これは経営委員会が終わった後の懇談会でも少し議論をさせていただきたいと思います。全般についてはそのように理解いたしました。

古賀委員の意見は、内外区分の理屈はそういうことでいいのだけれども、ただ、これをどうやって被保険者、国民に説明するのだと。わかりやすさとか説明力とか、そういう部分については一工夫も二工夫も要るのではないかという問題提起ですね。

○古賀委員 被保険者も含めて市場が混乱する可能性があるのではないかと。

○中村委員 それをよく説明しないとイケない。

○平野委員長 ほかに御意見はございますか。

どうぞ。

○加藤委員 一応債券の内外区分撤廃反対派として一言申し上げます。

まず、基本的に基本ポートフォリオの策定は、1つ重要なのは、全体のリスク水準を決めるということだと思います。そのときにどうやって分類したらいいのかということだと思うのです。というのは、内外区分を撤廃するということは、ある意味で言うと、執行部にその配分比率を決めることをお任せしてしまうということです。リスク水準がそこで大幅に変わるということは、経営委員会としてリスク水準を決めないということになってしまうので、やはり経営委員会レベルでリスク水準を決めたほうがいいだろうということがまず、前提の考え方としてはあります。

そのときに、まず、株式で見ると、これは先ほども新井さんがおっしゃいましたけれど

も、日本株式と外国株式の相関はすごく高いし、リスクレベルもほとんど変わらないわけですね。相関が高くてリスク水準も変わらない。どうやって区別するのだと。それから、個別企業を見ても、中村さんがおっしゃったように、日立は、これはどこの会社だと。売上高とかを見たら、どこの会社なのだという話になるので、全然区別がつかない。つまり、リスク水準を見てもそうだし、個別に見てもそうなので、これは逆に言うと、あえて分けておくことが難しいということで、撤廃したほうがいいのではないかという議論になる。

一方、債券のほうは、外債と国内債で見ると、リスク水準がまるっきり違う。なぜかという、為替が入ってくるからですね。前回のPTでも議論がありました。要するに、GPIFのリスク水準を見ると、圧倒的に株で、次に為替リスクがとても大きいのです。ですから、為替リスクを無視すると、リスク水準がまるきり変わってしまうということで、債券の内外区分を、内外のウェイトを執行部にお任せするということは、別に執行部を信用していないというわけではないのですが、執行部がそれを大きく動かすことによって、トータルポートフォリオのリスク水準が大幅に変わってしまうことになる。

そういうことで、経営委員会としてリスク水準を執行部にお任せしてしまうということになってしまうので、それはどうか。ということで、債券は内外区分を維持して、そのウェイトは経営委員会で決めて、リスク水準を提示するというはやったほうがいいのではないかということが私の考え方です。

そのときに、新井さんが御指摘された日本国債の問題は私も認識しているのですけれども、とはいっても、全部の日本国債がマイナス利回りになっているわけではありませんし、代替商品を、これは流動性とかそういう問題もあるので要検討ですが、代替商品を組み合わせることによって、円債の分類の中に入れて考えればいいのではないか。つまり、円債を日本の債券というふうに定義するのではなくて、日本債券プラス代替商品にする日本債券と同じリスクレベルの代替商品を加えることによって、何とかクリアできないかなというのが一応私の考えていることです。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。先ほど新井委員長代理からは、壁を取り払って弾力性を追求する場合でも、リスク管理をきちんとしなければいけない、そのためにリスク管理のフレームワークを高度化して、それによって、安全性といいましょうか、合理的な運用を担保することができるかどうかという問題提起がありました。今の加藤さんの意見はそれといわば符合する話で、そうなると、仮に株の場合はそうなのですが、為替という要素はもちろん入ってくるわけで、内外区分を撤廃した状況において実際のオペレーションがどういうイメージになるのかということと、そのプロセスにおいてリスク管理はどういうふうに入ってくるのか。経営委員会がどのように関与するのかというところの、もうちょっと具体的なイメージがあったほうが議論しやすいかなという印象を持ちました。

もう一つは、PTの議論の中に示された、折衷案で、外枠で株式、債券の2つの区分にするけれども、内側でポートフォリオを従来の4区分で決めて、それにある程度の乖離許容

幅をつけて運用する。多分、内側はどうやって決めるのかという問題があるのですけれども、例えば経営委員会が決める。それは公表しないけれども、もちろん実績で公表していくので、事後的にはマーケットはわかる。

その決める過程では、当然加藤委員がおっしゃったようなリスクの水準を意識しながら、経営委員会がその責任を持って決めていく。多分、そういうイメージだったと思うのですけれども、あの話もこの次にでも少し出していただくと、イメージが具体的になりやすいのかなという気がいたしました。

加えて、これは私からの要望なのですが、前回と同じような手法、全く同じような手法で最適化をした場合に、今は35・15、25・25になっている配分比率が、どんなイメージになるのかなと。先ほどの新井さんの言われたことをベースに考えると、今、最適化をすると、いろいろクリエイティブな手法をとったとしても、やはり期待リターンの差から見て、国内株式のウェイトが下がってしまうというようなことになるのではないかと。だから、今の4区分で、同じような手法をとったとしても、今の株についての25・25のウェイトは相当変わらざるを得ないのではないかと、あるいはそうなのかという話を少し聞かせていただけますか。

○新井委員長代理 きょうはちょっと時間の関係もあって、詳しくお話ができなかったのですけれども、1つはリスク管理という側面で行くと、加藤さんがおっしゃっているような形の資産の内外区分を残した形というのも一つの考え方だと思うのですが、もう一つの考え方は、撤廃した上で、先ほども言及いたしました、ファクターモデルのような形で、現在でも株式ファクターにどのくらいのエクスポージャーがあるかというようなこととか、為替のエクスポージャーがどれくらいあるかをGPIFで管理していますが、株式なり為替のボラティリティーが1%ポイント動いたら、損益がどのくらいの影響を受けるかを常にモニターしていくような仕組みの中で、感応度を調整していくようなフレームワークがあり得るのだと思うのです。残念ながら時間の関係で十分数量的な分析がまだできておりません。しかるべきタイミングでそうした分析結果も御紹介しながら、より深い形の議論が可能になるような材料を御提供申し上げたいと思います。

それから、古賀さんもおっしゃったようなことで、国民に理解が得られるのかというようなこととか、ショックが大きいのではないかと、不安については我々も十分認識しております。そういう中で、いかにして理解を得ていくのか、あるいはいかにしてショックが大暴落につながることはないようにしていくのかということで、委員長が言及なさいました外枠、内枠みたいな形で、外枠では内外区分を撤廃しながら、ストラテジックポートフォリオという呼び方をするらしいのですけれども、内枠では4資産みたいなものを考えておく。

それを時間の経過とともにちょっとずつ、3ページにも載っていますが、グローバルな市場の中で、日本株のウェイトは現在8%であるわけですね。バブルのころは30%、40%、世界の株式市場で4割弱が日本株という時代もあったのですけれども、残念ながら今は

8%まで下がっているという中で、現在のGPIFのポートフォリオは、株で50・50です。内株50、外株50。これは92%対8%というグローバルポートフォリオの中のアロケーションとは大分違うということでございますから、一挙に変えるということになると、これは大きな問題です。20年か30年かわかりませんが、徐々にそのようなところに、時間をかけて合わせていくようなことも含めて、実行段階での、手だてを考えていくようなことは、今後より詰めて検討していきたいと考えています。

