

第 37 回経営委員会議事概要

1. 日 時：2020 年 2 月 6 日（木） 9:00～12:40
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 ・小宮山委員
・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
・高橋理事長

4. 議事概要

【報告事項】

- (1) 「2019 年度第 3 四半期運用状況（速報）」
- (2) 「運用リスク管理状況等の報告（2019 年度第 3 四半期）」
理事長及び執行部から報告があった。

【議決事項】

「組織及び定員に関する重要事項について」

企画部資金業務課で行っている資金管理業務及び組織について移管を行う等により業務の効率化を図るため、組織規程を改正することについて、議決を行い、出席した 9 名の全委員の賛成により承認された。

質疑等はなかった。

【審議事項】

- (1) 「次期基本ポートフォリオの策定について (12)」

委員から以下の説明があった。

基本ポートフォリオの乖離許容幅については、基本ポートフォリオの規範性、GPIF の投資行動に対する市場の見方、継続性の観点から、PT としては、4 資産、株式の合計及び債券の合計について 2σ （シグマ）とすることを提案する。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員長 PT として 2σ という提案があったが、経営委員会として、その方向で了承することにしたい。

続いて、執行部から「次期基本ポートフォリオ構築における ESG の考慮について(5)」以下の報告があった。

これまでの経営委員会の議論を踏まえて、ESG インデックスの採用については見送ることとし、第 4 期中期計画期間中に所要の調査研究等を行った上で、第 5 期基本ポー

トフォリオ策定において ESG インデックスの採用を目指すことにしたい。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 第5期に向けて、いろいろな指数を集めて、評価していくのだろうと思うが、この ESG 指数は、国内と海外と分けて集めるのか。それとも、グローバル指数があって、その中に国内が組み込まれているのか。どうやって国内と海外を分けるのか。

理事 これまでは基本ポートフォリオが国内外で分かれているので、国内と海外の指数になっていたが、いろいろな変化がある中で今後はグローバルの指数を集めるという選択肢もあると思う。

現在用いている指数の ESG バージョンに変えていくというのも一つの考え方だと思う。あるいは、それに合わせて、全く違うものにするということも考えられるが、全ての指数会社は主要な指数の ESG バージョンをすでに作っている、あるいは商品化を検討中だと思うので、今回は見送ることにしたが、今後は提案されてくるのではないかと思う。

委員A グローバルを対象にした指数と、国内を対象にした指数はレベルが違うのではないか。

理事 グローバルの基準では日本企業が数社しか入らないが、同じメソドロジーを使いつつ、国内外分割すれば日本企業は入りやすくなるということはあると思う。

委員B PT では ESG を考慮した政策ベンチマークの採用については慎重な意見が大勢を占めた。さらに検討を要する事項が多い。目指すというと既定の方針であるように思われるので、検討するという表現がより中立的でいいのではないか。

(2)「第4期中期計画について(4)」

次期中期計画期間におけるオルタナティブ資産の投資計画に関し、資産構成割合の上限について、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員B オルタナティブ資産は、次期中期計画期間についても4資産に区分するとなる。実質的には大部分が海外資産だと思うが、外国債券、外国株式内での乖離許容幅は考えているのか。

執行部 オルタナティブ資産については、伝統的4資産のいずれかに、戦略ごとに位置づけることになっているので、乖離許容幅の管理については、伝統的資産の中では行われることになる。

理事 オルタナティブ資産について、全体の枠はあるが、分解した個別資産の中でさらに枠を設けるのかという御質問だと思うが、現在は考えていない。前回は申し上げたが、その分については、実質的にはアクティブ運用であると考えている。現実問題として全体でも5%しかなく、それぞれの個別資産の中での割合も相当

小さいので、そこでさらに上限を決めてもあまり意味がない。また、あまり細かく区切っても、ポートフォリオの全体のバランスが少し動いたときに、売ったり買ったりして調整できるものではないので、逆に運用全体の安定性がなくなるのではないかと思う。

