

第 117 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 29 年 4 月 26 日（水）17:00～19:30
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 大会議室
3. 参加者：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・大野委員 ・加藤委員
・佐藤委員 ・菅家委員 ・武田委員

4. 議事要旨

- (1)「基本ポートフォリオの定期検証」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 基本ポートフォリオ策定時の想定と比べて諸条件が大きく変化している。策定時の前提に基づいた基本ポートフォリオ検証のあり方についてそろそろ見直したほうがいいだろうと思う。

新たな人口推計も出たので、5年に1度というスケジュールにこだわらず、厚生労働省は早く財政検証の作業に入るべきではないか。

厚生労働省 財政検証は、幅のある推計を行っている。基本ポートフォリオの見直しのために、財政検証を行うというものではない。ただし、人口推計が出てきたので、次回の31年の財政検証に向けてのいろいろな準備を行い、その中で経済の専門家の方々に御議論いただくことになると思う。不定期に財政検証を行うこと自体を理論的に排除するものではないが、現時点では前倒しをして年金の超長期の財政検証を行うべきだという議論があるわけではない。

委 員 現行の財政検証に基づいて基本ポートフォリオの検証を続けていくのは限界が近づいていると考えられるので、今後に向けて5年に1度の財政検証に関して、何らかの要望を出すことは重要だと思う。

厚生労働省 年金の財政検証は、足元の経済状況がどうかということではなく、95年という超長期に見て前提が大きく変わるような変化があったのかという観点で、改めて不定期に見直すか判断されるのだと思う。頂いた御意見は財政検証の担当課には伝えるようにしたい。

委 員 もちろん財政検証と基本ポートフォリオの検証は次元の異なる話だということにはわかっているが、実際にどうやって基本ポートフォリオがつけられているかを考えると、財政検証のためのさまざまな前提条件について検討する専門部会がつけられて、そこで出されたいろいろな数字が、基本ポートフォリオ作成においても一体として扱われてきた点も、十分認識しておく必要がある。

委 員 足元の状況が、現在の基本ポートフォリオを策定したときの状況と異なっている中で、十分な説明責任を果たしていくことが極めて重要である。

事務局 私どもの運用目標が、名目賃金上昇率という通常の運用会社とは異なる形で与

えられているために、結果として財政検証の数字を参照してきた。次回の基本ポートフォリオ見直しの際、こういう目標の与え方も含めてご議論いただきたいと思う。

委員 GPIF はあくまでも運用主体であって、与えられた運用目標に対して運用するというものだろうと思う。ただし、今回どの前提を見直したのか明確にしてほしい。マーケット関係者であれば、それをもとに基本ポートフォリオの検証結果が、適切かどうか判断できると思う。

事務局 公表資料にむけて、御指摘の準備をきちんとしたい。

委員 基本ポートフォリオの検証については、様々なコメントを戴いたが、委員会としては事務局案で了承し、委員のご意見をできる限り反映するような形で業務概況書の中でまとめていただきたい。

(2) 「ESG 指数について (第6回)」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 リスク・リターンについては、長期投資であることも踏まえれば、最近5年間の比較的上昇局面だけではなく、下降局面も含めたもう少し長い期間で見るべきではないか。

事務局 ESG 評価が始まって歴史もないので、データを長期間さかのぼることは難しいのが実情である。

委員 確かに、日本やアジアでは、ESG 投資というのは黎明期だと思うが、世界的に見ると、特にヨーロッパなどでは相当 ESG 投資というのは活発に行われており、ヨーロッパでは投資の半分ぐらいは ESG 投資という分析もある。日本を初め、アジアはこの分野では遅れているという認識に立つ必要があると思うし、GPIF も PRI に署名しており、積極的な対応が必要ということ的前提として考えるべきだと思う。私の手元にある資料によると、ESG 投資のアプローチ別残高では、多い順にネガティブスクリーニング、インテグレーション統合型、エンゲージメント、規範に基づくネガティブスクリーニングとなっているが、このようなものを含めてほかの投資手法も検討しているのか。