それから、最後に言及なさいました。従来手法でのアセットアロケーション、これもいろいろな前提条件の中で試算しているのですが、例えば現在のような短期金利が続く、短期のマイナス金利が今後もずっと続くというようなことを前提としますと、国内債へのアロケーションはゼロ。日本株もアロケーションが5%とか10%とか、そのようになってしまうというのが最適解というような解が出る頻度が多いのですね。そのようなことでありまして、仮に内外区分、株、債券を残しても、国内資産は10%ずつとか、国債にいたっては5%とか、それが最適解になるというようなことですね。何ら追加的な制約条件を入れないとそうなる。今後、経済シナリオとして厚労省側から希望的観測のような経済見通しが出てくるかもしれませんが、そうではなくて、市場が今、考えている世界というところで、例えば現在の利回り曲線を前提にしたときの10年後の金利とかも考えていきますと、今申し上げたように、国内資産の割合は著しく低いというようなことになってしまうということが、現時点の結論です。より精密な形で期待リターン等を決めていったら、ちょっと違う結果になるかもしれませんが、現時点のシミュレーション結果はそんな形になっております。

○平野委員長　ありがとうございました。

これはまだしばらく議論する時間がございますので、また次回に継続して議論を進めたいと思います。これはこのくらいにします。

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。市場への影響に配慮して、報告があった旨の記載をする。第4期中期計画が認可され、公表されるときに、その間の議論の概要をまとめた資料を新たに作成して公表する。検討時の資料につきましては原則非公表という形で取り扱わせていただきます。ありがとうございました。

次の報告事項に移ります。

●水野理事　済みません。水野ですが、ここで失礼させていただきます。申しわけありません。

○平野委員長　御苦労さまでした。

●水野理事　ありがとうございました。

○平野委員長　報告事項（3）「2019年度広報戦略について」、執行部から報告をお願いします。

●佐藤企画課長　それでは、ファイル番号09、報告事項（3）「2019年度広報戦略について」

をお開きください。

時間が押していますので、説明は手短にさせていただきますけれども、2019年度でございます。今年度は5年に1度の財政検証が行われる年でありますので、どうしても年金に対する注目度が高まってまいります。したがって、結論だけ先に申し上げますと、年金の運用の仕組みとか、あるいは年金制度全体における積立金の役割について、きちんと国民の皆様にご理解いただくための取り組みを進める。それから、国際分散投資とか、そういったことをきちんと説明していく。ESG投資の意義についてもきちんと説明をしていく。

こういった基本的な取り組みを愚直に進めていくということが2019年度の取り組みの中心であるべきだろうと考えております。

資料は23分の4でございます。年金積立金やGPIFに関する「よくある誤解」ということで、特に昨年度は15兆円のマイナスもありましたけれども、マイナスになるとどうしても注目度が高まってくるというところもありますが、例えばプラスだったら年金がふえてもいいではないか、マイナスだったら減るのかとかといった誤解もあったりとか、そもそもGPIFは素人の集団だからちゃんと運用しろとか、そういった御批判もあるわけです。そういうことから考えると、我々広報として、なかなか伝え切れていないポイントがあるのだろうと。それが先ほど申し上げた3点、例えば制度における積立金の役割とか、どういう考え方で運用をしているのかとか、ESG投資は何のためにやっているのかとか、このあたりがなかなか十分に伝え切れていないだろうというところでございます。

23分の5でございます。内閣府がたまたま昨年11月に公的年金制度に関する世論調査を行っております。この質問の中で、公的年金制度について、国民の皆様にご何を知りたいですかということを質問した項目があります。標本が3,000、 $n=3,000$ ですので、それなりの標本数があるわけでございますけれども、一番知りたいのは給付の額がどれぐらいなのか、あるいは給付水準は将来どのように変わっていくのかということなのですが、2番目に回答が多かったものとして、公的年金の積立金の運用状況といったものについて知りたいという国民の方々の声が非常に大きかったというわけでありますので、そういう観点からも、積立金の運用状況とか積立金の役割とか、そのあたりをしっかりと運用していくということは、国民に対する説明責任をしっかりと果たしていく上でも重要なことなのだろうと思っております。

23分の6以降は、2018年度の取り組みということで整理をさせていただいております。ポイントだけかいつまんで申し上げますと、幾つかやりましたけれども、1つ目ということで、ホームページをリニューアルしました。ホームページをリニューアルしてデザインを変えますとともに、今までは4日前、5日前でなければホームページにアップできなかったのですが、それがおくれればせながら当日リアルタイムでホームページにアップできる。こういう仕組みを整えましたので、情報をリアルタイムに発信していく仕組みができました。

それから、23分の7でございますけれども、2つ目の取り組みといたしまして、パンフ

レット「GPIFって、なに？」というものをつくりました。前回の経営委員会で理事長のほうから冒頭に御紹介しましたが、業務概況書はどうしても難しいですし、ESG活動報告もなかなか難しいものでありますので、投資とかに全然詳しくない国民の皆様にも、積立金のそもそもの意義とか役割とか、そういったところからかみ砕いた形でのパンフレットをつくりまして、わかりやすく説明できるようにしていきたいという材料を用意しているものでございます。

23分の8は長期分散投資の効用を解説するホームページのコンテンツを充実ということで、ホームページのリニューアルに合わせまして、長期分散投資の意義とか役割を国民にわかりやすく訴求をするためのコンテンツを用意しました。単に相関が、リスク・リターンの特性が違ふからと書いてもなかなかわかりませんので、例えばアイスクリームの会社とおでんの会社では、暑くなったらアイスクリームの会社の株が上がって、おでんの会社が下がりますねとか、かなり捨象していますけれども、そういう形でできる限りかみ砕いた説明をするようにしております。

それから、23分の9でございますけれども、2018年度環境株式指数など、ESGの理解促進ということで、ESGに対する注目が国内外を問わず非常に高まっておりますので、我々も実際にESGの取り組みは非常に強くやっておりますので、昨年度の新しい取り組みとして、ESGの活動報告というものをつくりまして、国民の皆様にお配りしているということを行っております。

23分の10、昨年度の取り組みの一番最後でございますけれども、めり張りをきかせたメディア対応ということで、2018年11月から、四半期のディスクローズで、従来は記者会見をやっていたけれども、そういう記者会見をやめて、記者さんの中にも知識が非常に詳しい方と、なかなかそうではない方がいらっしゃると思いますので、ここはみんな集めて、こちらからばつと説明するというやり方ではなく、記者の皆様の知識の度合いに応じて丁寧に対応していくという個別性を重視した対応を行っております。そういうことによって、運用について詳しい方にはそれなりの説明をするし、そうではない方に対しては、基本的な説明から行っていくという取り組みを進めております。

23分の11以降は、2018年度の報道はどうだったかというところでございます。23分の11でございますけれども、2018年度の報道で一番報道の件数が多かったのが、第3四半期のマイナス15兆円でございます。これは過去最大の赤字だったわけでありまして、幸いにしてといいますか、経営委員の皆様のお協力もありまして、どこの新聞、メディアも大体は、累積収益としては56兆円のプラスですねとか、あるいは年金財政上必要な利回りは確保できていますねと。マイナス15兆円という事実もそうですけれども、累積の収益の話、実質的な運用利回りの話についても触れられているという状況でございました。

