

第 13 回経営委員会議事概要

1. 日 時：平成 30 年 7 月 31 日（火） 16:10～18:30
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席委員等：・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
・高橋理事長
4. 議事概要
議事に先立ち、議事概要（6 月 18 日及び 6 月 28 日開催分）の公表について承認を得た。

【報告事項】

- (1) 「監査委員会の調達等について」
執行部から報告があり、了承された。
- (2) 「ESG 活動報告について」
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 参考資料として収益率が出ているが、選定する際にはリスクも重視しているのに、リスクについては入れなくてもよいのか。リターンのみ見ているという誤解を与えるのではないか。

執行部 ESG 投資で減らそうとしているのは長期のリスクであり、短期のパフォーマンスやリスクを出すことそのものが、誤解を呼びやすいという認識を持っている。短期のリターンや短期のリスクを下げるために ESG 投資をやっているわけではないが、運用機関のレポートの中でパフォーマンスの数字が一切出てこないという疑問に思う方もいらっしゃると思うので、データ集として最後のほうに掲載している。

委 員 3 点質問したいが、1 点目は大きな数字で ESG 指数の投資額として 1.5 兆円とあり、これだけを見ると、運用資産額全体の 1%しかないと受け止められる可能性がある。パッシブ運用でも議決権行使などを通じて、ある意味で ESG 投資を行っているにも関わらず、1%という数字がひとり歩きするリスクがあるのではないか。

2 点目は執行部からも説明があったが、ボラティリティやリターンは短期的に評価ができないので、ESG 評価が上がったことについての記載になっているが、今後の検討点としては、GPIF の投資と ESG 評価が上がったことはどういう因果関係があるのか。最終的にはやはりパフォーマンスなので、企業価値が本当に向上したのかの検証をしてほしい。企業価値は必ずしも ESG 評価だけで動くわけではないので、難しいとは思いますが、効果測定として GPIF の投資とその効果との関係を検

討してほしい。

3点目は、AIによるESG評価の特徴について、実際にGPIFとして使っている会社を引用しているのであればいいと思うが、もし、まだ使っていない会社を引用しているのであれば、取り上げられなかったところから不満が出るのではないか。

執行部 1点目については、ここに156兆円と書くという選択肢もあったと思うが、この下に全資産に適用とも書いてあるので、今回はESG指数の運用資産額である1.5兆円を掲載した。

2点目については、ご指摘のとおり、最終的には企業の価値向上につながっていかねばいけないが、先ほどのご質問と同じく、タイムフレームとしてアニュアルレポートにはどうしても合わない。

執行部 3点目については、コラムという形にはしているが、契約をしているので問題ない。

委員 ESG評価基準の改定の問題のところで「国や言語の違いに基づく不統一な基準変更」とあるが、これは国によって基準が違うということか。また、非常に大きな変更のときは、パブリックコメントなどをして意見を求めたりしないのか。

執行部 評価会社によっては、そういうパブリックコメントのように意見を聞いているケースもある。基本的には、統一基準で、同じタイミングで更新するのが原則だが、今回、いろいろと調べた中で、そうではない部分もあり、より透明性高く、適正な形で評価基準を変えていくことが必要なのではないかという問題意識を持ったので、評価会社に徹底するように求めたいというのがここに書いた趣旨である。

委員 ESG評価の理念自体はよいと思うが、評価の精度についての現状を教えてください。ESGに関する情報が各企業からきちんと出ているのかという問題と出ている情報を将来価値との関係で的確に評価しているのかという2段階があると思うが、現状をどのように理解すればよいのか。

執行部 御指摘のとおり、2つの側面があり、両方へのアプローチが必要ではないかと考えている。前者については、ESG評価会社にはESG評価のメソドロジーを開示してもらおう。企業にどういう情報を開示しなければいけないかを理解してもらって、開示を増やす。最初に開示情報ベースの指数に限って採用したのはそういう観点である。