事務局 ESG の投資手法にいろいろあるということは当然認識しているが、日本の株式市場全体の ESG の評価を上げて、海外の機関投資家からも日本株式に対して積極的に投資をしてもらうことによって、GPIF のパフォーマンスも上がってくると考えたときに、まずはできるだけポジティブな面をより積極的に評価されて指数に入りたいと企業の方々にも頑張ってもらいたいことを期待して、今回はできるだけ幅広い産業について予断を持たず見てほしいということを指数会社をお願いしたものである。御指摘のその他の手法については、当然あるものとして理解はしているし、我々としてもリサーチすべきものと思っている。

事務局 先ほどの下落局面の ESG 指数のパフォーマンスについてだが、下落局面でマーケ

ットに対してポートフォリオが強いのかどうかについては検証を行っており、お
おむね下落局面では強いという結果が出ている。

(3)「資産管理機関の課題」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 資産管理機関については、1資産に複数委託先があるほうが、コンティンジェ
ンシープランという観点からもよいので、全体のBCP対応を強化するというこ
とで検討を進めてほしい。

委員 資産管理を受けてくれるところが限られた事業者しかない中で、時間もコスト
もかかるので、優先順位をつけて進めてほしい。

委員 GPIFのような大きなアセットを持っている機関の資産管理を受託できるよ
うな力量のあるカストディアンは果たしてどれぐらいあるのか。バックアップがな
い状態で、本当にマーケットが寡占状態で代替が効かないようことはよくない状
況だと思う。

事務局 御指摘に関しましては、実は資産管理業界全体を巻き込んだ問題で、カスト
ディアン側は統合化して、競争を減らしてビジネスの競争力を高めようとしている
一方、ユーザー側は、ある程度選択肢がある方がよいということになる。今回は
取りあえずBCPの観点からバックアップ化をまず行うが、その先についてもコン
サルタントの意見も伺いながら対応を考えていきたい。

(4)「スチュワードシップ活動をめぐる最近の動向」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 金融庁によるスチュワードシップ・コード改訂のスケジュールについては、パ
ブリックコメントの締め切りが、国内4月27日、海外5月8日とあるが、実際に
公表されるのはいつごろなのか。

事務局 明言はされていないが、総会シーズンまでに対応を進められるよう改訂後の
コードを公表予定とのことなので、6月初旬ごろまでには出てくるのではないかと
推測している。

委員 パブリックコメントをやっている間に同時並行で進めていくということか。

事務局 スチュワードシップ・コード改訂の着地のイメージは、十分これでわかっ
ているので、コードに賛同して受け入れているGPIFの立場としては、できる限り
間をあげず、改訂コードに基づく「スチュワードシップ活動原則」を策定して
いくことがスチュワードシップ・コード改訂の趣旨に沿うものではないかと思っ
ている。

委員 議決権行使について明確な方針を持たなければいけないとあるが、運用受託機
関向けに策定するスチュワードシップ活動原則の中に、GPIFとしての議決権行使

のガイドライン・大方針は盛り込まれるのか。

事務局 今回のスチュワードシップ・コードの中で、議決権行使を含む原則を明確にすべきであるとされているので、運用受託機関向けの活動原則の中で、何らかの形で示さざるを得ないと考えている。

委員 企業・アセットオーナーフォーラム等が出された意見だが、議決権行使に関して形式的な基準が独り歩きしないように留意いただきたい。議決権行使助言会社も対話が重要であることを認識して欲しい。また、GPIF が志向する長期投資、ESG といった観点も盛り込むよいチャンスだと感じる。

委員 以前、スチュワードシップ活動について、運用会社から新しいビジネスモデルの提案を期待しているという話があったが、何か進展はあったか。

事務局 幾つかの会社からいろいろなモデルの提案は受けている。GPIF 内にエンゲージメントマネジャーを指名し、運用会社との間でビジネスモデルやアラインメントについて話し合うことにしており、もう少しよい提案が出てきたら、運用委員会でも共有させていただきたい。

