

## 第 58 回経営委員会議事概要

1. 日 時：2021 年 7 月 26 日（月）13：00～15：40
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：・山口委員長 ・新井委員長代理 ・内田委員 ・尾崎委員・加藤委員  
・古賀委員 ・小宮山委員 ・根本委員 ・堀江委員  
・宮園理事長

※尾崎委員、古賀委員及び根本委員は Web 会議システムにより出席

### 4. 議事概要

#### 【審議事項】

「ベンチマークの在り方について」

他の主要国の国債で可能な国際的な決済システムでの決済が中国国債についてはできないこと、GPIF の投資規模と比較して中国国債市場の流動性が限定的であること、中国国債の先物取引は外国人投資家には認められていないこと等から、執行部としては、当面、中国国債には投資を行わず、パッシブ運用のマネジャー・ベンチマークからも除く方針であることについて、執行部から説明があった。

また、外国債券の政策・評価ベンチマークに係る対応案について、A 案（政策・評価ベンチマークに中国国債を含む）及び B 案（政策・評価ベンチマークから中国国債を除く）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。

委員長　　そもそも中国国債に GPIF として投資するのか、それを踏まえてベンチマークの扱いをどうするのかという二つの要素があるので、議論を混乱させないために、まずは中国国債に投資するのかについての議論から進めたい。

委員 A　　決済、流動性、制度の安定性において、今後の課題が大きいので、執行部からの提案のとおり当面投資しないということによいと思う。

委員 B　　私も執行部からの提案のとおり当面投資しないことでいいと思うが、理解を深めるために 3 点質問したい。

1 点目は FTSE 世界国債インデックス（WGBI）から中国国債を除外してカスタマイズするにはどの程度のコストを見込んでいるのか。

2 点目は海外の公的年金基金には WGBI をベンチマークにしている基金はないのか。ないのであれば、どうして WGBI をベンチマークにしていないのか。

3 点目は B 案を公表した場合の市場の影響についてどう考えているのか。

執行部　　1 点目については、我々の意思決定とは関係なく WGBI 除く日本・除く中国とい

う指数が算出されることは既に発表されている。

2点目については、WGBIは、GPIFが使っていることもあり、専ら日本の投資家が使っているベンチマークであり、海外では、ブルームバーグ・バークレイズ総合指数がよく使われていると認識している。

理事 3点目については、現在投資していないものを引き続き投資しないというものである。市場への影響は非常に軽微だと思う。また、指数への組み入れは1か月ごとに3年かけて組み入れるという方法になっており、GPIFの中国国債への投資についての市場全体としての期待値も、36か月かけて実現するという一方で、非常に低いものと考えている。市場への影響はほとんどないと考えている。

委員C 現状の制度の不備やGPIFのエクスポージャーの大きさを考えると、現時点で投資しないという判断はいいと思う。一方で、経済規模や市場の成長性を考慮して、今回インデックスに中国国債を組み入れることになったと思うので、同じように不便を感じている他の投資家などの意見によって、中国市場の流動性や決済システムが整備されていくということもあると思う。整備されるのを見つつ保留するというスタンスがいいと思うし、いろいろなメディアでWGBIの中国国債組み入れは注目されているので、誤解を招かないように対外説明においても全く可能性を否定するわけではないというニュアンスがあってもいいと思う。

委員D 執行部の提案のとおり、当面投資しないことに同意したい。可能性として確認したいが、限定的に組み入れるという戦略はないのか。

理事 中国国内の決済制度しか使えないので、口座開設などの事務手続きに時間と労力がかかる。投資額を小さくすると費用対効果の問題が出てきてなかなか難しい。

委員E 流動性、GPIFの投資規模、マーケットの大きさ等を考えると当面投資を見送ることに賛成である。

委員長 大方の委員の意見は、当面投資を見送ることで異論がないようである。もう一つのベンチマークの取り扱いについても御意見をいただきたい。

委員F 私も当面投資しないことについて賛成であるので、評価ベンチマークは中国国債を除くことでよいと思うが、基本ポートフォリオの政策ベンチマークについては、議論の余地があると思う。基本ポートフォリオは20年から25年という非常に長期のスパンで絶対リターンを達成するために作成しているものなので、政策ベンチマークから今の段階であえて中国国債を外す必要はないのではないかと。

