

第113回運用委員会議事録

1. 日 時：平成29年1月20日（金）16:00～18:00
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 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
 - (1) 業務方法書の変更（案）について
 - (2) ESG指数について（第5回）
 - (3) 平成28年スチュワードシップ活動報告
 - (4) その他

●三石審議役 それではただいまより、第113回運用委員会を開催させていただきます。

委員の出欠の状況でございますが、本日は、全員御出席いただいております。御出席いただきました委員の皆様方が過半数となっておりますので、運用委員会については成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほかに、

- | | |
|-----------|------------------------------|
| 委員限り 1 | 本日の議題 |
| 委員限り 2-1 | 業務方法書の変更（案）について |
| 委員限り 2-2 | 年金積立金管理運用独立行政法人業務報告書の変更案について |
| 委員限り 3 | ESG指数の最終選考に向けて |
| 委員限り 4 | 乖離許容幅の遵守管理方針及び短期資産等の上限設定について |
| 資料 | 平成28年度スチュワードシップ活動報告 |
| 委員限り 5 | 平成28年度国内株式運用受託機関の総合評価結果について |
| 委員限り 5 参考 | 参考資料 |
| 委員限り 6 | 平成28年度外国株式運用受託機関の総合評価結果について |
| 委員限り 6 参考 | 参考資料 |
| 委員限り 7 | 専門人材等の確保に係る進捗状況等について |
| 委員限り | 金融事業者の役員等の就任に関する届出 |

でございます。

なお、委員限り 3 ESG指数の最終選考に向けて、委員限り 5 参考参考資料、委員限り 6 参

考参考資料及び委員限り7専門人材等の確保に係る進捗状況等についてにつきましては、本委員会終了後に回収させていただきますので、机上に置いておいてくださいますよう、お願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

落丁等ございませんでしょうか。よろしゅうございますでしょうか。

それでは、まず初めに、ただいま御紹介させていただきました最後の資料、委員限り金融事業者の役員等の就任に関する届出についてでございますが、運用委員会規則第8条の4第2項の規定に基づきまして、金融事業者の役員等の就任に関する届け出がございましたので、御報告をさせていただきます。

実際には、2つの届け出がございまして、規則上は委員長に届け出ることとございまして、昨年の段階で委員長、それからガバナンス会議の清水議長のほうには御報告をさせていただいているものでございますが、やはり、委員会として情報を共有したほうがよろしいのではなからうかということで、今後は各委員から届け出があった場合には、次の運用委員会で御報告をさせていただければと考えております。

私からは以上でございますが、この点について、何かございますでしょうか。よろしゅうございますでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、新井委員長をお願いいたします。

○新井委員長 それでは、まず始めに業務方法書の変更（案）についての議題に入りたいと思います。

業務方法書の作成または変更についてはGPIF法第15条第2項に基づいて、あらかじめ本委員会の議を経ることとされていますけれども、GPIFの文書管理規程別表第2により、理事長の決裁に当たっては、当委員会の承認を要するものとされております。

そこで、業務方法書の変更案については、まず、事務局からの説明と質疑をしていただき、その後、承認するか否かについて決をとりたいと思います。

それでは、委員限り2-1業務方法書の変更（案）について、委員限り2-2年金積立金管理運用独立行政法人業務方法書の変更案について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●五十里企画部長 委員限り2-1をごらんください。

昨年末に年金改革法が成立いたしました。その中で3月1日から施行になる部分、当法人の運用の方法につきまして、コールと手形の割引が認められるということに伴いまして、次の1枚をめくっていただきまして、当法人の業務方法書につきまして、(11)にございますように、コールと手形割引の部分について追加するという内容でございます。

委員限り2-2をごらんいただきたいのですけれども、当法人の理事長より、運用委員会委員長宛てに、業務方法書の変更案について承認を求める文書をつけまして、議決をいただきたいということでございます。

以上です。

○新井委員長 ただいまの業務方法書の変更案につきまして、御意見、御質問がござい

たらお願いしたいと思います。

○佐藤委員 意見というのではないのですけれども、余資運用の一つとして、コールとか手形割引の運用がなかったということ自体、今まで認識しておりませんでした。あってしかるべきだと思いますので、特に問題はないと思います。

○新井委員長 ほかにございますでしょうか。

それでは、運用委員会規則第5条第2項の規定に基づき、議決をとりたいと思います。議決の手続について御説明いたします。

議決に当たっては、私を含め、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みなします。棄権は出席委員数に含めますが、可否の否として扱います。

また、意思表示をせず退席をされる場合は、出席委員数には算入しないことといたします。退席される方はおられますでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、本案の承認に賛成の方は挙手をお願いいたします。

(賛成者挙手)

○新井委員長 賛成は、私、清水委員、大野委員、加藤委員、佐藤委員、菅家委員、武田委員の7名でございます。

反対はゼロということでございまして、本案について、当委員会として承認することに決まりました。なお、今後技術的な文言の修正があった場合には、私に御一任させていただきたいと思いますが、よろしいでしょうか。

(「はい」と声あり)

○新井委員長 ありがとうございます。

続きまして委員限り3 ESG指数の最終選考に向けてについて、事務局から説明をお願いいたします。

●塩村投資戦略課企画役 委員限り3 ESG指数の最終選考に向けてについて御説明いたします。

前回の運用委員会において、評価のポイントについて御議論いただいて、おおむね同意をいただいていると思います。そちらで幾つかの宿題をいただいておりますので、それについての御回答をしたいと思います。

1 ページをおめくりいただきまして、前回いただいた宿題は主に3つあったと認識しております。

1つ目は、ESG評価会社の経営哲学、評価方針をどう評価するのかということを提供しました。こちらに関しましては、GPIFのESG投資に対する考え方、ユニバーサルオーナー、超長期の投資家という特徴、またPRIにサインしているということ、こういうことと整合的かどうかということを中心として評価していきたいと考えています。

また、ユニバーサルオーナーということにつながりますけれども、市場全体の底上げにつながるものを評価していきたいと考えておりまして、2ページをごらんいただきたいの

ですけれども、こちらには主なESG評価会社の特徴を挙げております。例えば、評価方法では、公開情報ベースというところとアンケートを中心としているところ、もちろん一長一短あるわけですが、どちらがより情報の公開を促進していくのかというところを重視して評価していくということです。

それから、企業からの納得性を得られないと、企業行動は変わらない、または企業からも評価していただけないということですので、コミュニケーションの充実度合いを見ていきたいと思います。

こちらは、A～Dまで挙げておりますけれども、各社を見ていきますと、比較的対応に差があるということですから、そういうところもしっかり見ていきたいと思います。

最後に、ESG評価会社のサステナビリティとガバナンスとありますけれども、当然、ESGを評価する側のESGやガバナンスに問題があれば、それこそ問題にならないわけですので、そこはしっかりと見ていきたいと思います。後ほど御紹介しますけれども、ESG評価会社の現地に行きまして、そこでのデューデリジェンス等も行っていくことを考えております。

1ページにお戻りいただきまして②ESG指数のパフォーマンスをどう考えるのかというところでは、

基本的にはESG指数を全体としてTOPIX並みのリスク、リターンを確保することを前提にして考えております。もちろん、個別も見ていくわけですが、個別とともにこちらも重視していくということを考えております。

3ページをごらんください。

こちらの表は、ESG指数をポートフォリオに組み入れた場合に、リスクとトラッキングエラーがどう変わるのかを見たものになります。現状、GPIFの国内株の運用では、この一番上の欄になりますが、推定リスクが20.42、推定トラッキング・エラーが0.24になっております。ここはあくまで例示ですが、ESG指数は総合型のA、B、テーマ型のA、B、Cというものについて、リスク、トラッキング・エラーを見ております。当然、この段階では、例えばテーマ型のAというのは推定トラッキング・エラーが0.86に対し、テーマ型のBは2.61ということで、指数によってはトラッキング・エラーの大小はあるわけですが、ESG指数を全体として見ますと、1.32ということで、かなりの程度抑えられるという形になっております。

また、これがポートフォリオ全体の中でどうなるのかを見たのが、その下の段になります。(A)というのは、現在の国内株の運用の1%をESG指数への投資に回した場合というのを仮定してやっております。こちらでは、総合型A、B、テーマ型Aに各1,000億、B、Cに各200億という、それぞれのキャパシティに応じた額を比例配分して入れたという仮定でやっております。そのケースでは、推定トラッキング・エラーが0.24ということで、表の上にあります現状の国内株式全体のTEと比べましても、小数点以下第2位まで全く一緒ということで、ほぼ影響はないというところだと思います。

仮にこれを10倍に拡大した場合はどうなるかということで、(B)をごらんいただきました

いのです。推定リスクが20.41、推定トラッキング・エラーが0.26ということです。0.02%ポイントは上がっていますが、影響としては限定的ということだと思います。

1ページにお戻りいただきまして、②の2ポツですね。中長期的にリスク調整後のリターンを改善を目指すとしておりますが、これまでもRFPなどでも主張していることと同じでありますけれども、中長期の中期を明確に5年程度と置かせていただいております。ですので、今回のESG指数については、当然毎年総合評価のなかで評価をしていくわけですが、5年程度で基本的なところから見直していくことを計画しております。

③でESG指数の運用戦略上ポートフォリオ上の位置づけをどうするのかという御質問も前回いただきました。こちらにつきましては、パッシブ運用の一部、当面はサテライト的な位置づけから入っていくということを考えております。