後者については、ESG評価会社自体の評価がまだ完全に定まり切れていないということがあると思う。ESG評価会社間のESG評価の相関の図を掲載しているが、多少の違いはあるにしても評価が余りにばらばらというのはおかしいので、企業とのコミュニケーションや、私どもとのコミュニケーションをより密にして、対話を深めているところである。

委員 ESGのそれぞれが何なのかというのは明確なのか。EやGはわかるが、Sについては、企業から見たときに何をもちいてSと言っているのか必ずしも明確ではないと感じるが、どのように理解したらよいのか。

執行部 ESG の定義については、例えば PRI にはフレームワークがあり、それぞれの評価会社もフレームワークを持っている。European Commission などでは ESG の定義を明確化しようという動きも出てきているが、統一された明確な定義はない。

一方で、レポートの正確性という意味では必ずしも正確であるとは言い切れないが、実は企業も同じような会話を投資家としている。投資家は企業側に ESG のデータを出してほしいと求めているが、企業側はどこまで正確に出さなければいけないのかわからないので出しづらいと言っている中で、インベストメント・チェーン全体を通じて ESG のディスクロージャーを進めていこうというのが今の流れだと考えている。

GPIF の ESG レポートも、少し不正確ではないかというところがあるかと思うが、アセットオーナーが積極的に出すことによって、運用会社や企業側もやりやすくなるという効果もあると思っている。

委員 イメージは理解できるが、例えばヨーロッパの GDPR によって、社会のルールが変わって、時価総額が急成長した銘柄がデータを勝手に活用していたということでペナルティがかかると ESG 投資の銘柄から急に外れるのか。

執行部 一般論になるが、データセキュリティの問題に関しては、以前から ESG の 이슈としてずっと議論されてきており、問題意識を持って評価をしていけば、既に織り込まれている話なのだろうと思う。某米国企業の株価が下落した時に欧米のメディアでも ESG 投資家が売ったのではないかと出ていたので、社会的な問題を引き起こすような企業は、ESG 投資家からすると問題視されるということにはなるのだろうと思う。

委員 ネガティブスクリーニングとポジティブスクリーニングでは、選ばれる銘柄は大きく違ってくるが、百年の計を考えたときに一体どちらがよいのか。

理事長 ESG 投資を始めるときにも厚生労働省と議論したが、GPIF はほぼ全ての上場企業の株主になっているので、ネガティブスクリーンではなく、エンゲージメントを通じて、悪い事業を減らしていく、あるいは長期的には良い事業に転換していくというほうが関わり合いの中で百年の投資家としては相応しいと考えており、基本的にはエンゲージメントを強める方向で ESG を推進していきたいと思っている。

例えば人道的な観点から世界の他の年金が投資をやめているときに、GPIF だけが武器製造企業に投資してよいのかについては、いろいろな議論があると思うが、全体論から言うと、企業に変革を促す方向で運用会社と相談するという事ではないかと思っている。

執行部 GPIF のポジティブスクリーニングについては、ESG の様々なファクターについてプラスのものを加点しており、例えば再生エネルギーはどれがいいのかといった一つの価値観で判断することは、少なくともしていない。

前に議論があったクラスター弾については、そもそも日本で違法なものを製造している企業の銘柄を保有しているという問題であり、全然意味合いが違う。そ

ういった企業へのネガティブスクリーニングが全くできないことで GPIF の責任が果たせるのかといった問題は経営委員会の中で議論していただきたいと思うが、ネガティブスクリーニングは一律にしないという明確な方針になっている。

委員 ESG レポートは初めての取組であり、これを出すことによっていろいろな反響が出てくると思うので、それを来年以降の ESG レポートの改善につなげてほしい。

また、このレポートに対する反響をまとめて、当面の課題などが明らかになったところで経営委員会としても随時議論ができるように、執行部で準備してほしい。

来年報告する際には、こういう点が改善されたとか、これはまだ残された課題であるなどもあわせて報告すると、より良い議論ができると思う。

委員 投資のあり方の問題として、他事考慮の禁止や、民間企業の経営に介入をしないといったことがあるが、その兼ね合いを常に整理することが必要なのではないかと考えており、こういう報告をする場合にも、念頭に置いてほしい。