23分の11の右下のほうに、直近で、最近で5兆円マイナスが発生したのは2016年7月なのでございますけれども、このときに5兆円マイナスが発生したときには、全国紙の記事が37本、テレビで37番組、合計オンエア時間数が125分だったものが、今回はかなり減っているとい

うこと。それに加えて、左側でございますけれども、報道の中身として、累積収益に加えて必要な利回りについても、かなり多くのメディアさんが触れていただいているという状況でございます。

23分の12については、年金の単なるマイナス5兆円とか、マイナス15兆円とか、プラス何兆円という話だけではなく、制度全体の中で積立金がどういう役割を果たしているのかという点についてもかなり触れていただける報道がふえてきている。そういう意味では、単に断片的に取り出した報道だけではなく、年金制度全体の意味合いとか、そのあたりについてきちんと理解をしていただける機会がふえているのかなと思っております。

23分の13でございますけれども、ESGに関しては引き続きかなりニュース性も高いといえますか、注目度も高いということで、新聞もそうですし、例えばYahoo!であっても、GPIFが登場する報道テーマの中で、ESGに関する件数が非常にふえているということで、相変わらずESGに対する注目度は高い。

23分の14は、その他運用の高度化に関する報道の増加ということで、例えばWBSの中でもオルタナティブの話が出ましたし、海外のメディアの中でもオルタナとか受託機関の選定の評価あるいはAI、実績連動報酬などについての報道は引き続き多くあります。23分の14の右側にトロフィーがありますけれども、Asian Investorの賞も引き続き、昨年度についても受賞させていただきました。

23分の15は報道の傾向分析ということで、これは博報堂に分析していただいておりますけれども、15兆円で改めて注目されたわけでありましたが、必要な情報はかなり報道していただけるケースが多かったのではないかと趣旨の報道の分析をいただいております。

23分の16は今、申し上げたことを実際にデータ的にお話を申し上げて、説明させていただいている資料でございますけれども、下に棒グラフが2つあって、2018年11月と2019年2月があります。それぞれ例えば丸をつけているところだけ御説明しますと、期間損益赤字でも累積収益の認知向上という左下のグラフでございますが、14兆円のマイナスが出たことに対して、64%の方は認知をされていた。ニュースでも取り上げられましたので、かなりの額のマイナスが出ると認知が上がるわけでありましてけれども、それに加えて、市場運用開始以来56兆円の累積収益。累積収益についてどの程度知っていますか、累積収益がこれぐらいありますよということを知っていますかという質問に対して、2018年度の11月は19%だったものが、2019年2月は24%というふうに、むしろ累積収益についての認知度も上がっているということで、かなりそういう意味では一定の効果が出てきているのではないかと思っております。

一方で、右側にGPIFに対する現状評価というアンケート項目もあるのですが、運用の仕方に不安を感じるという項目、マイナス15兆円というものが出れば運用の仕方に不安を感じるという方がふえるのは当然だろうと思うのですが、そのように不安を感じるという方が一定数いらっしゃいますので、このあたりをきちんと解きほぐして説明をしていくということがかなり重要になってくるのだらうと思っております。

23分の17以降はSNSの状況でございます。ツイッターを我々も頑張ってやっておりますけれども、フォロワーの伸びは15兆円のマイナスによってかなり再度増加をしているというわけであります。

ただ、これは15兆円マイナスが出ているわけではありますけれども、23分の18、次のページをごらんいただければと思いますが、15兆円マイナスをして、もちろんけしからんというツイートが発生するのは当然やむを得ないといえますか、事実だろうと思うのですが、単に15兆円のマイナスが出たからけしからんとかいうだけではなくて、いや、そうはいったって、プラスになったりマイナスになったりすることはあるし、累積では56兆円稼いでいますよという、そのツイートに対して反論するようなツイートもかなり出ております。そういう意味では、いろいろな意見があって当然だろうと思うのですが、単に一面だけを捉えるのではなく、累積でこうですよという全体像を意識した形での反論などもいただくケースがふえていますので、そういう意味では、少しずつ国民の皆様にも運用の状況とか運用というものを理解いただいているのではないかと考えております。

23分の19以降は2019年度の取り組みでございます。冒頭に申し上げましたとおり、今年度は5年に1回の財政検証でございます。過去、直近2回の財政検証がどうだったかということでございますけれども、名目運用利回りの目標が今であれば賃金上昇率+1.7が目標であるわけですが、2009年の財政検証のときには、4.1%という形で、絶対値で目標利回りを出していたのですが、それが高過ぎるのではないかなというような、目標設定に対する批判がかなり多くありました。つまり、年金財政において大事なことは、実質的な運用利回りを稼ぐことでありますけれども、それについての重要性がなかなか伝わっていなかったということが10年前の反省なのかなと考えております。

それから、5年前については、財政検証もさることながら、株式運用の比率、株式の比率をかなり引き上げましたので、12%から25%に引き上げましたので、それについて、なかなか国際分散投資の意義が伝わらなかった。外物の割合をふやしましたけれども、それについても十分意味合いが伝わらなかったもので、それについて、財政検証の年はどうしても注目度が上がりますから、きちんと説明をしていくということが大事になるのだろうと考えております。

23分の20からでございますけれども、では、ことし何をやるのかということでもあります。まず、最初にやりたいと考えておりますのが、実質的な運用利回りをわかりやすく広報していくということでございます。来年度からの中期目標がどうなるかということは横に置いておいて、今の目標は実質的な運用利回りでありまして、実質的な運用利回りを確保するということが年金財政において大事なわけでありまして、GPIFにおけるミッションなわけであります。ただ、実質的な運用利回りを確保するということが、どのような意味合いで必要なのか、大事なのかということが普通はわかりませんので、それはできる限りかみ砕いて、デフォルメしたような形でも構わないと思っているのですが、ホームページでわかりやすく説明できるようなコンテンツをつくっていきたいと考えております。

23分の21は、この中に②③と2つあるのですけれども、②で、記者レク、記者対応を強化していきたいということです。記者レクは個別の対応をふやして、それぞれの知識の度合いに応じて丁寧に説明していく、興味、関心の度合いに応じて説明にめり張りをつけていくという取り組みをやっておりますけれども、そういう取り組みをしっかりとやっていく、あるいは論説／編集委員にも個別レクなどができないかどうかを少し検討していきたいと思っております。3番目は厚労省における年金広報強化の動きと連携ということで、GPIFの果たす役割は、年金積立金、年金制度全体の中で一部でありますけれども、今、ちょうど厚労省において、年金制度全体の広報をしっかりとやっていこうという動きが出ておりまして、実際に検討会なども行っているところであります。そこに対してGPIFからも検討会の委員という形で、今、審議役が構成員として参加しているわけでありましてけれども、そういった厚労省における年金の広報の強化の動きとしっかりと連携をして、タイアップをしていく。こういったこともやっていきたいと思っております。