(5) 「外国株式の評価ベンチマークの変更及び業務方針の一部改正」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 外国株のスマートベータの導入については、今どういう状況にあるのか。

事務局 地域別パッシブの選定作業をしており、それが一段落した段階でスマートベータの議論をしてまいりたい。

(6) 「クラスター弾を製造する会社の株式を GPIF が保有することに関する質問主意書」
について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 GPIF では、伝統的な資産で言えば、アクティブ、パッシブなど様々な手法でやっているが、運用会社に対して 100%白紙委任をするというような投資手法を採用していることはなく、例えば債券については、格付けについて何らかの条件を示している。GPIF が行っているこのような投資手法と投資判断の全部を運用会社に一任するという法令との関係について、GPIF としてはどう整理しているのか。

事務局 先ほどの厚生労働省の説明は、GPIF は運用会社に対し個別銘柄あるいは特定企業の選択指示はできないということであり、GPIF が債券の格付けを指示して、あるクラス未満のものについては投資対象としないというものは、投資一任契約のもとであっても可能であるという解釈をしている。

委員 例えば指数を GPIF として指定して、その中で運用会社に運用を任せていることについてはどう考えているのか。

事務局 GPIF がどのような指数を採用して、どう運用会社に指示するかということは、

ただちに投資一任契約の規定に反するものではないと考えている。

委員 投資判断の一部一任は、現行の政令においてできないことになっているが、様々な条件を設定した上で、運用会社に対して運用を委託しており、それらは法令に違反しないとなっているということか。

事務局 総論として申し上げれば、GPIFとして、ESG、エンゲージメント、スマートベータのいずれも法解釈の中で許されていることだけをやっていると理解している。

委員 ESG 指数では不祥事企業について除外するという条件を設定している。不祥事企業と同じように考えれば、例えば条約や法令に違反するような企業は除外してくださいという条件を運用会社に設定して投資一任することはあり得るのではないか。

厚生労働省 GPIFには、他事考慮をしない、個別銘柄の投資判断をしないということで、運用をお願いしている。ESG 指数については、どの企業の株式を指数に含めるか否かは、指数作成会社の判断で行われるものと承知しており、GPIFが特定の企業を除外するように頼むものではなく、むしろ市場全体を見ていると理解しており、投資一任を崩してはいないと思う。

ESG 指数や除外の方式をどうしていくのかについては、その趣旨、目的、手法などの具体的な内容ごとに法的な論点があるのか、総合的に勘案して整理していく必要があると思う。ESG は黎明期だという話もあったが、新しい分野については、法的あるいは法的以外にも論点がある。厚生労働省と GPIF との間で、見解の相違が生じることのないように、適切に情報連携、認識の共有に今後とも努めていって、黎明期にある ESG の指数あるいは新しい方式、今後出てくるものについて齟齬を来さないように努力してまいりたい。

委員 運用委員会としては、例えば今回の ESG 指数も含めて、ESG に関する様々な手法を議論し、対象を選定し、方向性を出していくという作業を運用委員会の仕事として当然行わなくてはならない。法令上の問題については、まさに年金局から参加していただいているわけですから、委員会に出席している年金局の方々とキャッチボールしながら物事を整理していくという手法があつてしかるべきなのではないか

委員 運用会社に指数を提示するというのは、これらの銘柄を買いなさいということではなく、これらの銘柄で構成されたポートフォリオのリターンをなるべくトラッキングエラーなく運用してくださいということなので、銘柄を指定しているわけではない。したがって、GPIFは運用会社に指数を提示できると理解している。

例えばクラスター弾製造企業を抜いた指数を提示したとしても、トラッキングエラーが変わらなければ、買うか買わないかは運用会社の判断であって、結果的に運用会社がクラスター弾製造企業を買うかどうかは問題ではないということになる。