執行部 これは活動をしてきた事のレポートなので、この活動を始めるときに、他事考慮問題や企業への影響についてはすでに議論は終わっており、今回は議論していないということである。

委員 国民から見ると、そこがどうなっているのかという疑問が常にあると思うので、きちんと説明責任を果たしてほしい。

(3) 「グローバル環境株式指数について」

執行部から報告があった。

(4) 「外国株式パッシブ運用受託機関の審査状況について」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 コーポレートアクションとはどういうことか。

執行部 付加価値創出のために、株式分割などによって、株価が若干振れる際に、そのタイミングでうまく売買の調整をすることにより、薄い値ざやをとることを目指している。効果としては、インデックスの銘柄の入れかえのときにどのタイミングで売買するかということで効果が出ている。

委員 スチュワードシップ活動等について、例えばエンゲージメントや議決権の行使に課題があるというのは、GPIF として議決権の行使について反対票を投じるべきだと考えているのに、運用機関がその通りに投じなかったら課題があるということなのか。

執行部 GPIF は価値判断をしている訳ではなく、説明を求めている。議決権行使原則に合った行動をしているのか、具体的には、重要な ESG 課題は何なのかを問いかけて、重要とされた課題について議決権はどう行使されたのか、そこに統一性があるかといったチェックをしている。こういう議案については賛成でなければいけ

ないとか、反対でなければいけないといった指示は一切出していない。

委員 解約をした先で、パフォーマンスがよかったところはあるのか。

執行部 今回、解約した先は、パフォーマンスで問題があった先が多く、ほかに比べて特に勝っているところはなかった。付加価値を出す工夫の仕方、その知見のあるポートフォリオマネジャー、そのポートフォリオマネジャーが突然かわってしまったところなど、問題点があるところについて、解約に値すると判断した。

執行部 パフォーマンスが良かったがスチュワードシップの評価が悪く解約した先があるかという質問であれば、今回はパフォーマンスが良くてスチュワードシップの評価が悪い先はなかったが、そうした場合でも一発で解約には至ることはないと思う。

(5) 「短期資産の資産管理機関の選定結果」

質疑等はなかった。

(6) 「平成 30 年度第 1 四半期運用状況（速報）」及び (7) 「運用リスク管理状況等の報告（2018 年度第 1 四半期）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 クレジット投資について、BB以下の債券のウェイトが何%といった形で表示されているが、クレジットリスクの分散効果についても評価する形でリスクを見ていくということが必要なのではないか。

執行部 現状のリスク管理システムではクレジットリスク分析が十分ではない面があるが、改善を図っているところであり、ご指摘も踏まえて改善してまいりたい。

委員 四半期運用状況の速報と確報が違う場合は、一番大きな要因は何があり得るのか。

執行部 資産管理機関が外国株式などについて評価を一部訂正する場合などがある。

(8) 「第 2 回 GPIF Finance Awards の選考結果について」

質疑等はなかった。

(9) 「役員に係る訴訟の取り扱いについて」

執行部から報告があった。

(10) 「監査委員会活動報告（平成 30 年度第 1 四半期）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 規程の見直しは、3月の第7回経営委員会での議決に従い規程点検プロジェクトを実行しているところ。法律事務所から、本日、提案をもらった。GPIF 法第7