委員C 基本的には目標が5%になっているが、その5%は投資可能額がベースになっており、どうして投資可能額が目標になるのか納得できない。もう一点は、不動産とインフラについては分散効果もあって、インカム主体のものなので、GPIFとして積み上げることについて異論はないが、PEについては分散効果が特段ないので、PEについては額がもう少し少なくていいのではないか。

まだ1%にも到達していないので、例えば2%か3%になった段階でもう一度議論することにしてはどうか。中期計画において、ある程度の比率が積み上がったなら、その段階でまた中期計画を修正して書き直すという文言を入れて検討するということでも、十分対応できるのではないかと思う。

理事 一般的には、PEを含めたオルタナティブを入れることは、長期の年金運用にはプラスであることがコンセンサスになっていると理解している。海外の公的年金基金のアセットアロケーションと比較すると、GPIFのオルタナティブへの投資比率は極めて低くなっているのもう少し増やして運用を安定させたいというのが前提になっている。GPIFの場合は、運用規模の小さなアセットオーナーとは異なり、本当にそれだけ投資できるのかという問題があるので、コンサルに確認して、マーケットに過大な影響を与えずに無理なく投資することができる金額というのが、この5%の根拠になっている。

PEについては、他のアセットオーナーも分散効果というよりも超過収益のためにやっていると思う。前回も今後もこんなに超過収益が出るのかという御質問があったが、これまでずっと超過収益が出続けているので、それをベースにアロケーションを組むのが原則になる。今後、状況が変わって、PEのパフォーマンスが落ちて、上場株に見劣りするようなときが来れば、当然見直すべきだろうと思う。

また、いつでも買いたいときに電話1本で買える訳ではなく、運用したくてもファンドが募集していなければ投資できないので、長期計画を立てて準備する必要があると思う。毎年モニタリングするので、そこでどうも調子がおかしい、話が違うということになれば、止めることができる。長期的な目途がないと、運用会社に指示を出すのにも困ると思う。5年間でこのぐらい投資したいから、どういう計画になるというものがないといけないのではないか。この比率になったらもう一回相談しますというのは、オルタナの運用手法としては現実的ではないと思う。

委員D 今後見直しをするにしても、5%上限というのは厳しい。ただし乖離許容幅ということにしてしまうと、5%に調整していくという感じはしないので、表現としては誤解を招くのではないかと思う。

理事 世界金融危機のときに、他の海外公的年金基金がどうして失敗したのかという

と、上場物の資産の価値が急落しても、PE はバリュエーションの変化に時間がかかるので、PE がオーバーウェイトになってしまい、それを調整するために、大幅にディスカウントして売らなければならなかった。それは避けなければいけない。

委員長 ストレス状況において何が起こっていて、それに対してどういう対応をするかという運用の手続を明確にした上で、きちんと議論するというプロセスの透明性を図る必要がある。

委員A オルタナについては、伝統的な4資産に振り分けることになるが、それぞれのリスクが、伝統的な4資産と同じ範囲に入るかということ、私には疑問である。例えばPEは流動性がないのに上場株と同じところに位置づけているのはどうしても無理やり押し込んでいる感じがしている。

オルタナの中でも、戦略によっては、ハイリスクとミドルリスクぐらいの差があると思うので、どういう配分をするのかというのは考えておいたほうがいい。株式市場や債券市場は、大体市場規模が分かるが、オルタナになると、市場全体においてGPIFの投資がどれくらいを占めるのかが不明だが、それによってインパクトがかなり違うと思うので、ハイリスクとミドルリスクぐらいに分けて考えてはどうかと思う。

委員長 最終的には中期計画の中で決めていくことになるが、その前に資金運用部会で議論することになるので、そこにどういう方向感を出すか決めたいと思う。

理事長 オルタナタイプは流動性リスクの対価として利益を得るため、マーケットがクラッシュしたときに売れないので、伝統的資産のオペレーションをどうするのかというのが肝になると思っている。クラッシュが起こったときに、どの程度これ売って流動性を確保して、ここを守るというオペレーションについては、委員長から御発言のあったとおり、マニュアル化するなど、検討したほうがいいと思う。5%を基準にして、乖離許容幅を設定することにして、走りながら改善できることところについては、引き続き検討することにしてはどうか。