それから、23分の22でございますけれども、ESGの広報もしっかりやっていきたいと思っております。ESGについて、もちろん詳しい方はたくさん詳しい方がいらっしゃいますし、興味がある方もかなりふえていますけれども、なかなか御存じない方もいまだに多くいらっしゃる。興味がある方の中には、最近ではミレニアル世代で興味がある方が非常にふえているのですけれども、そういった方は、別に運用について必ずしも詳しいわけではないので、そういう方々にもかみ砕いて、ESG投資をすることによって長期的にきちんとリターンを確保できるのだというものを説明するとか、いろいろなコンテンツを用意して、ESG投資の意味合いとか、そういうものを工夫して説明していきたいと思っております。

そして、最後、23分の23でございます。こういうさまざまなわかりやすいコンテンツをつくって、いろいろと発信をしていく、あるいは講演で活用していくわけですが、最後はホームページにきちんと来ていただければ情報を一元的に発信していく。そういう仕組みをつくっていききたい。パーツパーツだけで説明していくわけではなくて、最後はホームページで一元的に発信をして、それを国民の皆様に御理解いただくという取り組みをやっていきたいと思っております。こういう形で、基本的な取り組みを今年度は地に足を付けてやっていくということを取り組んでいきたいと思っております。

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、よろしくお願いします。どうぞ。

○中村委員　23分の12ページの高齢層がもらう厚生年金の財源というグラフは国民に政府が説明している話とちょっと違うのではないかと。

今は自分で掛けた分以上にもらえると説明しています。今もらっている人たちは、自分の掛けたものの1.5倍から2倍ぐらい、生涯でもらうようになっているにもかかわらず、この絵では、現役世代が払っているという絵に見えてしまいます。そうすると、生産年齢人

口がこれからどんどん減っていくので、いつか破綻しますという絵になってしまいます。

そうならないために、年金は積立金を積んでいるのでしょう。本当は積み立てたところからちゃんと払っていて、足りない部分が、例えば税金から払われている、だから、消費税を上げるとなっているはずなのに、この絵では若手が働いていて、保険料を掛けているものからもらっているという絵になっている。

これは今の日本の年金制度の説明と合わないのではないか。これは誤解を与える絵だと思います。厚労省もGPIFも、この仕掛けなのですよということをこれで宣言していいのか。私の今までの理解とは全く違う絵であり、これだったら、積み立てをしているのではなくて、無尽講ではないか。若手から高齢者が金をもらっている。この絵ではないのではないか。厚労省、これでいいのですか。

○平野委員長 どうですか。

○古賀委員 今の保険制度はこれだよ。

○平野委員長 これでいいのです。どうぞ。

●厚生労働省石川資金運用課長 これはあくまでも高齢層、年金の受給者に対して給付するための財源がどういう構成になっているか、その中に一部積立金も含まれているということで、どこから財源が賄われていますかということを示した図だと思うのです。先ほど中村委員が言われた、掛けた分がもらえるということも含めて、そういう話は、自分がどれだけ年金に加入して、ちゃんと保険料を納付した期間がどれぐらいあるかによって、その人が将来受給できる年金額がどれだけかという、まさにそういう個人ベースでのことを中村委員はおっしゃっているのかなと、私はそう受けとめたのです。それはそれで、また別に説明する資料はあるかと思うのですけれども。

○中村委員 これをGPIFの資料に書くのはやめたほうがいいと思います。この内容だけでは、日本の年金は破綻しますという絵になるので、そうではないということを加えて、大丈夫ですよというものならいいのですが、どんどん人口が減るのですよ。

○平野委員長 どうぞ。

●三石理事 よろしいですか。年金局からお答えいただくほうがいいと思うのですけれども、基本的には、中村さんは今、働いていらっしゃるから年金をもらっていないと思いますが、多分、同年代の大多数の方々は、年金をもらっていると思います。

それはその方が払った保険料ではなくて、今の現役世代が払っている保険料がほとんどの財源なのですね。したがって、賦課方式をわかりやすく仕送り方式と言っておりますけれども、若い人たち、現役世代が払った保険料で今の年金受給者の給付は、基本的には成り立っているのです。

しかしながら、中村さんがおっしゃるように、今後は現役世代が払う保険料、現役世代の数が減っていけば、その分だけ減少しますから、これを見ますと2035年あたりからどんどん保険料収入は下がっていきますね。そうなったら足りなくなってしまうのではないかと。年金制度は破綻するではないかというところについては、私どもGPIFが運用している積立

金なり、その運用収益を足りない部分に充てていきますという図なのです。

これと言わんとしているのは、積立金の役割についてでありまして、一番上の緑の部分は、平均しますと大体全体の財源のうちの1割程度、比率的には小さいのです。したがって、運用収益が単年度、単年度ではプラスになったりマイナスになったりしますが、それ自身が皆さん今、もらっている受給額あるいは将来もらう受給額に直ちに影響するものではありませんよという意味合いでつくっている資料でございます。

○中村委員 それはわかりますが、日本経済を考えると、こういう構造で将来はどんどん小さな国になっていくという前提を国民は考えているので、将来に対して物すごく不安を持っている。若い人たちは、こういう絵を見ると、払ってくれる人がいなくなれば、当然自分たちの分はもらえなくなると思うので、掛けるのを嫌だと言って、厚生年金に入らないという構造になってしまっている。でも、企業の年金制度は違うのです。きちんと掛けて。

●三石理事 それは企業年金の話ですね。

○中村委員 企業年金は、これだけの財産を持っています、足りなくなれば掛け金を掛けます、そうならないように、運用のポートフォリオを変えますなど、いろいろやります。日本人はサラリーマンが多いので、企業年金と同じ仕掛けだと思うのではないかと。

●三石理事 ですから、そこが公的年金と企業年金が全く違うところでありまして、おっしゃるように、企業年金、日立さんも恐らくDB制度をお持ちだと思いますけれども、あれはまさに積立型ですので、現役時代にAさんがずっと積み立ててきた保険料で、今度、Aさんが日立をやめた後もずっとその方の企業年金の給付はその保険料でもらえることになりますが、公的年金の場合には、払ってきた保険料は結局受給世代に仕送りされますので、積立型ではないのです。

○中村委員 だから、国民は不安を持っているのです。この絵だけ見たら、不安を助長させてしまうので、やめたほうがいいと言っているだけなのです。理解してもらうのであれば、大丈夫だというものを右か左があいているのでそこに載せないといけないと思います。それが足りない。

●佐藤企画課長 中村委員の趣旨は、この資料だけで説明し切るとするのは、それは無理だろうという趣旨だと思いますし、これはあくまでも先ほど三石のほうからお示したとおり、積立金全体の1割。積立金というのは年金給付費全体の1割なのだけということだけを説明するための資料ですので、これだけではなく、例えば日本の年金制度の場合には、払った保険料の2倍返ってきますとか、1.5倍返ってきますとか、資料もあるので、それを積極的に余り使っていないというのが現状ではあるのですが、どういう形で広報をしていけばいいのかは、幸いにして我々だけではなく、ちょうど今、国のほうでも年金の関係団体とかも一緒になって広報の工夫をしていこうという動きもありますので、そういったところとしっかり工夫しながら、わかりやすい説明をやっていきたいと思っています。