理事 執行部としては、基本ポートフォリオに関わる部分なので、今回の議題を機に政策ベンチマークを考えていく上での経営委員会としての基本的な考え方をお示しいただければありがたいと思っている。

執行部 政策ベンチマークは、あくまで基本ポートフォリオを作るためのものなので、我々のパフォーマンスを測る評価ベンチマークとは違っていった時期もあったが、経営委員会で御議論いただき、やはり評価ベンチマークは政策ベンチマークと一致させるべきではないかということで、今中期計画期間より一致させたものである。今回、政策・評価ベンチマークという形で申しているが、考え方も含めて、

理事から今問題提起があった。

委員E 現在の中期計画の基本ポートフォリオを策定する際には、WGBI に中国国債は入ってなかったもので、そのことを前提として現在運用しているのであれば、中国国債を除くとしたほうが、より明確に GPIF としての意思が伝わるのではないかと。入れると WGBI の中国国債組み入れを是認した形で、執行部に現場で外すことを容認していると取られると思うので、B案でこの中期計画期間中は除くことではよいのではないかと。

委員F そういう考え方もある。理解した。

委員G A案のデメリットとして、超過収益獲得のハードルが上がることもあり、そのために無理をしてしまったら困るので、私もB案でよいと思う。

委員B 委員から政策ベンチマークと評価ベンチマークを分けてはどうかという提起があったが、政策ベンチマークと評価ベンチマークを分けている事象は今もあるのか。

執行部 今中期計画期間に入って、すべての資産で評価ベンチマークを政策ベンチマークに合わせる形で一致させたが、それまでは外国株式や国内債券では分かれていた。

委員F 例えば次の基本ポートフォリオを作るときに、モデルポートフォリオを作るときには他の共済も使うということを考慮すると、中国国債が入った一般的なベンチマークで計算したほうが納得性があるという気もする。

委員E そうすると評価ベンチマークと政策ベンチマークを分ける意味にまた戻ることになる。

理事 できれば政策ベンチマークと評価ベンチマークは一致していたほうが、我々には透明性の向上という責任もあるので、被保険者の皆様にはわかりやすいと思う。

委員D 政策ベンチマークと評価ベンチマークを分けるポジティブな理由が思い当たらないので、あえて分ける必要はないと思う。

委員A 私も分ける必要はないと思う。委員から提案があったように少なくとも今中期計画期間中は政策・評価ベンチマークとも中国国債を入れないことでいいのではないかと。流動性、制度の安定性などの課題が解決して、GPIF として中国国債に投資できるようになった時点で政策・評価ベンチマークに入れることでよいと思う。

委員C 政策・評価ベンチマークは一致していたほうがわかりやすいので、B案に賛成したい。

委員H 私も両者は一致すべきだと思う。

委員B 政策・評価ベンチマークが一致しているほうがより透明性は高いと思う。

委員E かなり注目を集めているので、対外的な説明及び公表について教えてほしい。

理事 経営委員会の議事については、議事概要案が作成され、委員の御了承を得られると議事概要としてホームページで公表されることになる。執行部としては、それが一つの世の中に対する御説明の形ではないかと考えている。

委員E 議事概要の公表をもって伝えていくことは了解した。

委員長 本件については、メディアなどの関心も高いと思われるので、どのような質問が想定され、それに対してどのように答えるのかなど対外的な説明の方針についても、次回の経営委員会で合わせて報告してほしい。