委員E 乖離許容幅にしてしまうと、5%と言いながら、乖離許容幅の上限まで行ってもいいと世の中の人を読むのではないかと思う。プロセスを大事にするのであれば、5%を上限として、経済環境や市場環境の変化による場合には変動を許容するというを基本にしなが、状況に応じて対応するというではないか。

委員F 私も委員の意見に賛成である。

委員長 原則と例外で分けてはどうか。リスク管理上、曖昧になるという意見はあると思うが、5%が原則的上限で、例外的環境においてはしっかりプロセスを踏んだ上で、これを許容するということにはどうだろうか。

委員D 私は乖離許容幅とすると、伝統的資産と同じように誤解されるので、別の表現に直した上で、5%を基準とすることにはどうかと思う。

委員A 私は5%を基準にして、乖離許容幅を設定することにはどうかと思う。

委員G 私も5%を基準にして、乖離許容幅を設定することにはどうかと思う。

委員B 5%を上限として、経済環境や市場環境の変化によって上限に抵触した場合には変動を許容するというのがいいと思う。

委員長 それでは、表現は少し工夫が必要かもしれないが、5%を上限として、経済環境や市場環境の変化による場合には変動を許容することを基本として進めたいと思う。あとは中期計画の修正案の中で、今の議論のあった点も含めて工夫をしていきたい。

中期計画策定の前提となる GPIF を取り巻く外部環境、経営ビジョン（GPIF の目指すべき姿）、経営資源配分方針等について、また、前回の経営委員会において議論のあった PDCA サイクルについて、執行部から説明があった。

先端技術の活用/データマネジメント強化に係る予算の見積りについて、執行部から説明があり、また、見積りに係る統制活動の理解・評価及び各種見積りの検証を行うことで見積りの妥当性を確認したことについて、執行部から報告があった。

独立行政法人通則法第 30 条第 1 項及び第 4 項の規定に基づき、第 4 期中期計画を作成するにあたって、計画策定の方向性における費用対効果及び第 4 期中期計画案について、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 例えば AI を入れて効率化することについては、この 5 年間の運用活動の中で、どのように効率化が進んでいるかという指標をつくっておかないといけないと思う。具体的な指標があって実現できるのかを確認していく必要がある。

執行部 昨年の投資判断用データの調達の議論の際に、データの活用を進めるときには、ハード面の整備と併せて、最適に保つためのソフト面の体制整備が必要であるという御意見があったが、海外年金基金の状況も踏まえて、データ・マネジメント・オフィス（DMO）をつくっていききたいと思っている。その DMO の中でデータの管理方針の策定や、その実施状況の確認、それから実際の活用の状況、新しい活用ニーズといったものを把握して、PDCA を回して、最適化していくことで、運用多様化への機動的な対応や運用多様化に対応したリスク管理の高度化を達成していきたいと思っている。現時点で具体的に指標として表せておらず、金額面でコストパフォーマンスを示すことは難しいが、経営委員会にも進捗状況を適宜報告しながら進めていきたい。

委員長 コストパフォーマンスについては、継続的に議論するべきだと思うが、本日の説明は大変参考になった。

経営ビジョンについても、GPIF はこういう組織なのだということを対外的に説明する資料の一部に使えるのではないかと思った。特に 100 年間の年金積立金の見通しを見ると、60 年後には約 480 兆円の巨大なファンドができることになる。それに対応するにはどういう体制にするのかという視点がどうしても必要であり、また世の中にも理解してもらう必要がある。

それとも関連するが、ITについても長期的にどういう体制をつくっていくのか、その第一歩として、第4期で何をするのかという視点が必要だろうと思う。時間的な制約はあるが、本日の議論は非常に分かりやすかったと思う。