○中村委員 わかりやすい説明を考えている間に2年も3年もたって、どんどん加入が嫌だという人ばかりになってしまふとまずいのではないか。これだけ優秀な人たちがいるのだから、もうちょっとわかりやすく言ったほうがいいのではないか。

●佐藤企画課長 材料としては既に現在でもあるものです。たくさんありますので、その出し方の問題で、出し方がうまく出せていないだろうということだろうと思いますので、そこは。

○中村委員 それが広報戦略なのではないか。

●佐藤企画課長 そこは私どももそうですし、きちんと年金局のほうともしっかりタイアップをし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。

○岩村委員 積立金の割合が1割だというわけですね。10%だと。総体で幾らでしたか。時期によって違うのでしょうか。

●佐藤企画課長 100年間でならした場合に約1割なのです。これは私が言うのもあれかもしれませんが、厚生年金で言ったら、100年間で現在価値に直して大体1900兆円の給付費になります。そのうちの約1割ですので、200兆円、190兆円ぐらいが積立金が財源となります。残りが国庫と保険料で、国庫が大体。

○岩村委員 100年間でなくなるというわけですか。

●佐藤企画課長 100年間で給付費の1年分を残しておくという制度設計になっていて、今で言ったら、給付費の1割は40兆円ぐらいなのですが、それぐらいを100年後に残しておく。もちろん現在の40兆円と将来の40兆円は価値が違いますけれども、現在価値で言ったら、大体40兆円を将来100年後に残しておくという前提で制度設計をしているのですが、それを5年に1回財政検証を行って行って、本当に100年後に、今で言ったら40兆円が残るのかどうかを検証して行って、必要であれば給付をどうしていくのかということを考えていくという仕組みになっています。

○中村委員 それとこの絵が合わない。例えば25年から35年までの間は、高齢者がもらう財源は、現在世代が払う保険料から全額となるのです。自分が掛けていたものから本来はもらっているはずなのです。実際には取り崩しているわけではありませんが、掛けたものは、GPIFが運用している資産の中にたまっているはずではないか。掛けた人はそう思っています。だけれども、そうではなくて、現役世代が払っている保険料からもらっているという絵になっています。

絵が理解と合いません。この25年から35年の間は、全部保険料収入から払われているという絵になっている。

○平野委員長 賦課方式はそういうことだと思うのですけれども、ただ、この絵だけで説明しようとする、確かにいろいろ足りない部分があるのはそのとおりだと思うので、どうでしょうか。年金制度を説明するのに、この絵1枚だけでやるわけではないのだから、

中村委員の御意見も別途聞いて、わかりやすい説明の仕方を考えていただければありがたいです。

●佐藤企画課長 そこは工夫できるようにしたいと思っております。

○平野委員長 ちょっと一つだけ、16ページです。時間もないのですが、この半数以上が「運用の仕方に不安」という、このグラフの読み方なのだけれども、2018年11月で46%が不安を感じています。大損を出した後の2019年2月でも、52%しか運用の仕方に不安を感じていないという見方もできるわけですね。

●佐藤企画課長 そういう見方もできます。

○平野委員長 だから、何というか、これだけ見ていると、つまり52%だけハイライトすると、えらくみんな不安がっているなと思うのだけれども、もともと不安がっている人は多くて、15兆円損を出したとしても、その比率は大して上がっていないという見方もできますねということを感想として一言申し上げておきたい。

以上です。どうもありがとうございました。大変わかりやすい資料で助かります。

続きまして、報告事項（４）「業務執行状況報告（平成30年度第４四半期）」につきまして、執行部から報告をお願いします。

●西原運用リスク管理室長 まず、私のほうから数字の御説明をさせていただきます。

第４四半期につきましては、第３四半期の市場。

○平野委員長 資料は。

●西原運用リスク管理室長 すみません。大変恐縮でございますが、まだ推計ベースという非常に粗々な数字ですから、口頭ベースでさせていただきます。

第４四半期につきましては、第３四半期から反転に生じたということもございまして、収益率ベースでは6.2%程度、収益額では9兆2000億円程度の黒字ということでございます。通期では、収益率ベースでいいますとプラス1.5%程度、収益額につきましても2兆4000億程度のプラスということでございました。

資産の構成割合につきましては、年度末の時点でございますけれども、オーバーウエートになっているのが外国債券と外国株式という状況です。乖離許容幅、等に抵触した資産はございません。

私からの説明は以上になります。

○平野委員長 ありがとうございます。

高橋さん、お願いします。

○高橋理事長 それでは、四半期の業務の実績状況の報告ということで、ことし1月のときの報告に引き続きまして、3点御報告させていただきます。

1点目は今のポートフォリオの運用について、3月末までの年度間の実績は先ほど西原から御報告したとおりでございまして、この先のことにつきまして報告したい。あと2点は、1点が、前回のときの運用とアセットと予算でいろいろこれから御説明しますというところを、うちの人材のところ、年度間の採用なり働き方のところについて状況を簡単に

報告します。3点目は、前回報告しましたグリーンボンドの取り組みにつきまして、いろいろ御意見をいただきまして、リリースして、その結果が出ましたので、簡単に御報告したいと思います。

初めの年度間の運用実績に伴う今後の運用の仕方ではありますが、これも皆さん御承知のとおりでありまして、前回、1月に報告したときはかなりVolatileな状況が続いているところでありましたが、FRBの政策の転換によってかなり安定してきている途中であります。御承知のとおり、アメリカについても中国についても、エコノミストの方々なりIMFの予想なり、それから、Fed自身の予想も非常に不確定性が高まっているというWarningが出ているのですが、出てくる数字は御承知のとおり、特にアメリカについても失業率は3%台でありますし、それにしても、物価は全然上がらない。中国も、余り注目されませんが、中国政府は民間セクターへの与信、信用供与のところを非常に緩めているので、結構経済的にも持ち直しているにもかかわらず、やはり貿易交渉、貿易戦争の不確定な要素は皆さん心理的には心配しているという、非常に微妙なところで今、動いているということだろうと思います。

それで、3月末までの1年間の実績のところ、やはり一番特徴的なところは、12月末で15兆の四半期のロスがあったので、トータルではマイナスになっていましたが、結局着地とすると、昨年度は2兆円以上の収益ということでありました。この間、もとに戻った一番大きな要因は、当然アメリカなりの株が戻ったところが大きいのですが、Fedの政策転換で一番利益を受けたのはエマージングの株であります。エマージングの株は、アメリカの金利が上がるので、非常にプレッシャーを受けていたエマージング国が、下げるといふか上げないと言った途端に戻ってしまったということが大きくて、日本の株は御承知のとおり混乱の前の水準には全然戻っていないわけでありまして、日本株の戻りが足りなかった部分をエマージングの株が戻したので、トータルで20兆のところまで着地ができたということであります。

今後の運用ですが、引き続き警戒をしながらポートフォリオ運用をせざるを得ないと思っております。そうなりますと、特に安全資産といいますか、もし何らかの形でプレッシャーがかかったときに、もっと言うと、アメリカも含めて株が相当下がるというときに、何が頼りになるかという、やはり債券しかありませんので、外国債券を中心に、ヘッジ機能を期待
ということ。それから、国内債の代替運用につきましても、引き続きこれを進めていきたいと考えています。特に