理事長 2021年10月からWGBIに中国国債が組み入れられることとなったが、当法人が中国国債を組み入れると投資額が他の投資家と比べても極めて大きくなることを前提に置くと、他の主要国の国債で可能な国際的な決済システムでの決済が中国国債についてはできないこと、GPIFの投資規模と比較して中国国債市場の流動性が限定的であること、中国国債の先物取引は外国人投資家には認められていないこと等から、執行部としては、ポートフォリオ運営上のリスクが大きいと判断し、当面、中国国債には投資を行わず、パッシブ運用のマネジャー・ベンチマークからも除く方針である。外国債券の政策・評価ベンチマークの在り方については、今回のご審議を踏まえて、次回の経営委員会で議決いただきたい。

委員長 今も理事長から話があったが、中国国債については当面投資対象にしない。それから、ベンチマークの扱いについては、政策・評価ベンチマークから中国国債を除くベースで考えるというようなことを経営委員会として頭に置いて、9月に最終的な決定をしたいので、よろしく願います。

#### 【報告事項】

##### (1) 「監査委員会活動報告（2021年度第1四半期）」

監査報告及び2021年度監査委員会監査計画を経営委員会に報告したこと、3回の契約審査会に出席するとともに、6月10日に外部有識者が加わる契約監視委員会を開催し、契約審査会での契約審査は適正に実施されていると考えていること、経営委員会の「株式の証券貸付運用の取扱い」に関する情報開示請求への対応と評価について、委員から報告があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員D 情報開示については、請求者との話は決着したという理解でよいのか。

執行部 6月上旬に直接お渡しして、全て終了している。

委員D 貸株についてはどこかで執行部から報告されるという理解でよいのか。

理事 貸株については、先日の経営委員会で御説明したとおり、データに基づいた科学的な分析をしたいと考えている。実施の時期については少し時間をいただきたい。

##### (2) 「ESG活動報告（完成イメージ）」

GPIFのESGに関する様々な取組みや効果測定について、国民や企業などマルチステークホルダー向けに広く情報開示を行うために作成している「2020年度ESG活動報告」の完成イメージについて、執行部から報告があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A ESG 指数のパフォーマンスについては、中期的な期間ではアウトパフォームしているが、昨年度は一つのインデックスを除いて、すべてアンダーパフォームしている。報告書では反動という説明になっているが、気候変動等に関する社会的な認識が高まる中で ESG 指数に対する要求収益率が低くなる、狭い意味でのリスク・リターンだけではない形で証券の価格評価がされるようになってきたとも解釈できるのではないか。今後期待リターンが低下する可能性もあると思うが、GPIF としてどのように説明するのか。

執行部 昨年度の相対的なパフォーマンスの劣後について、個人的にはこの1年でマーケットでは気候変動を取り込む動きは広がってきているが、それらを全て反映するほどマーケットは効率的ではないと感じている。もう少し長い期間見ていく必要があると思っており、長期的にパフォーマンスが時価総額加重の指数をアンダーパフォームするような状況になれば、当然のことながら見直したいと思っている。

委員D 市場関係者も注目しており、今年もよいものができてよかったと思う。エンゲージメントの効果に関する分析については、この文章を読むとどうしてもここで取り上げられた運用会社のエンゲージメントがよかったと読めてしまう。エンゲージメントはパッシブ運用会社だけではなくて、アクティブ運用会社でも行っており、どうしてこの運用会社だけ取り上げたのか違和感がある。

執行部 学識者が運用会社3社のエンゲージメントの履歴から分析した論文と同じ枠組みで今回の運用会社も分析したものである。我々がエンゲージメント強化型パッシブとして、付加価値を認めて他の運用会社とは違う契約体系で採用している運用会社であること、エンゲージメントの履歴の提供が得られたことから今回取り上げている。

委員C 私も非常に素晴らしい内容であると思う。一方で、エンゲージメントの効果に関する分析については、時価総額や、今後、企業価値が上がる企業を選んでエンゲージメントしたということなので、サンプルバイアスがあるのではないか。