理事 2年半前に経営委員会が始まったときに、複数の委員から中期目標と中期計画はかなり重複があるのでもう少しシンプルにできないかという御意見をいただいた。今回の執行部の案は従前の形式を踏襲して、中期目標に書かれていることもそのまま中期計画に書いた上で、中期計画ならではの具体的対応策を書き加えるという形をとっているが、今回の中期計画についてはどうするのか。

また、中期目標について、他事考慮の禁止と個別銘柄の選択指示の禁止が新たに盛り込まれている。これらはもともと法律事項ではあるが、改めて中期目標として明示することになった趣旨や意義について、経営委員会で共有したほうがいいのではないか。

委員長 当初、中期目標をそのまま引き写すだけでいいのかという問題提起があったが、様々な課題について、経営委員会やその他いろいろな場で議論することができ、理解が進んだ面がある。望むらくはもう少し論点を絞り込んで経営委員会において前広に議論することができればよかったと思う。中期計画については、中期目標を前提にするとしても、書き方等を工夫することで委員方の意見を盛り込む余地が大いにあると思っている。

厚生労働省 年金積立金の管理運用の基本的な方針については、従来もある程度書いてあったが、この方針で一番大事な部分は明確に書くべきではないかということで、今回は法律の条文と、これから導き出される解釈などを含めて、明確に書くこととした。

委員長 中期目標については、資金運用部会にご理解いただくことが重要なので、GPIFとしての積極的な情報開示や広報の努力が必要になると思う。60年後には約480兆円になるということは世の中ではほとんど知られていないので、それを前提としてどうするのかといった議論を深めつつ、世の中や資金運用部会に対して働きかけたほうがいいと思う。

理事長 中期計画の議論について、前回と今回で大きく違っているのは、例えばGPIFの今後のビジョンや先端技術の活用など、大きな項目や論点についてきちんと議論してきた。委員長の御発言のとおり、中期計画をいろいろなところに説明して啓蒙してく、あるいは資金運用部会に説明するように進めていきたい。

(3)「令和2年度計画予算案（経費部分）について」

独立行政法人通則法第31条第1項の規定に基づき、令和2年度計画の作成について、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 運用手数料が増えているが、パフォーマンスに応じて手数料を払うので、この

手数料の前提として、収入はこうなるということが計算されているはずである。予算として計上する際には、こういう収入があるので、これは合理的な支出予算であると説明してほしい。

理事 運用手数料の前提となるリターンについては、想定しているはずなので、お示しすることはできると思う。本来は別立てで予算をとるものではなく、GPIF がどれだけフィー交渉しても外注するとどうしても手数料はかかるということは認識していただきたい。

委員A 中期計画というのは、どうやって運営の成果を出すのかという、この5年間のゴールを設定することである。どうして支出だけゴールを設定して、収入は出さないのか。PDCA を回すためには、必要なのではないか。

理事 運用手数料については、新しい実績連動報酬であれば、今のアクティブマネージャーの目標 α が全て実現した場合に、パフォーマンスに応じて払うフィーが幾らになるかという形で計算していると思うので、そういった形であればお示しすることはできると思う。

委員A 支出のところだけ予算化して、そのパフォーマンスをゴール設定しなければ、PDCA が回らない。ここまで予算をとってあるからもういいとにならないようにしなければならない。

執行部 手数料の前提となる背景とベースはある。

委員長 いずれ時間のあるときに示してほしい。

【報告事項】

(3) 「2019年度調査研究進捗報告(2)」

(4) 「2020年度調査研究計画」

2019年度調査研究の進捗状況について、執行部から以下の報告があった。

今期の調査研究は全体で7件を対象としており、各担当部署にて作業が進捗しているが、複数年契約等の要因で、一部テーマは来期も継続して実施することになる。

調査研究の課題として、独法特有の手続き等により生じるスケジュールの遅延、仮説や目的設定の難易度向上等が挙げられるが、複数年でも視野に入れた柔軟な運営や、テーマ選定や事後評価のフレームワーク構築等にコンサルの導入等を検討し、質の向上を図っていくこととしたい。