4ページをごらんください。

パッシブかアクティブかということですが、平成28年4月の業務方針の改定におきまして、マネジャーベンチマークに追随することを目的とする運用をパッシブと整理しておりますので、今回は指数にトラックする運用ということですので、パッシブとしております。では、パッシブの中ではどう分類するのかということですが、右下の表をごらんいただきたいのですが、従来からある時価総額型とスマートベータ型に並列する形でESGをひとくくり管理して運用評価を行っていくことを考えております。ここまでが、前回御指摘いただいたこととなります。

5ページをおめくりください。

これから執行部のほうでESG評価会社のガバナンス評価、現地のデューデリを行っていきますけれども、これについては従来のインデックスとはESG指数はかなり異なる点があると考えておりまして、スマートベータも含まれるかもしれませんが、指数の開発、評価に人が介する余地が大きいと考えておりますので、ESG評価の継続性、透明性、こういったことを確認する上で、デューデリを行うことは重要だと考えております。最終評価は、デューデリを行った後に行うことを考えております。

6ページにこれからの流れを記しております。

運用委員会が終わりました後、デューデリの対象を選定して、その後2月の中旬から中旬にかけて、現地でデューデリを行って、2月中、下旬の投資委員会におきまして、最終選考を行って、そのあとに提案者に通知を行い、手続、システム対応等を行っていくことを考えております。

ですから、システム対応等につきまして、現状どの指数を選ぶかによって、時期が変わってくるというところがありますので、いつから投資が始まるかということは明言できないところではありますけれども、ある程度ポートフォリオが構築された後、来年度の第1四半期中に運用委員会に選考結果と運用状況の報告、または今後の対応等につきまして御報告したいと考えております。

私からは以上です。

○新井委員長 どうも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、御質問をお願いいたします。

○大野委員 3ページでESG指数のA、B、C、テーマ型と総合型がありますけれども、特にTEを見ると結構乖離が出ています。テーマ型だとかなり業種が絞られたり、どういうテーマを選ぶかにもよるのだと思います。定義としては、指数連動はパッシブという分類をしているということなのですが、テーマ型は中身を見て慎重に検討したほうがいいのではないかと。むしろこれはアクティブに近いということもあり得るので、形式的に分類するよりも、中身を見ながらアクティブ、パッシブに振り分けていくということが必要なのではないのでしょうか。

銘柄総数が500社と記載があります。トータルなので、例えばテーマA、B、C、どういうテーマか、どの位の銘柄数になっているのか。特に業種が偏ってくると、アクティブに近い中身になるのだと思います。

●塩村投資戦略課企画役 御指摘のとおり、トラッキング・エラーにつきましては、かなり高いものもあるところでは。従来のパッシブと完全に同列で評価していいのかということについては、恐らくそうではないだろうと思っております。その評価方法については、また工夫していく必要があると考えています。

銘柄数につきましては、銘柄数を全部足し上げたものではなく、このパッケージに入っている銘柄が500銘柄弱という状況です。主には時価総額が大きい銘柄が比較的多いという形にはなっております。

○大野委員 実際、テーマ型を選ぶと何社ぐらいになりそうなのですか。大体の幅で結構ですので教えてください。

●塩村投資戦略課企画役 ここには入っていないものでは、数十というものがありますけれども、ここに入っているものではないです。

○大野委員 実態を見ていただいたほうがいいのかなという印象を受けましたので、よろしくをお願いします。

●水野理事 大野委員の御指摘に関しまして、つけ加えさせていただきます。

一つには、私どもが個別の銘柄のリストを実際に見て評価することになりますと、企業に対する意見などが入っていけないと考えておりますので、それぞれのテーマでインデックスベンダー側が、彼らが思うファクターを使って選んできたものをどう組み合わせるかと考えております。

この間、塩村のほうからも御説明させていただいたのですが、ESG指数、このグループ全体でTOPIXとのリスクリターンに余り乖離がないように運用したいとは思っております。

逆に、一つ一つのインデックスの中身について、中身を見て評価することになりますと、これは今回のESGの指数でやるという意味合いが薄れてきてしまいますので、そういう観点から、余り事前に個別の銘柄を見て、ここが入っているな、入っていないみ

たいなことはやらないと考えております。会社数、特に銘柄数に関しましては、今の一番少ないところぐらいの件数でありますと、私どもが投資できる金額が限られてきてしまいますので、今回の説明では1,000とそれぞれテーマ型は200ということになってはいますが、このあたりはもう少し銘柄数を考えながら慎重に個別に差をつけながらやるということもあると思っております。御懸念の点は頭に入れながら、最終的な組み合わせを決めさせていただければと思います。

○新井委員長 加藤さん、お願いします。

○加藤委員 コメントと質問です。前回は申し上げましたが、企業のESG評価に関してとにかく慎重にやってほしいというお願いです。今週、あるESG関連機関の方とお会いする機会があり、お話を聞いた所、日本企業のESG評価が低いことが多いということです。とてもいい会社なのに低い場合がある。理由は明らかで、評価機関が要求しているディスクロに対応していないということです。ディスクロはしているが、評価機関が要求しているディスクロをしていない。ということで、そこにマイナス点がついてしまっている。もちろん企業が評価機関の要求するディスクロをすればいいわけですが、そうすると、評価機関が選んだ指標に忠実に従わなくてはいけないということになって本末転倒になってしまう。企業との対話の場も活用して評価手法を検討してほしいということです。評価をどうするのかについては、ぜひ慎重にやっていただきたい。

それから一つ質問です。1ページ目の②パフォーマンスをどう考えるかの2ポツ目で、中長期的にリスク調整後のリターンの改善を目指すという所です。この場合どのような評価になるのでしょうか。要するに、TOPIX並みを想定しているとするれば、TOPIXと比較して超過リターンが出たかどうかという比較にはならないということになります。そうしたときに、リターンが改善されたかどうかということは、どう評価しますか。

●水野理事 ありがとうございます。

まず、1点目、評価の手法ですけれども、まさにおっしゃったような、日本企業が本来はESGに対していろいろと施策を打っておられるにもかかわらず、ディスクロされていないために、海外の投資家の評価が低いということ、今回のESG指数の採用によって、できるだけよいほうに変えていけないかと思っております。

最初から申し上げておりますが、そのために今回、評価の一つの着眼点としまして、どういうデータを使っているかということも明確にしてもらいます。例えば、ヒアリングでやって、アナリストが個別の意見で決めているというものに対して、できるだけ公表されたデータに基づいて客観的にやっているというもののほうが、今、言ったような効果は大きいと思います。そういう点において、企業側から見て、このファクターを評価されてもと思うようなことも入っているかもしれませんけれども、まずは効くと思われるファクターを出してもらって、それがディスクロされているかどうかを評価してもらいたいと思います。

でも、今は企業の側とのアセットオーナーフォーラムなどもありますので、そういうと

ころでもフィードバックを受けられればと思っております。マイナスになるかは定かではなく、多分、ゼロ点になるのではないかと考えています。というのは、ディスクロがない場合には、その加点がゼロになっているケースが多いのではないかと考えております。その辺も確認しておきます。突き詰めて言いますと、そういう形でESG評価会社のアナリストの評価、人の評価が入ってくるということですので、そういう観点からESG評価会社のガバナンス等についても、今回は力を入れて現地でミーティングを行うということにしております。今、先生がおっしゃったような、アナリストファクターと申しますか、ESG評価会社のバイアスにつきましては、きちんとできる限り見ていこうと思っております。

5年後の中間評価をどうするかということですが、トラッキング・エラーといわゆるボラティリティーをリスクだと捉えてリスクリターンを改善したかということでもやろうとすると、多分、加藤先生がおっしゃったような壁にぶち当たると考えております。そもそもテールリスクをマネージしようということで、ESGファクターを考えております。今、我々は、リスク管理のプロジェクトも、いろいろと進化させるためにやっておりますけれども、例えばシナリオ分析によるリスク管理とか、そういうものを使うとわかりやすい形でリスクリターンの改善が出てくるかもしれません。今、私たちが持っているツールのボラティリティー、TEだけをリスクとして捉えれば、先生がおっしゃったことが5年後にも起こる可能性がございます。それは5年の間に、私どものノウハウも高めていくということだと思えます。

念のためですけれども、5年程度で中間評価とあえて書きましたのは、ESGというのはそういうロングタームのものでありますよということで申し上げているのですが、毎年のマネジャー評価としては、当然ですけれども評価を行いますし、ESGの評価そのものも、我々が投資している間に、彼らの評価手法も改善していくのではないかと期待値も持っております。そこは、毎年見ながら、また先生方の御意見を伺いながら、進化させていこうと思っております。

○加藤委員 ちなみに、ディスクロしないとマイナスとつけているところがあるそうです。

●水野理事 ゼロではなくて、マイナスなのですね。なるほど、わかりました。

●塩村投資戦略課企画役 指摘しているものが妥当かどうかは見ていきたい。それが開示を促進させるのでしようけれども、かえってやっかいなことになりかねないので、それが妥当かどうかはしっかり見ていきたいと思えます。

○新井委員長 お願いします。

○佐藤委員 少し先走った質問かもしれませんが、最終選考が終わった後、その公表の仕方とか、マーケットとのコミュニケーションの仕方とか、それについては今どう考えられておられるか。というのは、先日の日経ヴェリタスの記事を見ると、タイトルからしてESG投資の号砲と書いてあり、動き出す巨鯨マネー、市場を変えると。あたかも、すぐ、しかも相当の規模でこれがスタートするかのよう表現されていますけれども、やはり事務局のほうでも相当慎重にいろいろと検討しておられるわけです。それから、随分何度も