また、GPIF における女性の登用状況については、民間金融機関と比較して女性管理職の比率が低いし、前年度よりも下がっている。いろいろな勉強会を開催して意識改革をしているのはよいことであるが、もう少し政策的に中期的な目標を持つとか何らかの制度的な支援によって女性職員の意識を向上して管理職への登用を促すといったことは考えているのか。

執行部 前者については、むしろサンプルバイアスがあることを学識者は元の論文では書いている。エンゲージメントは、気づきを与えることで変わる会社を探すところから腕の見せどころなので、全く見向きもしないとか、企業規模が小さいところにアプローチをしても効率性が悪いので、そういった観点ではサンプルバイアスはあるのが前提になっている。

理事 女性職員の登用についてであるが、まずコロナ禍の状況もあり 2020 年度は女性

の採用も含めて採用が思うように進まなかった。また職員数が 174 名という規模の組織であり、定年を迎えた女性の管理職があった影響によって、女性管理職比率は前年度に比べて下がってしまった。小規模の組織であり、年齢構成を見たときに、この点を急に改善することは難しいが、職場の働き方の改善の問題や女性活躍の先進的な事例を研修に盛り込むなど、意識の問題について引き続き努力を続けたい。

委員H 独立行政法人とは考え方は違うのかもしれないが、国の機関では運用委託先の個社名を挙げていろいろな報告をすることは、普通は考えられない。仮に個社名を挙げるとすれば、なぜこういう委託先を選んでいるのか、それが公平な選定手続で行われていて、他の参入業者にもオープンであることが記載されていなければならないと思う。選定手続き等も記載されているので、よいかと思うが、個社名を挙げて紹介する積極的意義を説明してほしい。

執行部 当然、公的組織としての中立性は非常に重要であると思っているが、GPIF の運用は委託運用モデルなので、委託先が何をしているかをお知らせすることの意義は大きい。他の独立行政法人でも公表物の中にインタビューを掲載していたり、委託先を紹介していたりしている。公平性などには注意しながらある程度は出していけないと、国民や投資先企業への情報発信というところで限界がある。

委員H 特定の委託先と癒着しているといった疑いを招くような記載は避けなければならないので、委託先の選定手続が公平であるということを常に表に出していかなければならないと思う。

委員長 この報告書は 1 回出すと来年までない報告書なので、個社名を出すこと、担当者の顔写真を出すこと、個社を取り上げてエンゲージメントの効果に関する分析を出すことについて、委員の御意見を確認したい。

委員A 個社名は出さず、頭文字にすることがよいのではないか。

委員E エンゲージメント強化型パッシブ運用の委託先 2 社については、公知情報なので、個社名を出すことに抵抗感はないが、GPIF の施策を正当化するために、少し背伸びをしたような書き方になっている印象を受けた。ただ、連続性をもってやっていることを説明していくという中では許容できる範囲ではないか。

委員D エンゲージメントの重要性を説明したかったのではないかと思うが、取り上げられた運用会社だけではなく、パッシブ運用会社もアクティブ運用会社も一生懸命エンゲージメントをしていると思うので、若干バランスが悪いという印象を受けた。

執行部 エンゲージメント責任者のコメントこそ出ていないものの、業務概況書では個社名も含めてどういうエンゲージメントを行っているかは既に開示している。ESG 活動報告はより詳細な内容を掲載するものであるにもかかわらず、ここで個社名を伏せることには違和感がある。

委員F エンゲージメント活動を GPIF が支援することについては好意的な立場であるが、エンゲージメントの効果に関する分析のコラムは必要なのか。また担当者の顔写

真も取ったほうがいいと思う。

委員G 全体として特に違和感はないが、担当者の顔写真を出す必要はないのではないかと。

委員B 業務概況書に個社名まで書いているのであれば、その詳細である ESG 報告書に記載がないのはおかしいと思う。ただし、担当者の顔写真は必要ないのではないかと。

委員C これまでも委託運用者との共同作業・研究などで個社名を挙げて公表してきたこともあるので執行部に任せたい。ただし、委員から御発言があったように、特定の企業に肩入れして正当化していると取られないような表現が望ましい。