また、2020年度調査研究計画について、執行部から以下の報告があった。

次期中期計画においては、GPIF のニーズや課題に臨機応変に対応すべく、例年と同様に個別の調査研究を実施するとともに、経済や社会の大きな変動、急速な技術の進展に対応し、長期的な視野から基本ポートフォリオに係る理論等を調査研究するために予算要求を行っている。

基本ポートフォリオは、GPIF の最重要事項であり、長期研究として十分な研究予算を見込むこととし、2020年度は「ESG投資の有効性に係る調査研究」、「歴史的な低金利環境が資産運用に与える影響」、「AIを活用した運用モニタリングの高度化・効

率化及びAIによるマネジャーストラクチャー構築の有効性の検証」の3テーマを調査対象とする。

個別の調査研究では、前期からの継続となる4テーマに加え、「不祥事企業の特徴と企業価値に与える影響に係る調査研究」、「GPIF20年間の足跡評価とパフォーマンス分析等」の2テーマを新たに採用する。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 不祥事企業の特徴と企業価値に与える影響に関する調査研究が入っているが、企業経営者に対するガバナンスの重要性について、この研究の内容がインパクトのあるものになるのではないかと期待している。2020年3月期から内閣府令が改正されて、有価証券報告書に企業が抱えるリスクに対する対策をどのようにやっているのかなどを書かなければいけなくなった。不祥事だけではなくて、大きな減損が起きるとか、M&Aで失敗するとか、大きな受注で失敗するなどは、社内でリスクコントロールをしっかりとやっているところと甘いところで差が出てくるはずであり、今後は有価証券報告書からもわかるようになるのではないかと思うので、ぜひやってみてほしい。

委員G オルタナティブ資産の複製については、上場物で複製できるということで、時価を推定するということが活用できると思う。もちろん複製商品は投資対象として考えていると思うが、複製技術を活用して時価を推定することによって、リスク管理を強化してほしい。

また、予算の決め方についてはボトムアップで足し上げていったものなのか、それとも何か上限があって決まっているのか。

執行部 予算については、1件当たりの金額決めて、予算として積み上げている。ただし、実際に調達するときには個別の研究ごとの見積りを参考に概算所要額を決めて公募している。

理事 オルタナティブの複製については、これでリスク管理をするというよりも、オルタナティブの世界は運用者のほうが交渉力が強いので、GPIFはシンセティックである程度似たようなリスクリターンが取れるかもしれないとなると運用者との競争力にも影響するというのを期待している。

委員B AIを活用した運用、モニタリングの高度化については、相場の見通しなどについてAIを使うという研究をよく聞くが、AIの専門家は必ずしも資本市場に詳しくないので、市場の実態がよくわかっていないという研究も少なからずある。また、海外の先端的な運用機関のAI活用ファンドのパフォーマンスは多くの場合、決してよくない。

AIを活用することは非常に重要だと思うが、相場見通しのような、達成するのが非常に難しいようなことよりも、テキストマイニングやRPAなどに活用してほしい。

理事 委員の御意見はよく分かるが、これまでの経験では、GPIFの運用のチームが言

ったことよりも、全く運用の知識のない彼ら（AI 研究チーム）が思いついたことのほうが面白い結果が出ているという事実もある。AI に決断させるというのはハードルが高いと思うが、当面、AI を活用して、何か新しいデータセットや知見を得ることを目的にしているので、例えば GPIF のエコノミストが AI を活用したデータを見て判断するなど最後には人間の目が入ることになる。

委員D ESGの研究は非常に重要だと思うが、社会的リターンの計測以外に、市場の経済的リターンも対象になるのか。例えば、個別企業のガバナンスが改善したなどを見ているのだと思うが、日本市場としてデータが底上げされるといった点も分析の対象になっているのか。