そもそも、パッシブファンドが全銘柄を買うようになったのは割りと最近で、昔は一部の銘柄を買ってトラッキングエラーをなるべく小さくしようとしていた

ことを踏まえると、指数の提示は必ずしも銘柄選択には当たらない。

ただし、実際に GPIF がクラスター弾製造企業を抜いたものを指数として示した場合、運用会社がどのようなアクションをするのかと言うと、どう考えてもクラスター弾製造企業を抜いて運用すると思われる。個別銘柄の指示はしていないが、実質的にそのような行動に出る可能性が高い。この場合はどう解釈するのか。

厚生労働省 運用会社がそれぞれの指数に従って銘柄を選定しているので、GPIF が個別銘柄の投資の判断全てをやっているわけではない。

ただし、まさに委員がご指摘のようにそういう指数を採用した場合の実際の効果を考えると、市場への影響という観点もあり、なぜそういうものを採用することとしたのか、どのくらいの規模でやるのかなど、具体的な話を伺って、総合的に勘案して法解釈していくことになる。

委員 GPIF と厚生労働省が相談をするということか。

厚生労働省 実務的にいろいろな意見交換をしているので、GPIF から話があれば相談に応じる。

委員 クラスター弾で言えば、GPIF が保有株式の銘柄を公表したことによって、そういう企業に投資していることがわかって、そのことを指摘されたというところから出発している。

厚生労働省から話があったとおり、具体的な事案ごとに総合的に判断をして決めるということだと思うので、厚生労働省と GPIF だけが水面下で議論するのではなく、運用委員会の中で議論するべき。国民にも必要な情報というものはきちんと公開して、国民の関心についてきちんとウオッチをするという仕事も我々としてはしなければいけないと思う。

厚生労働省 GPIF の年金積立金の運用というのは、年金積立金が巨額であるという点と、公的な資金であるという2つの視点からいろいろな原則が生まれてきている。それが他事考慮の禁止であり個別銘柄選択の禁止である。従来から特定の分野の企業について、積極的にあるいは消極的に投資することは、国による企業支配との懸念を生じさせる可能性があるため、そうしたことは行わないということをずっと申し上げてきた。

クラスター弾製造企業に対する投資については、政府として閣議決定した質問主意書の答弁にもあるとおり、米国で合法的に製造している企業に対する投資であり、投資を禁止するような国内法令はない。違法な行為をしているものは上場基準にも該当しないので、日本の非合法的な企業に投資することはできないというのは当然であるが、合法的に製造している海外の企業について、国内の法令が規制をしていない中で、特定の企業を排除することができるのかと問われれば、従来からの原則に従ってできないと答えざるを得ない。クラスター弾を米国等において製造する会社が MSCI ACWI のようなインデックスに入っていて、結果的に運用会社の判断で GPIF のポートフォリオの中に入ってきてしまうものについて、あらかじめ指定して除外するということは法令上できない。巨額の年金積立金を

民間市場で運用するに当たってのいろいろな原則として積み上げられてきた法令の規定ないしはその解釈に基づいて難しいということなので、御理解いただきたい。

厚生労働省 一律に投資除外するというようなものは明確にこの法令上できないと申し上げた。今回の ESG 指数のように、小規模なところからまず始めて、インデックスの組み方について新しい方式があった場合に、それが現行の法令で違反にならないのかというような相談が GPIF からあれば一緒に議論をしながら齟齬のないようにやっていきたいとも申し上げた。

ESG 指数において除外される不祥事企業については、リスク低減を図るという観点から、客観的な基準を活用して、低スコアの企業を指数から除外するというものだと聞いており、何か特定の企業の事業のみを判断したり、そういうメッセージを与えたりするようなものはないし、特定の企業を外す、入れるということ、政府や GPIF が指数会社に指示するものではないということなので、法令に違反するものではないと受け止めている。