回を重ねて議論しているわけですので、やはり、考え方といいますか、いきなり大規模に、しかも無鉄砲に進むわけではないということのコミュニケーションというのは割と重要だなと考えています。その辺について、お考えがあれば、少し先の話ではありますけれども、お聞かせいただければと思います。

●水野理事 このあたりは、本音で申し上げますと、いつも悩ましいところであります。

どちらかと言えば、控えめにやり過ぎれば、以前からお話しているマーケットに対するいい意味での影響ですとか、そういうものも進みませんので、ある程度、我々としてもはっきりと意欲を示していかなければいけない。一方で、余り急にやり過ぎると驚く人もいるということで、ここはGPIFが毎回悩ましいところなのです。

今回、1%、10%ということで、2つのシミュレーションを出させていただいていますが、やはり10%ぐらい国内株の分はやるというつもりで出していないと、単に実験しているようにしか思われなと思います。ふやしていくという方向性は出そうと思っておりますが、実際に公表できる時までということを見ると、本当に1%できるかできないかというところで、何らかのメッセージを外に出すという形になると思います。そのあたりは力かげんも含めまして、多分4月以降、運用委員会の先生方にも相談をさせていただくということにしようと思っております。

○新井委員長 お願いします。

●高橋理事長 今の点につきましては、大変大切なことだと思っております。公表の仕方、内容、方向性につきましても、執行部のほうで原案をつくりまして、5月か6月になるかわかりませんが、運用委員会に御報告させていただいて、そこで御意見をいただきまして、それでディスクロをするつもりであります。また御意見をいただければと思います。よろしくお願いいたします。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

それでは、本日事務局から御説明いただいた基本方針に従うということですが、委員の皆様からさまざまな御指摘、御意見をいただきましたので、それについて事務局のほうで御検討をいただいた上で、最終的にESG指数の選考を進めていただくようお願いしたいと思います。

続きまして、委員限り4乖離許容幅の遵守管理方針及び短期資産等の上限設定について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●西原運用リスク管理室企画役 これまでの運用委員会でも御報告させていただきましたけれども、いわゆるリスク管理の高度化、リスクリミットの設定で、まずは与えられております乖離許容幅の遵守管理方針をしっかりとやっていくということ、それからトラッキング・エラーのリミット管理ということが出てくるかと思えます。

さらに昨今、短期資産が高まってきているということで、論理的には各4資産最下限まで行くと、短期資産で31%まで持ってしまうということもあつたりするものですから、そういったものに対して上限設定をさせていただきたいという御報告でございます。

おめくりいただきまして2ページ目のところが、過去の抵触の経緯ということでお示し
してございます。今まで、国内債券につきまして、1回上限を超過したケースと、下限を
4回ほど超過したということがございます。表で申し上げますと、最初の平成20年10月の
が、例のリーマンショックのときでございまして、一時的に乖離幅を超過したというこ
とでございます。

それから、2番目でございますけれども、国内債券が下限を超過しております。このと
きには、いわゆる短期資産と外国株式売却資金を国内債券へ配分し、4半期末には解消し
ております。

3番目の国内債券が下限を超過したケースでございますけれども、こちらは一旦短期資
産に配分ということでございますけれども、運用委員会のほうで御審議いただきまして、
5月に基本ポートフォリオ自体を変更したと。変更後、6月末に解消したというケースで
ございます。

4、5番目につきましては、現行のポートフォリオに向けまして、4番目では26年度の
年度計画で超過を容認していただきまして、国内債券が下限を超過したままと。それから、
最後は、現行のポートフォリオに向けまして、さらにリバランスを実施したというケース
でございます。

次の3ページ目でございますけれども2.乖離許容幅の遵守管理方針、(2)基本方針で
ございます。具体的には乖離許容幅の内側に、アラームポイントを設定させていただき、
管理をしていきたいと思っております。

基本方針に書いてございますが、アラームポイントにつきましては、市場動向分析をも
とに当面の対応方針を策定する。乖離許容幅超過時の場合には、当然ではございませ
ども、市場への影響に配慮しつつ、乖離許容幅超過を解消するというところでござい
ます。

2ポツ目では、実際にアラームポイントをどのあたりに設定するのかということござ
いますけれども、私どもとしては、8割の水準に設定したいというところでございま
す。

理由は、こちらのレ点に書いてございますが、乖離許容幅を超過しないようなアクシ
ョンが取れる水準でということと、アラームの性質上、超過の頻度が余り多くない水
準ということを考えているところでございます。

最後の7ページ目を先に御説明させていただきたいのですが、(補足資料)乖離許容幅
のアラームポイントの水準比較という表を挙げさせていただいております。

4資産の左側の網かけは、現行ポートフォリオに向かう途中でございまして、ここは
超過しているということでございます。

こちらの表の赤が8割、緑が6割という水準を設定しております。違いが出てきますの
が、右上の外国債券のところでございますが、こちらの四角の網掛けのところござい
ますが、平成27年1月から6月にかけて、8割ですと超過しないのですけれども、6割の場
合ですと、ずっと超過している状況になっております。ちなみにこの時期は、外国債券の
マネスト変更ということを抑えてございましたので、あえて中心線には戻さなかったとい

う判断をしてございます。

こういったことを鑑みまして、また3ページ目に戻っていただきまして、8割の水準で設定をさせていただきたいと思っております。

3ポツ目は具体的なアラームポイントの数値ということで、上限と下限で書いてございます。8割といいますと、小数点が出てきますので、ややそれよりも保守的な数字で、整数値に定めております。

おめくりいただきまして、4ページ目なのですが、(3)アラームポイント・乖離許容幅超過時のプロセスについて御説明させていただきます。

当然、私どもはデイリーでこういう状況についてはモニタリングしているところがございますけれども、月末時点でアラームポイントもしくは乖離許容幅が超過している場合にアクションを起こしていくということであります。

翌月初にいきますと、アラームポイント超過時の場合には、GPIF内の執行部でございますが、役員、各部室長に報告という体制であります。それから、乖離許容幅を超過した場合には、運用委員の先生方にも御報告させていただくことを考えております。

実際に、GPIF内の投資委員会で対応方針を決定いたしまして、翌月以降の運用委員会で対応方針の御報告をさせていただくということを考えております。

以上が乖離許容幅のアラームポイントでございます。

次に3.短期資産等の上限設定について、3ポツで御説明させていただきます。

考え方といたしましては、リスク特性の近い円建ての短期資産と国内債券の構成比を合算いたしまして、国内債券の乖離許容幅に収める自主ルールを設けることとしたいと思っております。このルールは必要に応じて適宜見直すということでございます。具体的には平成28年9月末の残高・構成比をごらんになっていただきたいのですが、こちらの国内債券の構成比34.5%と、短期資産につきましては、GPIF運用分とそれから年金特会分に分かれますが、年金特会分はGPIFが管理することが困難であるということで、GPIF運用分に限定するというところでございます。したがって、こちらの34.5%にGPIF運用分の2.6%部分を加えた37.1%という数字ですけれども、これが35%±10%におさまるという自主ルールでございます。

ちなみに、口頭で恐縮でございますけれども、12月末時点では、国内債券+短期資産につきましては、先ほどの37.1%に比べて38.1%でした。それから、年金特会分につきましては、5.7%、9月末ですが、12月末時点では1.7%という状況でございます。

以上が、これまで何か危機時といいますか、そういった対応になった場合のルールでございます。通常どういう御報告をさせていただくのかということが5ページ目に書いてございます。

私ども、現時点では四半期ごとにリスクの状況を運用委員会にも御報告させていただいております。そちらでは、乖離許容幅内に収まっていることも御説明させていただいておりますが、今後はアラームポイントに抵触しているかしていないかということにつきま

しても、きちんと御報告させていただきたいと思っております。

それから、一番下でございますが、短期資産+国内債券も、上限値の45%内におさまっているということも御報告させていただきます。

当然ではございますが、現時点では4資産ともアラームポイントに到達していないということでございます。

6ページ目でございます。4. 今後の予定であります。

3点、冒頭に先ほど申し上げましたけれども、残るトラッキング・エラーにつきまして、資産全体で上限を定めて管理していくかどうかということも検討を進めていきたいと思っております。

また、現時点では外債について、トラッキング・エラーのリスクリミット管理をいたしますけれども、それ以外の3資産につきましても、こういった管理をするかどうかも検討を進めてまいりたいと思っております。

私からは以上でございます。

○新井委員長 どうも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、御質問をお願いいたします。

清水さん、お願いします。

○清水委員長代理 4ページの2. 乖離許容幅の遵守管理方針ということで、月末時点でのアラームポイントあるいは乖離許容幅超過のチェックということでしたが、必ずしもマーケットがすごく荒れたときに、それが月末に限らないという場合があるかと思うのです。

月末と置いているのは、あくまで便宜的なものであって、市場の状況によってはそうではないことも起こり得るという理解でよろしいのかというのが第一の質問です。

第二に、本ルールは必要に応じて適宜見直すこととする、と書かれています。マーケットが通常、多少荒れるということであれば問題はないと思うのですが、起こっては困ると思いますけれども、やはり国債のウェイトがすごく高いという中で、例えば日本国債が大暴落するようなことが起きたときに、いろいろなアラームが一斉に鳴り出してしまうようなことがあったとき、ルールを決めているがゆえに、例えば、大暴落している国債を買わなければいけないというようなことにならないか。そのようなことが起こったときに、果たしてどういう形で適宜見直すことになるのか、そういうことをいろいろ考えますと、余り細かくいろいろなルールを決めてしまうと、かえって動きづらくなったりするのではないかというのが懸念としてあります。そのあたりについてはいかがでしょうか。