理事 当然入っている。社会的なインパクト等を計測するべきであるという委員からの御提案があり、内部にノウハウがないので今回調査研究することになった。

委員D 市場の全体のデータと、個別インデックスのパフォーマンスは違うのではないか。日本市場全体が上がっていくときは、社会的リターンだけではないのではないか。

理事 委員の御質問は、市場全体が上がった中で、ESG 活動による付加価値がどのぐらいあるか計測できるのかということだと思うが、今のところやり方がないので、この研究の中でそれもテーマに挙げたらいいのではないかと思う。

委員E 不祥事関係の調査については、不祥事が発生するのはなぜなのかという原因論がある。それがガバナンスの構築とどう関係するのかが大きな問題になるが、モデル的なガバナンスの向上を凶っても不祥事が起きているというのが結構あるので、その辺の関係をよく分析して、深めていく必要があると思う。

理事 ガバナンスはガバナンスを構成する個人の覚悟で変わるので非常に難しいと思うが、テーマに入れたらいいのではないか。

委員E 不祥事が発生したら、その会社の株価がどうなったのかは見れば分かるので、それだけではあまり意味がないような気がする。

委員長 形は整っていても実際に大きな不祥事が発生したところをどう考えるかなどなかなか難しいが、いろいろと考える材料が出てくると思うので、議論していきたい。

理事長 この研究のテーマは、GPIF としては不祥事で株価が下がったときに、その責任上、訴訟をせざるを得ない場合があるので、どういったときにどういう訴訟をする、どういうケースがあるというケーススタディーを積んでおかないと対応が遅くなる恐れがあるので、最低限としては、データを整理して、GPIF の中で一定の職員がそのケースを知っているという状態にしたいと思っている。

委員E それはそれで有効だと思う。

(5) 「スチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則の変更について」

スチュワードシップ活動原則及び議決権行使原則の以下の点を変更することについて、執行部から報告があった。

- ・対象を株式から全資産へ拡大
- ・スチュワードシップ活動方針および ESG の考慮の箇所について記載の追加
- ・議決権行使理由の説明について記載の追加

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員B 株式から全資産に拡大するということだが、株式の場合は残余財産に対する請求権を持っているので、自益権のみならず共益権があると思うが、債券保有者はどういう権利を持ってスチュワードシップ活動を行うのか。

理事 スチュワードシップ・コードは、受益者に対する責任を表すコードであり、資産に区別はないので、イギリスのスチュワードシップ・コードの改定でも全資産になっている。

実際に運用会社に聞いてみても、エンゲージメントについては、社債権者でも既に行っており、ESG の導入に違和感はないということだった。

それぞれのマネジャーができる範囲で、私たちにに対するスチュワードシップ責任を果たしてほしいと思っている。当然、株のマネジャーの方が強いエンゲージメントができると思うが、債券についてもできる範囲でやってほしいと思っている。

委員G 2つ質問がある。1つ目は、スチュワードシップ活動については、基本的にはリスク調整後のリターンの向上が目標になっているが、債券投資についても同じなのか。2つ目は、パッシブ運用のスチュワードシップについて、リターンは同じになるので、リターンでは評価できないが、どうやって評価するのか。

執行部 債券のエンゲージメントを行っている運用機関にヒアリングすると、委員から御質問があった共益権、自益権等とは全く違う考え方をされていて、貸付金と同じく、債券の満期に向けた回収リスクの低減、ダウンサイドリスクの低減というのが目的になっている。単純に満期まで保有しているだけではリターンは変わらないので、その期間はリスク調整後のリターンというのは当てはまらないのかもしれないが、借り換えを続けていく場合には、長期的に見るとリスクが低減して、リスク調整後のリターンの向上につながるという認識でエンゲージメントしている。

理事 この間、ある大手運用機関と話したが、債券も気候変動に関する対策をきちんとエンゲージメントしなければいけないと言っていたので、具体的に ESG 的なエンゲージメントをすることによって、本当にデフォルトリスクも下がると運用機関も思い始めていると思う。