条第1項に従い、重要事項の意思決定機関は経営委員会であり、その経営委員会の決定に基づいて理事長（ひいては理事及び職員）の行う業務執行がされている、と整理するのが規程見直しの考え方と見直しの方向性。正式な報告書を受領後、内容を監査委員会で精査、検討し、その過程で法律事務所から改めて提案の趣旨等の説明や具体的な改定案に関する助言を得たりしながら、必要な改定作業を進めていくことになる。その過程で、執行部の意見を伺い、改定作業に必要な協力をいただく。この作業は経営委員会からの委譲を受け監査委員会中心に行う予定。9月以降の経営委員会で報告をし実際に内容についての決議をいただく予定。

執行部 規程の見直しについては、執行部としても作業を進めていきたい。かなりのボリュームになるので、スケジュールについては、直ちに取り組むべきもの、多少時間をかけてもいいものという形で、優先順位をつけるような形で協議させていただきたい。

委員 発言のとおりだと思う。

委員 これは法律事務所からの提案趣旨が、要約版として書いてあり、これから最終版が出てくる。それをもとに、それをレファレンスとしながら監査委員会の中で執行部の意見も伺いながらも進んでいき、最終的に仕上げていくというプロセスを経ることになる。異論がなければそういう方向で進めていただく。

【審議事項】

「乖離許容幅管理について（2）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 いろいろな評価基準があると思うが、現場で対応されている方の意見を伺いたい。

理事長 国内債券の投資環境で、機械的に投資するののかについては、内部でも随分検討した。

基本ポートフォリオを変えるのか、ルールそのものを変えるのかについては、あと1年半経つと次の基本ポートフォリオの策定があるので、その議論に委ねる部分は委ねて、あと1年半をどうこらえるかということに集中する。通常の投資行動の中で乖離許容幅管理に少しアローワンスをいただくという方向で検討していただきたい。

委員 理事長のご発言は非常に適切だと思う。

委員 私もそのとおりだと思う。専ら被保険者にとって利益にかなうのかという観点からすると、特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として認めることを中心に考えるべきだと思う。ただ、いつまでやるのかという期間については共通認識に立っておくべきだと思うし、仮に乖離許容幅の下限に達した場合には、透明性ということからも、社会保障審議会の関連部会に報告することが必要ではないかと思う。

委員 規範的な面から意見を言うと、結論は同じだが、説明ぶりはきちんと整理したほうが良いと思う。基本ポートフォリオが守るべきルールであるならば、それを簡単に変えるというのはおかしいし、例外が恒常的にあるのもおかしいと思う。したがって、特殊状況下での、緊急避難的な、あるいは時限的な対応なのであるという整理をすべきではないか。当然ながら特殊状況が解消されたときには原則に戻るといった考え方に基づいて当面は対応するという事ではないかと思う。

執行部 規範的なところについては、本来であれば基本ポートフォリオを定めている中期計画を変更して、例外的な取り扱いをすべきではないかという意見もあったが、厚生労働省とも相談をして、今回は、各委員からご発言があったように、時限的あるいは一定の条件下で、例外的な取り扱いはするものである。

恒久的な措置でないのであれば、例えば年度計画は毎年経営委員会の議決を経て厚生労働大臣に提出するので、年度計画の中で例外的な取り扱いを位置づけることもできる。今回はマイナス金利下である、あるいはキャッシュインが非常に大きく発生するという特殊状況下で生じている問題でもあり、キャッシュアウトの状況等を年度単位でモニターするので、年度計画で例外的な取り扱いをするというやり方があるのではないかと厚生労働省とも相談をしている。もしその方向性でよろしければ、次回以降に経営委員会で具体的な年度計画の変更案を議論いただきたい。

委員 とりあえず次のところまでのものは、基本を変えるのではなくて例外的にしたほうが良いのではないかと思う。合理的に考えれば、次の中期計画にあわせて、もう一回市場の方向感がきちんと定まったときに決めれば良いのではないかと思う。

委員 大きな方向感においては合意があったと思う。特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として認める、具体的には執行部から発言があったように、年度計画の修正という対応をする。執行部に具体的な案をつくってもらい、次回の経営委員会で決めたいと思う。

以上