●西原運用リスク管理室企画役 先生の御指摘の1点目につきましては、当然月末ということでもなく、デイリーできちんと見ていますので、マーケットもそういうボラタイルのときにはそういう対応もさせていただくということです。そこは先生の後者の御理解のとおりだと思っております。

2点目の御指摘は、まさしくそのとおりだと考えておりますので、そういう意味で、対応方針も何かあらかじめ機械的に設定しているわけではございませんで、マーケットの状

況に応じてきちんと臨機応変な対応をとっていくと。

ただ、一方で、市場への影響ということも配慮して、対応も考えていきますということでございます。確かに、余りいろいろ制約をすると、動きづらいというのはそのとおりだと思いますし、実際そういう中でのある程度の自主ルールというもの決めていくということのトレードオフといたしますか、バランス感覚といたしますか、そういう追求していくと考えているところでございます。

●水野理事 追加させていただきます。

自主ルールとそうでないルールの違いというものがあると思っております。まず、乖離許容幅というものは自主ではなく、きちんと明確なルールがございますので、それに抵触している場合は、基本的には乖離幅の範囲内に戻すという活動をするのですが、今、清水委員がおっしゃったように、その時々マーケットの事情というのがございますので、それをできるだけうちもいろいろな情報を入れて議論をしていき、かつ、途中で必要に応じて運用委員会の方々にも御相談できるという意味でアラームポイントというバッファを置いております。アラームポイントに抵触すれば、何か大きなことが起きている可能性もありますから、その間で議論をして、運用委員会の方にも諮っていくということです。

一応、期中にいろいろなボラティリティーが起きたときに、毎回報告していても、皆さんも逆にお困りになると思いますので、ルールとしては月末ですが、デイリーのモニタリングはしておりますということでありませう。

今、先生が言われた本ルールは必要に応じて適宜見直すというのは、短期資産は乖離許容幅の明確なルールがないものに対して、自ら逆に何も無いところにルールをつくって運用してみましようという話ですので、上のもともとルールがあつてその内側に線を引いておこうというものとは意味合いが違います。今回、何もなかったところにこういうルールをつくってやってみます。

もう一つ、西原が申し上げましたように、資産全体のトラッキング・エラーのルールなどをいろいろつくっていく中で、そこそこは関連性がありますので、必要に応じて、全体のトラッキング・エラーのルールができた中で、短期資産のルールがまた見直されるかもしれないし、そういう意味で書いております。ただ、我々のほうに必要に応じて機動的な運用をしてくださいということを言っているのは大変ありがたいのですが、中にはこういうルールがなく、執行部に任せるのが不安だから細かいルールをと言う人たちもいないわけではないのです。そこは、ルールもつくりながら、かつ、必要に応じてこういう対応方針を御相談しながらやっていくということで、距離感というか信頼感をすり合わせていくことをやろうとしておるわけでありませう。

○新井委員長 私のほうからなのですが、資産配分の調整のために、法律でも認められたわけですから、トランザクションコストの低いデリバティブの活用も御検討を始められたらいいのではないかと。GPIFは非常に大きな存在ですので、マーケットに与える影響等も配慮しつつも、前向きにデリバティブの利用も御検討をいただいたほうがよろしいの

ではないかと思えます。

●水野理事 そう思います。

○加藤委員 水野CIOから機動的運用という言葉が出ましたので、お伺いします。中心値から乖離幅の間の機動的運用ということだと思えますが、具体的な方針、方法論、あるいは、投資手法など、何か決まったものはあるのですか。

●水野理事 この基本ポートフォリオ以前はとにかく中心点を目指すという運用を行っておりました。

新しい基本ポートフォリオのときに、投機的ではない機動的な運用をしろということでしたので、それ以降はマーケットの状況に応じて、この間議論していただいたように、今、短期の資産がふえております。それはマイナス金利とか、こういう状態と、海外のリスク資産のボラティリティーの高まりに応じて、キャッシュを多目に積むということを乖離許容幅の中で運用としてあえてやっていくという状況が発生しているのです。そのとき、何かの方法論に基づいてやっているかという御質問に関しては、まだ確固たる方法論があるわけではないのですが、今、毎月の運用、投資委員会の中においては、それぞれの資産クラスの割安・割高の感覚や、リスクについての情報を入れた上で、乖離許容幅の中でアンダーウェイトやオーバーということが発生していることについてどう思うかということと、1カ月の範囲内において、どのアセットを追加で購入していくあるいは売っていくというもののオペレーションの是非を、個別に判断していつているというのを今、組み合わせてやっております。

もう少し、これがソフィスティケートされていくと、全体的にどのリスク量が常にどう動いてということがダイナミックにつかめるようになってこなければいけないと思うのです。そのあたりは今、いろいろと準備中であるということなのです。

唯一、答えられるとすれば、この2年間ぐらいにおいては、基本的にはリスクの総量は基本ポートよりも低い形で運用してきましたので、どちらかといえば、リスク・アパースな運用になっているとは言えると思います。それ以上は、こういう方針でやっておりますということまでは、正直、たどり着いておりません。鋭意努力中でございます。

○新井委員長 高橋さん、お願いします。

●高橋理事長 大変いい御指摘をいただきました。

我々も今、悩んでやっている最中なのです。一つは、今回、アラームポイントを設定させていただいたというのは、我々の自主ルールとして、乖離許容幅の中で何でもやるということではなく、さすがにアラームポイントを超えると少し戻す方向では考えたいという意味で提示させていただいています。

現実の運用は、方針というよりも現実に起こっていることに対してどうアクションを起こすかというほうが非常に大切だと思っております。水野も申しあげましたとおり、ブルジョットのときは、その前後からかなりリスクを避けようと思って、乖離許容幅の中でリスクを減らす運用をずっとしてきまして、トランプ大統領のときは、逆に言いますと、価

格が上がって買いおくれるリスクというのは11月以降に意識しましたので、その後多少目をつぶっても買い続けたというのが現実の運用であります。それは何か方針があってやっているわけではなくて、現実に行っていることを集めて、みんなで議論して、では新しく設定しましょうということをやっているわけです。

それが多分、我々に任せられていることなのですから、そうはいっても、基本ポートフォリオの4つの資産の比率について、許されている範囲内の8割近くに行くねというときは、さすがに少し考えなくては。ただ、8割を超えても、これだけクラッシュが近いときには、また別途の考え方があると思いますので、そこは多少一時的に乖離許容幅を超えても、月末、月末で起こったときには、例えばここは乖離許容幅を超えそうですが、今の状況はこういう事象だと判断しますのでこうなっていますということを説明し続けることだろうと思います。

ただ、ずっとそれでやるのではなく、何かうまいルールづくりが、やっていく過程でできれば、御相談させていただいて、例えばもう少しアラームポイントを厳格なものにしましょうとか、乖離許容幅についての議論についても、もう少し議論を深めましょうということで、会話ができれば一番いいなと思っております。

○佐藤委員 恐らく、チャイナショックのときやブレクジットときだったと思いますけれども、どういう状況になったらベルが鳴るのだと。つまり、運用委員会が開かれて、本気で対応を検討するとか、単なるリバランスだけではなく、もう一步踏み込んだ対応が必要になるのではないかとということで始まった議論と私は理解しております。こういう形で一つのバックテストをした上で、乖離許容幅の8割ぐらいのところには線を引くと、全然ベルが鳴らないけれどもないし、しょっちゅう鳴っているわけでもないという。これまでの経験と勘だけに頼ったオペレーションに比べると、一步運用委員会と執行部との間の本格的なダイアログの、いわばきっかけになるものを提示していただいたという、そういう感じで私は受けとめているのです。

そういう意味で、やってみて本当にこれがどういう形でワークするのか。どうせ今年はきっとボラティリティーが高いのだろうと思いますから、そういうダイアログのきっかけは出てくると思います。そのときに改めて議論させていただくと、大変参考になるかなと。恐らく、機械的に自主ルールを運用の一つの足かせにするということでお考えなのではなく、運用の上で、本格的に見直す一つの方法にするということなのかなと私は受けとめておりますので、実際にこれに沿って運用された感じをまた機会のあるときに御説明いただくと大変参考になると思います。

○新井委員長 ほかによろしいでしょうか。

それでは、次のテーマでござります。資料平成28年度スチュワードシップ活動報告について、事務局から御説明をお願いいたします。

●村田スチュワードシップ推進企画役 本報告につきましては、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れの対応として、年1回活動状況と、4月から6月の議決権行使状況

をあわせて御報告しているものとなります。

スチュワードシップ活動の御説明の構成としましては、1. GPIFの取組、2. 運用受託機関によるスチュワードシップ活動の取組と課題、3. 運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応という3本立てになっております。3ページからは当法人の取り組みとなります。

3ページをごらんいただきますと、まず、私どもにとって、スチュワードシップ活動を取り組む意義を御説明させていただいております。それを踏まえまして、次の4ページ目のところで、これまでの当法人の取り組み、5ページ目のところでスチュワードシップ推進活動における重点課題として3点挙げております。それを解決するための、この1年間の具体的な取り組みを5ページ目のところで記載させていただいております。個別のそれぞれの内容につきましては、6ページから12ページまでで御説明をさせていただいております。12ページのESG指数の公募、ここまでが当法人の取り組みとなります。

12ページの後、2番目の項目としまして、2. 運用受託機関によるスチュワードシップ活動の取組と課題について、14ページから16ページの3ページで御説明をいたしております。