執行部 パッシブ運用の評価については、株は既に評価しているが、債券については保有するセクターによって重要な ESG の課題は変わってくると思うので、例えばセクターごと、特に債券という資産で考えたときに、どういう課題が大きいのか。それをどのように解決するためにエンゲージメントをしていくかといった考え方、プロセスが評価の対象になると思う。

理事 株のパスシブについても、スチュワードシップのために追加のフィーを支払っているマネジャーと一般のマネジャーの2種類がある。一般のマネジャーについては、プロセスなどをチェックしているが、追加のフィーを支払っているマネジャーについては、中長期のエンゲージメント活動のゴールや目指すべき姿を KPI として提示してもらって、それが実現したのかをチェックしている。株で始めたときも当初はどうやって評価するのだと言われたが、やっているうちに分かってくるので、1年目はある程度外形的なチェックになると思うが、2年目、3年目以降には比較できるようになると思う。

委員E スチュワードシップのことはよく分からないが、債券というのは金を返してほしいと言う権利しかないので、何らかの事柄と結びつけるとすれば、回収可能性のリスク低減ということになると思う。

債券を購入するときのリスク評価と購入後の債券のリスクを低減させるという2つに整理することができるが、購入するときの回収可能性については、持続可能性などを踏まえて検討するということは可能だと思う。

購入後にどうするかというのは、銀行などの貸付については、場合によっては経営管理などに踏み込んでいるが、そういうことまで想定するのか、具体的に何をするのかというのが見えてこないの、きちんと整理したほうがいいと思う。

もう一つは形式的な話になるが、議決権行使原則について○が3つならんでいるが、原則という以上は、○ではなくきちんと付番して整理したほうがいいのではないか。

理事 最初の御質問については、マネジャーがやれると言っていることなので、どのようにやっているのか考え方のヒアリングをするのが1年目にできることかと思う。いろいろなところから聞いていると、2年目以降はだんだん分かるようになると思う。

委員B 銀行貸付という話があったが、銀行の場合は、一度貸したら原則返済期日まで貸し続けるし、短期貸付でもロールオーバーするので、実態として、必要な場合、経営介入が認められていると思うが、債券の場合はどういった根拠があってやっているのかが分からない。債券の場合は売ればいいので、一緒にして考えるのはおかしいのではないか。

理事 運用会社が、自分たちの運用において、GPIF へのスチュワードシップ責任を果たすために、債券においてもエンゲージメントや ESG のインテグレーションが重要であると言っているの、どうやっているのかは GPIF としては確認する必要があると思う。実際には、法律にある権利だけをもとに、ビジネスのコミュニケーションやネゴシエーションは行われている訳ではないので、そういう権利がなくても、大手の債券投資家は、株主と同じようにエンゲージメントしているのだと思う。そういう点も含めてチェックしていきたい。

委員長 日本の場合は貸付には銀行取引約定書によって、いろいろな条件がついている。委員が御発言されたように同じデットであっても貸付と債券は違う面はあるが、

基本的にデットはデットである。デットという立場から何ができるか、おそらく手探り状態から始めるのだと思うが、意味のあるものになるのならば、ルール化していけばいいと思う。

委員A 企業は成長資金や運転資金を債券を発行して調達するので、そのときの投資家との面談などで、リスクマネジメントをあまりやっていない、ガバナンスが弱いなどの評価を受けると、次の発行の条件が悪くなる。今回の発行は既に終わってしまったとしても、次の発行の条件に影響してくるので、効果はあると思う。

(6) 「30%Club Japan Investor Group への加盟について」

30%Club Japan Investor Group への加盟について、執行部から報告があった。質疑等はなかった。

(7) 「コンプライアンスについて」

理事長から報告があった。

【その他事項】

議事録の作成及び議事概要の公表（12月2日開催分）について、欠席委員の署名を得ることを条件に承認を得た。

以上