理事長 GPIF はパッシブ運用が主体であり、パッシブ運用のエンゲージメント活動は重要であるので、エンゲージメント強化型パッシブとして2社に運用を委託していることを紹介したいと考えている。エンゲージメントの効果に関する分析のコラムについては、タイトルを修正して解説を加えるなどの工夫をしたい。担当者の顔写真についてはふさわしくないということであれば削除したい。

委員長 今回出た議論を踏まえて最終的にどのような結論にするかは執行部に任せることにしたい。

### (3)「業務リスク等管理について」

業務リスク等管理規程第6条第3項の規定に基づき、業務リスク等管理の執行状況について、執行部から報告があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員G 第4期中期目標が達成できないリスクについては、どうして最初からリスクとして上がっていなかったのか。

執行部 民間企業はそもそも利潤の獲得を前提としているので、それに対するリスクとしては、法令違反のリスクや不適正な財務報告のリスクなどが中心になるが、独立行政法人の場合はそもそもミッションがきちんと果たされないのがリスクであるという考え方がある。当初はミッションからブレイクダウンする形になっていたが、実際のリスク管理から遊離しているとの意見があり、2017年に現場主体のリスクに変更した。その後、資産全体で超過リターンを確保するなどミッションが明確化されたことを受け、改めて意識化したほうがいいと思い、今回リスクに追加することになった。

委員A エンゲージメントやスチュワードシップ活動など GPIF の活動の中には価値判断を伴うようなものも出てきているので、他事にはできるだけ巻き込まれないように従来に比べてより一層注意しないと、いたずらに批判されかねない。

執行部 他事考慮は禁止されており、専ら被保険者の利益のために被保険者から預かった貴重な年金資金を運用することを貫き通していくことが基本的な考え方であり、当法人にとって最も重要なことであると認識している。

委員F 現在はスキルセットの問題もあるので運用リスクと業務リスクを別々に管理しているが、スキルセット等が整った段階で、統合したリスク管理部署で全体を統括する形を中期的には目指してほしい。

執行部 他の独立行政法人では業務リスクとして一元化されていると認識しているが、その中で運用リスクをどう考えるのか。バーゼルの自己資本比率規制のように計量的な方法を入れていく、オペレーショナルリスクを入れていくというのも考えられる。また業務リスクについては、実際に防止するためには、お金等リソースの話なのか、人の話なのか等対処のパターンはいろいろ考えなければならないので、他の独立行政法人では総務部や企画部が所掌しているケースも多く、統合する場合には結構難しいところがあると思う。

#### (4) 「GDPR 帳票の不具合及び影響等について」

年金積立金データ管理システムの「非課税売上高等算出リスト」の帳票において、プログラムのバグ及び業務要件変更時の反映漏れによる数値の誤りが判明したので、それぞれの障害の原因に応じた再発防止策を策定すること、中でも財務諸表に係る資料作成に当たっては別の方法により算出する数値と突合を行うこと等で精度を高めることについて、執行部から報告があった。

質疑等はなかった。

#### (5) 「業務執行状況報告（2021 年度第 1 四半期）」

業務執行状況報告（2021 年度第 1 四半期）について、理事長及び理事から報告があった。

#### 【その他事項】

- ・ 経営委員会規程第 9 条に基づき、事務局から経営委員の金融事業者からの寄付等について報告があった。
- ・ 議事録の作成及び議事概要の公表（3 月 12 日、3 月 26 日及び 4 月 23 日開催分）について承認を得た。
- ・ 前回の経営委員会において、資産ごとのトラッキングエラーを見ることが中期計画に定められているとの委員からの発言があったが、その後確認したところ、中期計画には記載はなく、業務方針には毎月、資産全体、資産ごとのトラッキングエラーを確認するという記載があるので、実態に合わせた業務方針への変更を検討する旨、理事から報告があった。

以上