14ページ目につきましては、昨年8月から10月にかけて、運用受託機関に対して、ヒアリングした結果をまとめたものとなります。スチュワードシップ活動に関しまして、この取り組みについてはよい意味で変化が出てきていると思う一方、やはり具体的に、例えばエンゲージメント活動となりますと、体制ですとか、投資スタイルによって、その定義や内容にまだ差があると思っておりますし、ESG課題の取り組みにつきましても、全般的にガバナンスですとか、議決権行使における考慮にとどまっております、具体的に、例えば環境ですとか社会、EやSといった課題に対する取り組みについてはまだ十分とはいえない状況と思っております。

続きまして、15、16ページにおきましては、前回、1年前の報告書におきまして、課題として指摘した事項の改善の進捗状況となります。

15ページでは、パッシブ運用におけるエンゲージメント、適切な議決権行使につきまして、昨年、取り組み状況が不十分と指摘いたしております。この1年での変化、状況につきまして、平成28年の状況の箇所に記載いたしております。

28年の状況としましては、パッシブ運用の受託機関におきましても、エンゲージメントを行うための専任者ですとか、専任部署の設置、体制の整備といったことが行われたのが確認されております。ただ、企業側からの評価という点で見ますと、まだまだエンゲージメントの内容ですとか、レベル感については差があるということも指摘されています。

なお、パッシブ運用の受託機関におきましても、エンゲージメントの対象を拡大するということを表明した機関ですとか、選定基準ですとかプロセス、こういったものを明確にした機関などもございまして、パッシブ運用の受託機関においても、一応意識の変化というのは見られております。ただ、今後、その取り組みの実効性の確認は必要と考えております。

また、何がどこまでできるか、あるいはできないのかといったことも含めまして、パッシブ運用受託機関に対しては、これまでの枠組みにとられない新しいビジネスモデルの提案をお願いしたいと考えております。

続きまして16ページ目に移りますが、こちらでは昨年、重大な課題として指摘しました、運用受託機関のガバナンス、親会社などとの利益相反についてになります。

この問題につきましては、当法人からこの1年間、かなり強く改善を求めてきたということもございまして、28年の状況としましては、新たに社外取締役の導入、社外取締役を中心とした第三者委員会の立ち上げ、利益相反の管理方針の新たな作成、具体的な内容の公表までしていただく機関もございました。そういう意味では、取り組みが大きく進んだ機関が多かった一方、残念ながら対応のおくれが目立つ機関も一部ございました。

また、議決権行使につきましては、一部の機関で利益相反の管理が十分でないということが疑われるケースもございました。

残された課題としましては、ガバナンス、利益相反防止の形式的な仕組みという点では、おおむね整ったものと思われまますので、これをより実効性のあるものにしていくための検証というのが今後、必要になってくると思っております。

また、議決権行使につきましては、特に親会社、グループ会社への議決権行使について、いかに恣意性を排除していくかといったことが、引き続きの課題と認識いたしております。

ここまでの当法人の取り組み、運用受託機関の取り組みと課題を踏まえまして、3. 運用受託機関への期待と課題、GPIFの今後の対応について、18ページでまとめております。

18ページにつきましては、左側に運用受託機関への期待と課題として6点挙げております。最初の5点につきましては、今、御説明申し上げました14ページから16ページで指摘した内容をまとめたものとなります。

最後の6点目につきましては、JPX日経400企業向けのアンケートなどで、企業からの声として、投資家のショートターミズムといったところが指摘されておりました。そもそも、運用会社の役職員の報酬体系というのがショートターミズムを助長するようなインセンティブの構造になっているのではないかという問題意識を持ちまして、新たに適正な役員報酬体系ということで課題として掲げたものになります。

右側のほうが、これらの期待、課題を踏まえまして、私どもの今後の対応として、こちらでも6点を挙げております。最初の国内株式運用受託機関によるコーポレート・ガバナンス報告書、統合報告書の活用につきましては、企業もかなり努力されておつくりになっているものになりますし、考え方が非常によく出ている報告になりますので、こういったものを活用していただいて、企業との対話を進めていただきたいということを、今後もお願いしていきたいと考えております。

2点目としましては、受託機関のスチュワードシップ活動への取り組みに関しては、これまで年1回のモニタリングというところから、スチュワードシップ責任に対する当法人の考え方を示しつつ、双方向のコミュニケーションをやっていかないといけないという問

題意識もあります。モニタリングから、運用受託機関へのエンゲージメントという形で、受託機関との対話を深めていきたいと考えております。

3、4点目は、受託機関に対して新しいビジネスモデルですとか、エンゲージメント、ESGインテグレーションといった新しい内容を求めている以上、私どもとして、そういった提案が出てきた場合の評価のやり方ですとか、手数料の体系は、今後検討していかないといけないと考えております。

5点目は、形式という点では整ってきておりますが、議決権行使を含む運用受託機関のガバナンス、利益相反防止、これらの実効性の確保のために、社外取締役ですとか、第三者委員会がどう機能しているかといった役割の確認というのは、今後していかないといけないと思っております。

6点目になりますが、基本的に日本版スチュワードシップ・コードについては、日本株を想定したルールとなっておりますけれども、今後は外国株の運用受託機関に対しても、日本国外でのスチュワードシップ活動や、ESG活動に関するヒアリングを法人として進めて行きたいと思っております。

最後に株主義決権行使状況の概要（平成28年4月～6月）につきましては、20ページ目以降で、国内株、外国株における行使の概要、行使の状況をデータとしてまとめてございます。

こちらの本報告書につきましては、来週ホームページでの公表を予定しております。英訳も準備でき次第同様に公表する予定でおります。

また、運用受託機関へのエンゲージメント、双方向の対話の一環としまして、本報告書の内容について、2月に国内株の運用受託機関向けに説明をいたしまして、意見交換をする機会を設ける予定でおります。私からの御説明は、以上となります。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの説明について、御意見、御質問等をお願いいたします。

私のほうから、毎回同じことを申し上げて非常に恐縮ですけれども、個人的には、パッシブ運用機関にスチュワードシップ活動を余り強要しないほうがいいのではないかという意見であります。パッシブ運用は非常にウエートも大きいし、GPIFの立場としてパッシブ運用機関はエンゲージメント活動等を行わなくていいとは言えないという御説明をいただいたのですけれども、そもそも、パッシブ運用機関は、スチュワードシップ活動とかの思考と違う運用哲学に基づいて投資しているわけですね。

そういうところにあえてエンゲージメント活動を求めるということになりますと、パッシブ運用のよさ、すなわち、企業情報収集にお金をかけないで非常に低いコストで運用ができ、インデックス並みのパフォーマンスを上げるという良さが失われる。パッシブ運用は、ファイナンス理論に基づく、ある意味合理的な運用手法であると思っております。そういう観点からすると、エンゲージメント活動の強要はパッシブ運用の原則を否定することになります。

現実論として、パッシブ運用をしているところは、国内株の場合、大手の信託銀行である。信託銀行にはアクティブ部門もあるではないかとおっしゃるかもしれませんが、GPIFは、パッシブ運用報酬として、非常に低い運用報酬しか払っていないと思います。その結果、アクティブ運用をやっているほかの年金スポンサーから得た運用報酬をもって、GPIFが要求するエンゲージメント活動の費用に充てることになってしまうと、問題ではないか。オーバーな言い方をしますと、産業組織論でいう優越的地位の乱用に当たるのではないかと思います。パッシブ運用機関については、方針についても一度検討なさったほうがよろしいのではないかと。エンゲージメント活動は、しかるべきスタッフを抱えて、しかるべき情報を持っているところが当たるべきだと思います。

もう一つ、運用機関というのはコンサルタントと違います。よい経営を行っているか否かという観点もゼロではないのですけれども、現在の株価が経営実態と比較して割安である銘柄を見つけ出して高いリターンを上げることを目指している。アナリストもそういう目的で分析をしているわけです。アナリストの業務は、コンサルタントと違いますから、経営の改善ということとは視点が違うと思います。そうは言っても、アクティブ運用機関のうち、しかるべきファンダメンタル分析に基づいて投資をしているところについては、経営者としても聞く価値のある意見を述べることもできるかもしれません。けれども、15ページに書いてありますように、パッシブ運用機関についてはGPIFが強いプレッシャーをかけると、経営者と何回面談したとか、機械的で表面的な、スコアを上げるためだけの活動が多くなって、企業の側も迷惑だろうと思うのです。ROEが何%以下ですね、上げてください。そんな質問してもしょうがないことを言っても、意味がないのではないかと。だから、この辺についてはもう一度よくお考えになられたほうがいいのではないかなというのが私の意見です。

●水野理事 ありがとうございます。

今の新井先生の御意見については、運用会社からも聞いております。実は、微妙な変化なのでお気づきいただけないかと思うのですけれども、今回の対応に関しては、そこを取り入れた形で書き直しております。それは何かと申しますと、去年はパッシブ機関にもエンゲージメントをしてほしいと書いていたわけですが、ことしはビジネスモデルの提案をしてくれと書いております。

これはどういうことかと申しますと、元に戻ってしまうのですが、我々がスチュワードシップ・コードを受け入れている以上、私どもの日本株の8割を預けているパッシブ機関に対して、スチュワードシップ責任を果たさなくていいよということはありませんので、スチュワードシップ責任は果たしてくださいということは当然言うわけです。彼らもスチュワードシップ責任を果たすということでコードに署名をしているわけですから、何かの形で果たしてもらい必要があるのです。けれども、スチュワードシップ責任の果たし方というのは、必ずしもエンゲージメントだけをやることではないと考えております。例えば、エンゲージメントをするにしても、2,000社のうち、TOPIXであれば何社にやるのかなど、