というふう考えております。

それを生かすことによって、極力内外株式の残高は維持したいと考えております。株式が本当に割高なのかということについては、新井先生からお話がありまして、これだけ内外中央銀行がじゃぶじゃぶに緩和をすると、株の適正価格ということについて、私自身も非常に自信がないというか、本当に高いというのは、そこはなかなかピンポイント

トでわからないので、よく状況を注視しながら、本当に高くなってきたときに、やはり残高調整をせざるを得ないと思いますけれども、そのところまでは株の残高について、債券を買いながら歯を食いしばって維持していくというのが基本戦略だろうと思っております。以上が運用戦略についてであります。

2つ目の人材のところであります。おかげさまで昨年度は、4月1日現在でスタッフは133名でありまして、昨年1年間で14人の増加。採用もプロの人、正規の人を合わせて順調に採用できてきておりますが、私も一番気にしているのは、採用して途中でやめた人です。それは4人、昨年、残念ながらおられまして、それなりにいろいろな要因なり、当然どうして合わなかったのかとか、その後はどうするのかということ聞いております。個別にはいろいろな原因がありますが、何か構造的に人をやめさせてしまうような雰囲気があるわけではないと思っております。この点につきましては、いろいろな人がやってきますし、これから先も採用して、仕事をしていきますので、文化の醸成というか、話しやすい、仕事をしやすい、あるいは連絡がスムーズにある風通しのよい組織ということでやっていきたいと考えております。

それから、働き方改革のところは、昨年は、とにかく残業時間は10%カットしろと。さらにもう一日だけ有給休暇をとれということを目指してきましたが、残業のところは、昨年の平均時間が1人月30時間だったのが25時間まで減って、有給休暇も1人平均11日が14日になっておりますので、一応形式的にはクリアしております。形式から入っておりますが、繰り返しになりますが、チーム内で仕事のやりくりをするとか、そういう文化を重視しておりますので、ことし、またさらに10%残業を削るとかいうことも考えましたが、基本的には昨年度の水準を維持しながら、仕事のやり方なりを変えていただく方向で、ことしはまた中期計画の策定等の業務負荷もかかりますので、そこのところは声をかけて、お互いの仕事、忙しい人がいたら手伝うとかいう文化の形成をさせていただいて、ちょっと時間がかかるかもしれませんが、やっていきたいと考えております。

最後、グリーンボンドのところではありますが、お手元にある形でリリースをさせていただいて、やりましたところ、とりあえず589億円、それぞれのアセットマネジャーが買いました。後ろのほうにあるとおり、今回の投資の仕組みという図にありますが、運用会社は一応それぞれの戦略で買いまして、
今回、世銀グループが発行しますよということを紹介した形になっております。買うところはいっぱい買ったのですけれども、全然買わないところもあって、それは各運用会社の戦略によって、出された債券は、例えば償還期間が6年で、ユーロでこのくらいという一本しか出ませんので、それを自分のポートフォリオマネジャーの運用戦略と、例えば期間が長いねとか、ユーロは嫌だとかいうことが当然反映されているわけでありまして、まさに期待どおりの状況になっているというふうに思っております。

したがいまして、GPIFとしますと、それぞれの運用会社の戦略を生かすという形で運用しておりますので、さらにこういう形で商品を紹介する場合であっても一任しているわけ

次のページでございますが、私のほうで概要を調べさせていただいたところでございます。Aさんは、B社と、GPIFからの投資意向や投資規模について意見交換を行っていて、他のファンドとは投資一任業者による投資なので、意見交換を行っていなかったこと等が認定されました。ただ、B社から特別に会食の接待等を受けたとか、そういうことは認められておりません。この点につきまして、全般について、接待等があったのかとかを含めまして調査をいたしまして、この調査方法については顧問弁護士の小林先生に確認していただいておりますが、そういう不適切な行為は見当たらなかったということになっております。また、入札に関係いたしますので、専門の多田先生という方に、これは構成要件に該当するののかということを見ていただきましたけれども、投資一任ということで投資を進めているという職務に関しては、これを飛び越えるような話という意味では、職務違反ではあるけれども、犯罪の構成要件には該当しないという見解をいただきましたので、そういう形で認定したところでございます。

これが第1の案件でございます。

めくっていただきますと、次は、これも進めている案件でございますが、ことし2月に、これは今、申しました顧問弁護士の小林先生経由であった話でございます。投資の準備が、リスク管理等について十分な議論がなされないまま、性急に進められており懸念があるということでございます、当然

ですけれども、その当たるときに、私どもの利害関係者に相当するH社が、G氏等の出張のアテンドをやっているというのは、コンプライアンス上問題があるのではないかという通報がありました。

これにつきましても、出張がすぐその次の日曜日からということでありましたし、相手方もあったのですけれども、やはりこれもとめなければいけないだろうということで御判断いただきまして、当該出張は取りやめるとともに、業務につきましても一時停止をしたところでございます。

めくっていただきまして、5ページでございますが、私のほうで調べましたところ、別にこの件、投資委員会とかそういうものを飛ばしてとかいうことではございませんので、コンプライアンス違反は認められなかったのですけれども、やはり今回、

アテンドが認められまして、それについてはコンプライアンス上問題がある。ただ、別にG氏は、仲介となるような方、よく知っている方が席にいたほうがお話が進むだろうということであって、別に費用負担で会食等は認められなかったということでございます。

この辺につきまして、報告書を出したのですが、その調査方法の適正性につきましても、監査委員のほうから、第三者のリーガルについて、もうちょっと補充調査も含めましてチェックしてもらったほうがいいかということでございまして、顧問弁護士の小林先生のほうに確認依頼をしております。口頭ベースではございますけれども、補充調査をしたもの

も含めまして、適正に行われているということを今、いただいているところでございます。

その次のページでございますが、再発防止策でございます。本件につきましては、内部通報ということで、ある種、我が社の自浄作用が働いた。また、本格的に業務を始める前にこういうことをとめたということございまして、そういう意味では一定の効果があるのですが、やはり再発防止策を考えなければいけないということございまして、案件1につきましては、やはり ファンド関係者との接触の際のルールの特明確化ということが一つある。あと、コンプライアンスの一層の特徹底ということで、横展開といいますか、役職員全員に対しまして、理事長からの訓示をしていただくとともに、コンプライアンスハンドブックへの記載等を行う。あとは個別といいますか、処分対象者については、企業でもおやりになっていると伺っていますけれども、eラーニングという形でコンプライアンス研修を実施することを考えております。今 業務につきましても、適正性確保のために必要な措置を検討していかなければならないと考えております。

案件2につきましては、正当な理由がないアテンド禁止等、ルールを明確化するとともに、コンプライアンスの一層の特徹底を図っていく。あと、

 でございますので、これも適正に図っていくための必要な措置を検討していかなければいけないということでございます。

私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、よろしくお願いします。どうぞ。

○根本委員 6ページの再発防止策が非常に適当だと思うのですがけれども、重要なのは現場の方が内発的にというか、これは何ではいけないのかとか、御自分の行動が会社のレピュテーションに影響があるのだねという、ルールだからやるというだけではなくて、そういう理解というか、腹落ちをする必要があるのかなと思いますし、先ほど理事長がおっしゃった、相談し合うとか、お互い牽制ではないのですけれども、何かちょっとしたことでも相談し合えとか、そして、リスクカルチャーみたいなものをつくっていくことが重要かなと。第一線でそれをつくることが重要かなと思いました。