委員 質問主意書の政府答弁書において、「仮定の御質問であることから、お答えすることは差し控えたい」とあるが、今のやり取りを聞くと、法令の解釈の話と、実際に私達の年金のお金がクラスター弾製造企業の株を買っているという事実は範疇が違うのではないかというのが個人的な感想である。

クラスター弾製造企業への投資を禁止するならば、どういうことができるのかということ議論する場は運用委員会しかないと思う。

運用委員会でないならば、今の体制で、GPIF 執行部がどのように考えるのか、一度きちんとお聞きすべきではないか。

厚生労働省 独立行政法人である GPIF 及びその運用委員会は、法律の執行をどう行うかという法執行機関であると思っている。公的年金制度の改正、先ほどの財政検証その他の改正を含めて、法律の企画立案、改正の議論は社会保障審議会で労使、学識経験者などを交えて議論いただいている。

委員 先ほどの委員の発言は、法令改正してクラスター弾製造企業を投資対象から除外しろということをおっしゃっているのではなく、クラスター弾を製造している海外企業の株式を持つことについて、そのことをよしとするのかだめとするのかという議論は、また違う議論としてあるということと、仮にそういった企業を投資対象から排除すべきと判断した場合には、様々な方法論があって、本日議論したような ESG の投資手法の一つとして排除することも十分可能だと思うので、そういうことも含めて議論をする必要があるだろうということをおっしゃっていると思うし、私もそう思う。

事務局 今回の質問主意書以降、GPIF が PRI や ESG を推進していく中で、クラスター弾製造企業の株式に投資していることについては批判が高まるであろうとすでにネットやメディアで言われている。他事考慮の禁止ということだが、ESG を考慮しないことそのものがフィデューシャリーに反するというのが、世界のアセット

オーナーのトレンドだと理解している。他事考慮というのは、フィデューシャリーの対義語の日本語訳だと思うが、他事考慮の禁止として議論することが、多分海外から見たときには疑問に思われるだろうなと思っている。

事務局 運用には必ず制約があり、GPIF においては法のもとでできる限りの長期的なパフォーマンスを出すということでやってきているし、それはこれからも変わらないと思っている。法の制約については、解釈権は主務官庁にあり、もちろん GPIF として意見があれば申し上げているし、調整していくが、方向はそういうことであると思っている。

執行部としては、委員の皆様のお気持ちを踏まえて ESG に取り組んでいく。ESG については、まずはポジティブスクリーニングでなるべく底上げをするという趣旨で始めたいと考えている。ネガティブスクリーニングについてはそのやり方も含めて相談したいと考えているので、少し時間をいただければと思う。

(7) 「資金運用部会」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 資金運用部会は、運用委員会とどのような関係にあると理解したらよいか。

厚生労働省 資金運用部会は社会保障審議会の部会であり、厚生労働大臣の諮問機関に当たる。GPIF は実施機関であり、年金制度全体を所管する厚生労働大臣がこの GPIF に関しても最終的には監督責任を持っている。

大臣がこの監督責任を果たすに当たっての色々御意見などを聞く場として資金運用部会がある。一方、厚生労働大臣から寄託された積立金を、与えられた中期目標に沿って、GPIF は実施機関として運用を行うが、運用実務を行うにあたっての、運用内容に関して審議を行うのが運用委員会になる。

資金運用部会にかかわる内容というのは、厚生労働大臣の権限にかかるものであるし、運用委員会にかかわる内容は、GPIF が実施機関として行うことに関する議論であり、そこは明確に分かれている。

委員 基本ポートフォリオの策定などに関して、GPIF と厚生労働省の間のブリッジング機能のような役割はないということか。

厚生労働省 ブリッジングの機能が重要という点に関しては、例えば、前回の財政検証の際も、経済前提の部会に GPIF にも御参加いただくなど、いろいろな形で情報交換をしている。そういう経済前提をつくるに当たって、運用の実務を担っている方々の御意見を反映していくような仕組みというのは必要だろうと思っている。

(8) オルタナティブ資産への投資体制について

質疑等はなかった。

以上