そういうことも含めて運用受託機関の側でビジネスモデルを提案してくださいと申し上げております。

新井委員長がおっしゃる形で、例えば運用機関の中には、エンゲージメントをするというリソースを持っておりませんが、ただ、どこよりもコストを低くやりますというビジネスモデルが出てくるということがあってもいいとは思っています。

私どもとしては、スチュワードシップ責任を果たすために、日本株の8割近くを預けているパッシブの運用機関にスチュワードシップ責任を果たす方法を真剣に考えていただくということをお願いせざるを得ない。

あと、海外のアセットオーナーと比べますと、基本的にパッシブの場合は議決権をアセットオーナーが行使しておりますので、実はその問題は発生しないのですが、GPIFの場合は、議決権の行使をアセットオーナーがするということが禁止されておりますし、コンサルティングに預けるといってもできないという、この環境下におきましては、日本の私どものビジネスとしてパッシブを預かる方々には、先生がおっしゃる普通のパッシブ、日本以外のパッシブの環境とは少し違うアイデアを出してもらう必要があるのではないかと思っております。それを今回お願いしています。

フィーにつきましても、優越的地位の乱用ですとか、アクティブの分を実はこちらにサブシディしているのではないかとということも、優越的地位を濫用しているつもりはありませんが、アクティブのフィーの分ですと持っているということはあるかもしれません。今回、そういう御批判もございますので、GPIFの今後の対応の中に、手数料体系も含めて、提案されたビジネスモデルに対して、我々としてもそれに合わせて変化をする準備をしておりますということを、今回はっきり書かせていただきました。我々からエンゲージメントをし、エンゲージメント先の会社をふやせということを行っているつもりはございません。

ただ、スチュワードシップ時代のと書かせていただきましたけれども、多分、パッシブに我々が求めざるを得ない付加価値が、スチュワードシップ・コード前後でも明らかに異質なものになっております。先ほど申し上げましたが、現在の環境においては、GPIFとしては、パッシブの運用者に対して、スチュワードシップ・コードの果たし方を真剣に考えてほしいということをお願いせざるを得ないということでございます。先生がおっしゃったような問題点は十分認識した上で、ことはこういう書き方にさせていただきましたので、運用会社の反応を見ながらやります。

エンゲージメントだと今回言わせていただきましたが、今までですと、我々が考えて一方的に通告して、そのとおりにやれと言われていたとどうも業界では思われていたようでございますので、今回は、私どももエンゲージメントします。つまり、双方向で議論を進めていきますという気持ちを込めまして、運用会社に対するモニタリングからエンゲージメントへの発展ということにさせていただきました。先生がおっしゃったような問題点は、その中で、運用会社と議論を進めていきたいと考えています。

○新井委員長 武田委員、お願いします。

○武田委員 御説明いただき、ありがとうございました。

今の議論は、GPIFにとってのステュワードシップ活動の意義は何かという点に基づいて考えたほうが良いと思います。3ページ目のスライドがGPIFのステュワードシップ活動の意義にあたると思います。確かに、パッシブのメリットとして、新井委員長がおっしゃられた点はございます。一方で、ここに描かれているような好循環、つまり中長期的な企業価値の向上が、全体のリターンの底上げにつながっていくことを考えると、8割近くのパッシブで、対話を進めていくことは必要なのではないかと思います。

もし強権的と思われる誤解があるのであれば、それはしっかり解いていく必要があります。昨年、一部の企業と対話をされていらっしゃるようですが、そういう動きに対して、なぜそのメンバーだったのかといったことも考えられますので、今後、より中立的に、公平に、透明性のある活動としていく必要があるとは思っています。常に改善していくべき点は改善していればよいのではないかと感じます。

○新井委員長 3ページに書かれていることに関連して言うと、アカデミックな研究結果によると、ブロックホルダーでファンダメンタル分析に基づいて長期投資をしている運用機関が保有銘柄を売却することがガバナンス面で効果があるというアメリカ等の実証研究があります。ところが、パッシブ運用については、そういう効果があるという、きちんとした研究結果は得られていないと私は理解しています。

●水野理事 おっしゃるとおりだと思います。

繰り返しになりますけれども、これだけの大きなアセットオーナーが、議決権行使とかステュワードシップ活動において、パッシブにこれだけ依拠しなければならないという環境が、多分日本にしか存在していないと思います。そのあたりの研究は進んでいないと私も理解しております。

これはコンセプトとして打ち出しているのですが、実証研究は多分されておらず、できればGPIF Finance Awardsをとるような若い人に研究してほしいと思っております。

本当に繰り返しになって恐縮なのですが、GPIFというのは実はかなり海外のアセットオーナーに比較しまして特殊な環境で活動しております。その中で、どうやって責任を果たしていくかということに、我々が知恵を絞ってやっておるわけです。もし、そのような問題点や、学術的な研究などに触れられまして、役に立つことがあれば、ぜひ、我々執行しているとそこまで頭が回りませんので教えていただきたいと思っております。できる限り知恵を絞ってやっていこうと思っておりますので、忌憚のない意見を是非、今後も教えていただければと思っております。

○新井委員長 ここで究極的に狙っているESGの促進ということ考えた場合、例えばファンダメンタル分析に基づいて投資をしているところに対して、GPIFが運用報酬をもう少しかさ上げして、もっときちんと分析して、売るべきときには売るというメリハリをつけた運用をしてくれというプレッシャーを与えたほうが、実は究極的にESG促進に効果があるのではないかと思います。一方で、パッシブ運用機関にプレッシャーをかけても、結局、極

めて機械的、表面的なことに流れざるを得ないと思うのです。確かにパッシブ運用のウェー
ートは大きいのですけれども、大きいからといって、予想されるパッシブ運用機関の表面
的なエンゲージメント活動が本当にESGの促進の役に立つのかということについては、ちょ
っと考えたほうがいいのではないかと私は思います。いろいろな実証研究の結果を踏まえ
て、何が効果的な手段かということを考えたら、私の申し上げたような方法の方が効果的
かと思います。

●水野理事 ありがとうございます。

本当に、我々も試行錯誤です。実際にやってみて、外資系の幾つかなどは、新しいパッシ
ブのステュワードシップのモデルについて、ビジネスモデルの提案をしてくれています。
そういうところが実際にワークするのかどうか。いろいろなビジネスモデルの提案が行われ
ると思いますので、そのどれがワークするかというのは、多分、運用会社側も試して
みないとわからないのだらうと思います。あと、委員長のおっしゃった、もう少しとがっ
た形で議決権行使をするようなエンゲージメントファンドというのか、そういうところが
活躍する環境のほうが、ESG促進には効果があるかもしれません。ではそういうところに
我々が2割、3割入れるということになると、マーケットが相当刺激されますので、今度
は刺激がされ過ぎる懸念があり、本当に考えなくてはいけなくて難しいではありますが、
先生がおっしゃったこともいろいろトライしていきたいとは思っております。いろいろな
意見やアイデアを教えていただければと思っております。

○清水委員長代理 手数料に関して、私も新井先生の御意見に賛成です。今、水野理事か
ら御説明いただいたように、新しい提案をしたところに手数料を検討するというのも、も
ちろん考え方としてはあると思うのです。新たにこういったステュワードシップ活動を全
体的にパッシブも含めて運用受託機関に要求するのであれば、本来であれば、全体的に手
数料をかき上げることが、本来されるべきことではないかというのが、運用委員として
ではなく、個人的な意見であります。

実際に、GPIFの手数料が各国レベルも含めたときはかなり低いというときに、これは何
がネックになってこんなに低いのかというのは、もしかするとGPIFなのかあるいは国なの
か、そのあたりはわかりませんが、新たにGPIFがこういったステュワードシップ活動をし
て、それを世界に広めていて、3ページのような日本経済の持続的な成長を求め、リター
ンの向上を目的としてやっているのであれば、それを大前提として全体的に手数料を上げ
るというのは、私はおかしな話ではないと思います。むしろ個別に何か提案したから上げ
るよりも、まずは全体的にかき上げできるのであれば、本当はそうするのが一番なのでは
ないかと思っています。

●水野理事 ありがとうございます。

それは大変難しいことであって、逆に運用会社からは、ずっと幾らぐらい上げてくれる
のですかと言われまして、そのたびに商品を作る前に、幾らなら買ってくれますかと言っ
ても、消費者は答えませんねと私は言っているのです。

そういう意味においては、今回はとりあえず、1年間でスチュワードシップの活動を評価して、それが不足だと思われるところに関しては、多分残高の上下で差をつける。

次は、今度はもう少し明確に、コストも含めた付加価値の提案があれば、フィーの見直しにも応じますよということでもあります。

一方で、アクティブに関しましては、フィー向上の後のアルファが昨年もゼロという段階において上げると言われましても、振る袖がございませんので、運用会社にはまず成績を上げてくださいということをお願いしている。我々ももっといいところを選ぶように努力いたしますということをやっておりますので、一律にこういうお願いをしておりますので上げますというのは、簡単ではございません。ただ、ここまで書くことによって、本気で我々がフィーの見直しも検討するのだということ、今回ははっきりと書いておりますので、この辺を運用会社さんに受け取ってもらえればと思っております。

○新井委員長 佐藤さん、お願いします。

○佐藤委員 今、水野さんがおっしゃったことの繰り返しになりますけれども、やはり、carrot and stickの使い分けということなのだろうなど。

要するに、我々の認識としては、パッシブ運用受託機関の意識不足、スチュワードシップに関する認識不足というのが基本的に最大の問題であると。そのときに持っているツールというのが、今のところstickしかなかった。carrotは対応がなかった。そこでやはり手数料のところ、少し色をつけてやると。ちゃんとした提案をしてきたところについては、それなりのインセンティブを与えるということが出来る一歩なのかなと思っております。ある意味、現実的な対応ではないかと私は感じている次第です。