 以上です。

○平野委員長 ほかにございますでしょうか。

 どうぞ。

○岩村委員 これからの話になるかもしれませんが、懲戒処分を検討する可能性もあるということです。ので、恐らく処分を受ける人の立場もあつて、何が処分の対象になるのか、法令上の根拠は何なのか、それを明確に提示して、その上できちんと弁明を聞く。弁明の合理性をチェックする。こういう手順を踏むのが当然だし、そうすべきだと思うのですがけれどもね。

本件、それぞれについて何となくわかるのだけれども、要は、どの条項のどういう部分に、どういう事実が当てはめられて処分の対象事項になるのかということが、必ずしもよく見えないのですが、それはどう理解したらいいですか。

●森審議役 まず、私が実施するのは事実に関するところの調査でございますので、監査委員会のときの報告にもさせていただきましたけれども、一番基本となります役職員として適切でない行為に該当するという話と同様に書かせていただいたところでございます。具体的には8ページの図で、懲戒手続につきましては、また懲戒委員会を開きまして、岩村委員から御指摘がありましたように、対象者に通知いたしまして、弁明を聞いて実施する。そういう手続になっております。

○岩村委員 その役職員として適切でない行為という言い方は極めて包括的で、何がどう適切ではないのかという具体的な指摘がないと、処分の根拠にはなり得ないだろうと。そこをきちんとしてほしい。それがこの資料では見えにくい。

例えば法令があって、その下に内規があって、あるいは就業規則があって、それぞれに条文があるわけなので、この条文のここに、この事実が該当するのだと、そういう当てはめを明確にする必要があるのではないか。それがどうもはっきりしない。そういう状態で弁明を聞いても、相手は何を弁明していいかわからないわけですよ。それは適正手続に反するわけで、そこをきちんとしてほしいということですね。まさにそういう意識を持って事実調査をすべきなので、単に事実を拾い集めているわけではないわけですね。構成要件を意識しながら調査をするわけなので、それをお願いしたい。

もう一つは、例えばの話ですけれども、その事柄の軽重だとか重みだとかをよく判断してほしいのだと思うのです。要は、事案2については、飲食の接待を受けたという事実は認定できないけれども、相手方の支出でアテンドをしてもらって、ずっと海外出張時について回ってもらったということですね。それは役務の提供だと。相手方の負担による役務の提供である。これは倫理規程上、利害関係者からの利益の供与である。こういう認定をする方向にあるように見えるのだけれども、仮にそうだとしたときに、受けた利益がどの程度のものなのかということは可能な範囲で明確にしてほしい。役務の提供なので、金額に見積もるのはなかなか難しいかもしれないけれども、ある程度わかる。

例えば相手がそのために出費を幾らしたのかというような裏からの評価も可能なわけですね。この人たちはずっとついて来たように思うのだけれども、そうすると、相当な額を支出しているかもしれない。それは相手方に聞けばいい話ですね。もし聞いていないのであれば、少なくとも一緒に行動した日本のGPIFの職員は、幾ら出張にお金を使ったのか。それに見合うぐらいのお金は一緒に行動しているのですから向こうも使っているはずです。

そういうことで、受けた利益の程度はどういうものなのか。そういうものを提示してもらわないと、処分も実際は決まらない。そのあたりを明確にしてほしい。処分を仮にするのであれば、そのあたりを前提にやってほしい。

そもそも何人か、複数で行っているときに、もう一つの問題としては、誰が受益者なの

か。それをきちんと見ないと、倫理規程上は処分対象者になり得ないはずですね。当該職員が受益者なのか。その議論をきっちりして、どういう理由があるからこの役務の提供という利益は当該職員に帰属したのか。その辺も含めて詰めてもらわないとまずいのではないかと思います。

○高橋理事長 よろしいですか。今回は執行陣が行っていることの途中報告であります。

もう一度言いますが、根本委員もおっしゃったとおり途中の段階なので、例えば本人、一人一人がどのようにきちんとするかということについて、ちゃんとどのようにやったら再発防止策があるのかということを含めて、5月のときには当然懲戒委員会も開かれた後で終わっておりますので、その段階で経営委員会から執行陣に対して、今、岩村委員がおっしゃっているような、こういうところはどうかだったのだと。それは次回、また再発しないようにとか、そういう観点から、この先に向かってどのようにしていくかということについて、御意見をぜひいただきたいと思っておりますが、今回は途中の段階でありますので、今の段階でこの細かいことがどうだということを一々言うのは過剰な介入であります。

○岩村委員 よろしいですか。私は介入しているわけではなくて、こういう点を明らかにして今後の手続を進めてほしい。そういう意見を申し上げているということです。今どうだと、どういうことになっているのかと聞いているわけではない。少なくともそういうことをきちんとやらないと、処分に熟しないのではないかと。それをきちんとやってほしいと監査委員会として申し上げる。監査委員として申し上げているわけです。これは何度も。

○高橋理事長 監査委員として言っていただくのはいいですよ。この経営委員会の場で言うのは違うでしょう。やっている途中に、我々も内部で相談しているわけで、そのときにはいろいろ言ってやりますよ。でも、それは表には出せませんよ。

○平野委員長 わかりました。多分、これまでも監査委員との間で意見交換をされて、それも踏まえてやっておられると思います。改めて今、岩村委員のほうから御指摘があったわけでありすけれども、そういうことも含めて今後プロセスを踏んでいただいて、結果は5月16日、次回の経営委員会でその一連のプロセス、処分も含めて報告をいただく。それに対して、改めて経営委員会で議論する。そういうことにさせていただければと思います。

どうぞ。

○高橋理事長 興奮して最初に言うのを忘れました。今回は、そうは言っても、結構私としますと重いと思っておりますので、あらかじめ申し上げますのは、本当にいろいろ御迷惑をかけて申しわけありませんでした。

○岩村委員 私は委員長がおっしゃったことで何の問題もありません。

○平野委員長 理事長もそういうことでよろしいですね。先ほどおっしゃった話とほとんど変わらないのですけれども、そんなことでよろしく願いいたします。

○高橋理事長 申しわけありません。

○平野委員長 それでは、本件はこのぐらいいたしまして、次の報告事項に移ります。

「監査委員会活動報告（平成30年度第4四半期）」について、堀江委員から報告をお願いします。

○堀江委員 資料11です。時間がないので、かいつまんで説明します。7ページ物ですけれども、最初のページ、7の1です。

（1）の業務監査のインタビューを実施したということです。内容は、経営委員会の部分は第20回経営委員会で報告させていただきました。それ以外の執行部に対する内容については、6月中に監査報告書を作成する予定です。

（2）は契約審査会の関係です。6回契約審査会を実施し、2月7日には契約監視委員会で契約審査会の内容を説明しました。契約審査会の内容につきましては、議事録の概要を4月9日にホームページで公表しています。