何もやらないというわけにはいかななくて、後ほど御説明されるのだと思いますけれども、目に余るスチュワードシップ無視は、回収するというアクションに出るというのは、私はそれはそれで妥当なことだと思います。ということで、それなりにスチュワードシップ・コードについてのGPIFとしての考え方のスタンスは守っていく必要があると思っております。

○新井委員長 加藤さん、お願いします。

○加藤委員 別の質問で、18ページにあるGPIFの今後の対応の4つ目に関してです。エンゲージメントやESGインテグレーションの評価手法の改善とあります。ここでESGインテグレーションという言葉が出てきています。ESGインデックスのところ、先程来議論がありましたが、その時の評価手法とESGインテグレーションの評価手法、さらにSDGsに対する評価手法があると思います。これらの評価手法の整合性はどうなるのでしょうか。

●水野理事 まず、先ほどのESG評価会社の評価とこれは違っていて、運用会社が今、大体ESGについてどう思っておられますかと聞いたら、ほぼ100%の運用会社がESGインテグレーションしていると皆さん言います。逆に今は1年前とは様変わり、ESGをやっていないという運用会社がゼロになりました。そういう意味では、ESGを考慮してくれという私どもの1年前のメッセージは、ある意味十分浸透した。

では、次の段階としては、やっていますと言われているけれども、どうやっているかど

うかを見たらいいのだということに関して具体性がない、掛け声倒れになってしまいます。それで私ども1年間いろいろとノウハウを蓄積して、国際機関との連携も図った中で、PRIのガイダンスなど、いろいろと使えるものがあるという認識を持つに至りました。このあたりを使ってquestionnaireができておりますので、そういったものを使って評価していこうということなのです。

例えば、SDGsとPRIの整合性については、別のページにありましたけれども、コンセプトとしては表裏一体だという認識は持っているのですけれども、例えば、実際の評価で運用会社側がSDGsを切り口に説明をしてきたときに、我々がそれをESGインテグレーションの切り口から見てどう評価するかというのは、まだ課題が多いのです。世の中の議論そのものが整合性がまだとれておりませんので、手元にあるツールを使って、やれることからやっていくということなのです。とにかく、やりたいと思っていますが、ESGをやっていますというところまでは、もう確実に業界が来ております。ではどうやっているのですかという評価を我々もできるように努力しますという、済みませんが、ここは一生懸命やります宣言と、ツールをある程度は我々用意しておりますということを宣言したにすぎないので、もう少し頑張ろうと思います。

○加藤委員 やります宣言でいいと思います。くどいのですが、先ほどのESGインデックスの評価もそうですし、この評価もそうですが、GPIFが評価をすると、どうしてもそれが基準になりがちなので、ぜひ留意されて、評価基準を作っていただきたいと思います。

○新井委員長 それでは、次の議題に移りたいと思います。

委員限り5 平成二十八年度国内株式運用受託機関の総合評価結果についておよび委員限り6 平成二十八年度外国株式運用受託機関の総合評価結果について、事務局から御説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 それでは委員限り5、6、内外株式の総合評価につきまして、御説明させていただきます。

まず委員限り5、1ページ目をごらんください。

今回、アクティブ、パッシブ両方について評価をしました。基準としましては、定性4点、定量4点、合計8点満点の点をつけまして、6点に満たない先については、原則として一部資金の回収、警告を行うといった対応をとったものでございます。

まずは15ページ、後ろのほうでございます。評価の概観ということで、散布図を用意しましたので、そちらをごらんいただければと考えます。

台形の左上から右下に線が通っておりますけれども、これがちょうど総合評価点6点の線でございます。国内株のパッシブにつきましては、これを下回る先については、一部回収、警告という措置を原則どおりに行っているというのがG、F、Iといった運用機関でございます。

一方、下のほうにKとLという2つの運用機関がございます。こちらにつきましては、総合評価点は低い段階には留まってはいるのですけれども、これは実はスマートベータ型

の、従来アクティブであったものをパッシブに移行したといったことで、アクティブ時代のパフォーマンスを見ると、少しよろしくないということでございました。しかしながら、スマートベータとしては十全に機能しているということで、例外的に特段の対応をとらない方針で考えているものでございます。

それから、次のページの散布図をごらんいただければと思います。こちらもアクティブで同じような散布図をつくったものでございますが、6点を下回るU、特に定性点も悪い先につきましては一部回収、それからZは先に言った警告という対応をとると考えております。

ただし、6点をちょっと上回るのでございますけれども、Oという者については、定性面で課題があるということで、警告をさせていただき対応をとりたいと考えてございます。

幾つか個別の運用機関に対してコメントをさせていただければと思います。2ページ目をごらんいただければと思います。表の中で、E及びG、TOPIX/JPX400のパッシブファンドの運用をお願いしている先でございますが、こちらは村田からも説明させていただいたとおり、スチュワードシップの配点を、定性面で少しふやしました。その結果といたしまして、他社と比較しても、特に利益相反の弊害防止措置といった対応で劣っている先として浮上してきたものでございます。定性点が3点を切っている。結果として、総合評価点も5.7になってしまったという者であるということです。こちらにつきましては、原則どおり警告及び一部回収の対応をとりたいと考えているものでございます。

ページを進んでいただきまして、少し例外的な対応をしているということで、5ページ目をごらんいただければと思います。警告ファンドOということで、総合評価点は6.05ということで基準点を上回っているわけでございますが、定性面で課題がある。特にこちらの運用機関につきましては、

というのが売りであるところ

でございますが、それが私どもが採用して以降、余り機能していないということで、警告を引き続きいたしたいと考えているところでございます。

国内株式は以上でございます。

続きまして、委員限り6、外国株式の総合評価につきましても、同様に説明をしてまいりたいと思います。こちら16ページでございます。後ろのページをごらんいただければと思います。

こちらにつきましても斜線を引いてございます。この斜線がちょうど総合評価点が6点の斜線ということになっておりまして、パッシブでこの基準点を下回っておりますA、Bの先につきましては、原則どおり、一部回収、警告という対応をいたしたいと考えているところでございます。

それから、少し課題が多いのが、17ページ、アクティブのほうでございます。基準点を下回っている先が随分出てきているという状況でございます。このうち、定性面、定量面とも水準が劣悪でございますDという先につきましては、解約やむなしという対応で考え

ているところでございます。それからMという先については警告でございますが、残りのD、L、S、N、H、I、それからもう一つのMという先につきましては、定量点では少し見劣りがするわけでございますが、定性面での評価等を考慮いたしまして、例外的に回収、警告といった対応はとらない方針で考えているものでございます。

幾つかコメントをさせていただきます。2ページをごらんいただければと思います。パッシブの2つのファンドでございますけれども、特に定量面で見劣りすると。こちらにつきましては、
が機能していないということございまして、その投資判断の結果を厳しく問うていこうということございまして、このA、Dの2社については、一部回収という対応をとりたいと考えているものでございます。

それから、例外的な対応ということございまして、7ページ目の先をごらんいただければと思います。こちらは6点を下回っている先でございますけれども、例外的な対応をとる先というものが、7ページ目から9ページ目にかけて続いているということでございます。

簡単に申し上げますと、Hのファンドにつきましては、定量点は芳しくないわけでございますが、クオantzモデルの改良に大変熱心であるということで、足もとでこのモデルの改良成果が出てきているということでウォッチをしたいということでございます。

また、8ページ目にまいりまして、Iというファンドにつきましては、そもそもを持たないファンドということで、クオリティ重視という対応をとっておりますので、足もとのトランプ相場について行けないと。ただ、今後の来るかもしれないマーケット全体の下局面に備えて持っておきたいという対応でございます。

それから、LとDというファンドにつきましては、6点をぎりぎり下回っているということで、ここは運用面では健全であるということの評価して、継続して保有したいということでございます。

Nにつきましては、足もとの運用改善の結果が実って、随分パフォーマンスが戻っているところでございますので、ここで警告、回収といった措置はとらないといったことを考えております。

少し駆け足になりましたけれども、5、6は以上でございます。

それから、委員限り5、6の1ページ目の一番下の○のところで記載しているのですが、パッシブの定量評価のあり方につきましては、種々課題があると認識しているところでございます。こちらについてコンサルタントの意見も聞きながら、来年度総合評価に向けて、評価体系を整理したいと考えているところでございます。

私からの説明は以上でございます。

○新井委員長 どうも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、御質問等をお願いいたします。

○大野委員 事前にも申し上げたのですが、過去5年の結果を見ると特に外株のアクティブが、プラスアルファをとるどころか、数えると4勝8敗。国内はかなり頑張っ

いるのですけれども、分析を是非お願いしたいと思います。世の中全体が悪いのか、あるいはマネジャー・ストラクチャー、選び方のところでこうなっているのか、これを解析しておかないといけないと思います。ぜひ、今後の改善に生かしていただきたいと思います。ここは真摯に受けとめなければならないと思います。

そして、たしか前々回ぐらいの運用委員会で新井委員長もおっしゃっていましたが、そもそもGPIFでのアクティブの意義ですね。こういうことを踏まえながら、適正なアクティブ、パッシブ比率、こういったものを検討する必要があるのではないかと。新井委員長はむしろアクティブというのはやめて、パッシブでという御意見と私は拝聴しましたが、更に踏み込んでそういう御検討をされたらいかがでしょうか。5年経ったこの時点でこの結果を見て、私はそろそろ検討すべきだと思いますので、よろしくをお願いします。