（3）は前回に御報告したとおりです。

（4）は、今、森コンプライアンスオフィサーから報告を監査委員会として3月19日に受けており、内容について注視しているところです。

2ページ目に行ってくださいまして、もう一つ、（5）ですが、また別の事案がありまして、モバイル端末の紛失の件です。これは経営委員にも関係しますので、ちょっとお話ししておきます。窃盗の可能性が高いのですが、端末の紛失が発生しました。

情報セキュリティーは、盗難の報告を受けた後はファイルをリモートで全消去する機能等が備わっており、情報漏えいがないと断定していいと思います。一方、紛失したとわかるまでに当然リスクが存在します。そのリスクをなくせませんので、それをいかに少なくするかがポイントになります。

1つは当然個々人、これは経営委員、私も含めてですが、極めて重要な情報が入っている端末を外に持ち出していることを自覚する必要があります。そういう意識をいま一度持たなければいけないと思っており、それについては、再度研修とかをやっていただく必要があるのかなということと、なくなった場合の速やかな連絡を徹底して頂きたい。紛失時の連絡先は私ももらっていましたが、ついうっかりなくして情報管理部から怒られました。なくなった場合、すぐに連絡をする仕組みになっています。ソフトバンクにちゃんと連絡したら、即これで情報を消去でき、そこで情報漏えいのリスクを排除できます。この辺の迅速な連絡を行うという意識がどの程度かは、私自身の反省も含めてちょっと怪しいところがある。その辺についてルールを徹底するとか、そういったことが必要なのかもしれません。今、監査委員会として意見を取りまとめている最中で、4月中には意見を取りまとめて、また理事長に報告をさせていただきたいと思っております。

現行規程はここに書いたとおりで、一応3月末に終わりました。また4月から各種の委員会が始まっています。委員会要綱などを全部変えていただき、4月から各種委員会に出席していますが、きちんと議決をとる手順が変わっています。その辺、きちんとされているかどうかを今後の業務監査の中でフォローしていきたいと考えております。

簡単ではありますが、以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

御意見、御質問があればよろしくお願いします。

どうぞ。

○中村委員 モバイル端末は、これではなくてパソコンですか。

○堀江委員 中村さんのところにあるパソコンです。iPadのものです。

○中村委員 iPadですね。だから、外部記憶装置を接続することはできないでしょう。センターのほうに全部データがある。

○堀江委員 あれは、ファイルは全部センターのほうで、リモートでアクセスしているだけです。

○中村委員 そうですね。

○堀江委員 ただ、iPadを知らない間に誰かが持って行って、そのまま見たら内容を閲覧できる。そういうリスクだけです。

○中村委員 ただ、それは起動する必要がある。要するに、このようにあけてあるところで盗まれてしまうとだめだが、一旦画面が消えているとすれば。

○堀江委員 消えているところであれば、パスワードを入れなければいけないので、パスワードで一応セキュリティーがかかっております。

○中村委員 それはそうなっているのでしょうか。ただ、それがプロであると、そのパスワードを読み取ってしまう。だから、なくなったときに、情報管理部門に早く連絡をすれば、その端末からは内部のサーバーにアクセスができないようにするということはできますよね。

○堀江委員 それはもうそのようになっています。だから、即座に連絡していただければ、そのリスクはありません。

○中村委員 即座に連絡するとそれができます、そのようなリスクがありませんというところまでここで言うていただけると。みんな大変だと思って一生懸命捜すのですが、なくなったらすぐに言わなければいけない。

○堀江委員 捜さないで連絡してほしいのです。そういうことです。

○中村委員 もちろん捜すのですが、捜す前に連絡をすれば、最悪の事態は回避できると思います。

○堀江委員 その辺は私も含めて、まずは捜すことをやるのではなく、まずはソフトバンクに連絡するというのが一番。

○中村委員 それで3日ぐらいたってしまって、とんでもないことになってしまう。

○堀江委員 それが一番大きなリスクらしいので。

○中村委員 当社でも過去にありました。

○堀江委員 それはちょっと徹底していただこうと。そんな感じの要望です。

○岩村委員 内規上も直ちに連絡することとなっているのですね。しかも連絡する先が執

行部でもいいわけですがけれども、業者に連絡すれば24時間対応が可能らしいのです。

○堀江委員 海外出張時にも対応可能なのです。

○岩村委員 そこが一番大事なのかなと。もちろんその前に盗まれないようにとか、紛失しないようにという一般的な管理がもちろん大事なのですけれども。

○中村委員 飲んで電車の網棚に置いてしまったという人もいるが、そうではないものもあります。本当に泥棒にやられてしまったとか。それに気がついたときに早く連絡すれば、一等を減ずるということを言っていただければ。

○平野委員長 ありがとうございます。

○新井委員長代理 そもそも、持ち歩きは禁止にしまったほうが安全性は高くないですか。せっかくiPadにしているから持ち歩きたいのですけれども、このケースは自宅で盗まれたということなのですが、おっしゃったように、飲んでかばんの中に入れて、それを網棚に置いてみたいな感じのほうが、可能性としては高いような気がします。

○岩村委員 今、聞いているところだと、個別に申請書を出して、必要性を判断して、個別に出す。対応する。そういう仕組みなのだそうです。したがって、申請と申請に対する必要性の判断のところ、どういう対応をしたらいいのか、そこを厳格にするのか、しないのかとかですね。一方で、海外に行ったときにないと仕事にならないという問題もあるようです。あるいは常勤の人と非常勤の人は状況が違うのかもしれませんが、非常勤の人はどうしてもiPadを持ち出さないと連絡ができない。そのあたりを考慮されて、いろいろな方に配付されているのかなと思っているのです。

しかし、それも必要性を超えて甘い対応をしている可能性も、全部は否定できないので、その辺も含めて確認していこうと考えているところです。

○中村委員 ITは活用するということが大前提だから、それをなしで仕事ができるという人は、大した仕事をしていないということだと思います。その前提で何かリスクが発生したときにとめられる仕掛けにしておくということが大事だと思います。やはりなかったら困ります。何かのときにアクセスし、ちょっとチェックしたいということもあるし、それが非常勤の役員と常勤の執行部との差だと思います。寝ても覚めても気になるものは気になる。どうやって解決しようかということは常に頭にある。あしたの朝会社に行ってから考えるかと言われると、だから労働生産性が日本は低いのだと言われてしまう。

○平野委員長 よろしゅうございますか。ありがとうございます。

本日は各案件につきまして、非常に忌憚のない熱い議論をいただきました。ありがとうございました。

議事概要のまとめ方なのでございますけれども、当然市場への影響とか非開示情報などを考慮いたしまして、簡便な記載とさせていただきたいと思います。よろしゅうございますか。では、そのように扱っていただきます。

最後に、第1回「経営委員会」、第20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1回「経営委員会」、第20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1回及び第20回の議事録の作成、並びに第1回及び第20回の議事概要の公表について、承認を得たということですの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、議事概要の公表の手続を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19日金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等があればお願いいたします。

●辻経営委員会事務室長 今後の経営委員会等につきましては、iPadに記載のとおりです。次回は5月16日木曜日、14時から委員会の開催を予定しております。

○平野委員長 これにて第22回「経営委員会」を終了します。

なお、次回経営委員会において、2018年度業務概況書の構成について審議する予定となっております。つきましては、平成29年度業務概況書を御一読いただき、御意見等を賜りたいと思いますので、よろしくお願いいたします。