●水野理事 ありがとうございます。

アクティブの結果が出ていないことに関しましては、我々としても十分理由の分析等を行わなければならないと思っております。最近では、私どもの評価とマーサーのレーティングをあわせながら、どちらの評価が結果としてすぐれていたのかというフィードバックや、実際にマーサーやラッセルがファンドの評価を行っているときに、どういうポイントを見ていて、うちが見ていなかった点がないのかというのは、こういうものも全部組み合わせてやっておりますので、まずは選ぶ能力についての改善を図っておりますし、現状の分析もしようと思っております。

アクティブとパッシブのバランスにつきましては、今までは是々非々というか、アルファの確度が高いと思われるものはやりますという説明で来たことに対して、結果論として、アクティブの結果が出ていないのだから、パッシブでいいのではないかと御批判を受けるのも当然だと思っております。そのあたりも今後、アクティブの意味合いについても議論しながらやっていきたいと思っております。

ただ、世の中にはアクティブでアルファを出すというマネジャーがおりますので、そもそもそれを我々が選ぶことが可能か。あと、マネジャーエントリーで応募がされているかということも含めまして、時間をいただいて分析をしたいと思っております。

○大野委員 ぜひ、マクロ的な解析と、個別でどうかというストラクチャーのこと、二面で分析をお願いしたいと思います。

○新井委員長 加藤さん、お願いします。

○加藤委員 日本株式ですが、ベンチマークインデックスを多様化されました。マーケットインデックスもTOPIXだけではなく幾つか付け加えました。さらにスマートベータを付け加えました。これは確か2年前の4月だったと思います。2年近く経ったので、その成果としてどういうことがよくなったのかということも是非一度評価していただいて、今後どうしていくのかということも一度お話しして頂けるといいのではないかと考えています。

●水野理事 了解しました。

○新井委員長 ほかによろしいでしょうか。

それでは、続きまして委員限り 7 専門人材等の確保に係る進捗状況等について、事務局から御説明をお願いいたします。

●井上総務部長 では委員限り 7、一枚ものの資料をごらんください。

職員採用状況の概要でございます。今年度は、27年度募集分の応募者に係る選考を、引き続き行いまして、運用専門職員が 2 名、正規職員 1 名の合計 3 名の職員を採用いたしました。

また、28年度に新たな募集を行いまして、追加でございますが、運用専門職員が 4 名、この中には正規職員からの転換者 1 名が含まれております。及び、正規職員 4 名の合計 8 名の職員を採用したところでございます。

結果、28年度は、直近29年 1 月 10 日までで、運用専門職員が 6 名、正規職員 5 名の合計 11 名となっております。

裏面をごらんください。直近までの職員採用に係る進捗状況を表にまとめたものでございます。

27年度中の採用実績は、表の左側 4 列目に合計がございまして。運用専門職員が 7 名、正規職員 6 名の採用を行っております。

その隣の数字ですが、27年度の募集分で、28年度に採用した方が 3 名となっております。

28年度のお応募者数ですが、表の右下のとおりでございまして、合計で 154 名の応募があり、直近までに 8 名の採用を行っているところでございます。

27年度及び28年度、直近までの採用を合わせますと、運用専門職員が 13 名、正規職員 11 名の合計 24 名の採用となっております。なお、現在、2 月 1 日採用予定の内定者 1 名がおりまして、若干御紹介申し上げますと、現在、大手不動産会社の海外現地法人のトップをされている方でございまして、オルタナティブ運用の不動産担当運用の専門職員として、2 月 1 日に採用することを考えております。

私からは、以上でございます。

○新井委員長 どうも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、御質問等をお願いいたします。

○佐藤委員 例の広報担当の方のお応募、採用の件なのですが、大分懸案だという、お互いそういう認識を持っていると思うのですが、やはり、チーフ・コミュニケーション・オフィサーで、しかも今、結構いろいろと説明しなければいけない機会というのがふえていらっしゃるのではないかと思うのですね。だから、もちろん何が何でも、質にかかわらずとにかく埋めてくださいということではなく、かなりのクオリティの高い方を当然要求されているでしょうし、英語でのコミュニケーション、日本語でのコミュニケーション、両方のコミュニケーションも当然必要でしょうけれどもね。この 8 名の方がそのめがねにかなわなかったということなのかもしれませんが、引き続き、ぜひ、その面は努力をしていただきたいと強く思います。

○大野委員 私も同感です。どうということがネックになって採用ができていないのか。英

語の問題でしょうか。理由をお聞かせください。

●三石審議役 いろいろなバックグラウンドの方、それこそ金融業界あるいは金融業界に限らず民間で広報を担当されている方々のご応募があるのですけれども、私どもの場合には、単に何かプロモーションをするというだけではなく、結構ディフェンシブな広報も大変重要ということです。

そういうことからいたしますと、もちろんさまざまな質問などについての的確にお答えができるということ、それからコミュニケーション能力が高く、マスコミの関係者の方々ともきちんとしていけるという意味で、民間の広報担当よりも、もう少しウイングの広い方がというハードルの高さがあるのかなというのを、面談などを通じて考えております。ただ、引き続き募集中でございますので、ぜひ、先生方の中で、これはという方がいらっしゃれば、ぜひ御紹介をいただけたらと思っております。

●水野理事 そもそも、広報に関しましては、応募者数が多くないのですね。いろいろとやってみているのですけれども、本当に難しいので、ぜひ、お願いします。

●藤原理事 ただ待っていてもいけないので、私どももいろいろ募集中ということは私どもの知り得る方面で連絡はしているつもりでございます。

ただ、英語に関して何か非常にハードルになっているという印象は必ずしもございません。非常に英語が堪能な方が実際に応募して見えるのですが、先ほど審議役のほうからございましたように、私どもの公的機関としての広報という立ち位置で御活躍いただくところで、ある意味、多少私どもも慎重になる部分はございますけれども、何とか頑張っ、早くいい方を確保したいと考えております。

○新井委員長 本日予定した議事は終了しましたが、前回の運用委員会で、菅家委員から問題提起されましたが、理事長の高橋さんの毎日新聞への寄稿の件について、前回時間がなく、議論が続けられませんでした。本日、あと10分弱ございますけれども、引き続き議論をしたいと思っておりますが、いかがでしょうか。

●高橋理事長 前回、私のほうで、時間がなくて舌足らずだったので、お時間をいただきまして恐縮です。

菅家委員からの御意見は、私なりに解釈させていただきますと、インカムの部分とキャピタルの部分に分けて説明したことにつきまして、そもそも制度上なりGPIFの目標として、トータルで名目賃金+1.7というのを長期的に安定的に実現していくということが目標でありまして、その内訳について、インカムを重視するとか、キャピタルをこうするということは書いていないのではないかと。そのこの位置づけというのは、はっきりしたほうがいいのではないかと御意見だったかと思っております。その点については、私のほうで説明を省略させていただきましたが、もともとトータルで利益を還元するというのが目標でありまして、その内訳については明確なものが目標として定まっているものではございませんので、そこはそのとおりで考えております。

したがって、私のほうで、説明に際して、長期安定的な部分ということで、インカ

ムの部分をやや強調し過ぎた部分があるかと思えます。その点については率直に反省しているところでもあります。

もう少しつけ加えさせていただきますと、ありていに言いますと、確かに説明の仕方によっては、もうアセットを持ってしまえば、自動的に配当なり利息が入ってくるからいいではないかという捉え方をされるのは、先ほども御議論させていただきましたが、自主基準としてアラームポイントを設けて、それぞれの価格の変化についてすごくきちんと見ていく昨今のボラティリティーの高い市場の中で、価格がどうだということを見ていくというのは、明らかに評価損益、いわゆるキャピタルの部分について、目を凝らして見ているというのは事実であります。

利息なり、配当をとるがために、このくらい持つとか、そういうことではないというもののまた事実でありますので、長期的な保有投資家として、ずっと持っていれば結果として利息なり配当がたまり、そこが安定的な財産の増える元になる。それは事実だと思えますので、説明の仕方としますと、愚直に同じ説明を繰り返すということにはなるかと思えます。現実の運用の行動とすれば、両方バランスをとってやっているのも事実でありますので、今後、説明の仕方等につきましても留意しながら、誤解を与えることのないようにしていきたいと思えますので、よろしく御理解のほどをお願いいたします。

○菅家委員 率直に記事を読んだ印象は、前段部分で今、理事長がおっしゃったように、利子配当収入を重視するということを強調されているということと、それが年金の運用に適しているという表現だったと思えますけれども、そういう書き出しになっていまして、ある意味、高橋理事長のこれまでの経験なり知見に基づく投資理論なり、考えということとは、それはそれで私は否定しないのであります。

ただ、GPIFの理事長という立場がございますので、まさにGPIFのミッションというものが、法律制度上きちんと定められているわけですし、中期目標として大臣から具体的に示されているわけでありますので、そのことを前提にしながら、どうしていくのかという物事の整理をしないと、ミスリードしてしまうのではないかという、私はそういう懸念を持ったので、前回、ああいう発言をさせていただきました。

運用のあり方について、理事長がもしかしたら何らかの意見をお持ちなのかもしれません。まさに今、年明けで1月でありますので、間もなく新しい人口推計が出るのです。それがスタートとなって、財政検証という議論になっていくわけでありますので、その中でぜひ、理事長としての見識を発揮していただきたいと思えますし、今の基本ポートの議論の時も、年金部会に設置される専門委員会で、さまざまな経済前提やあるいは積立金の運用のあり方についても、さまざまな前提条件がそこで決められて、それがGPIFに提示されるという、今の仕組みはそうでありますけれども、そういう一方的に上からおりてくるだけではなくて、相互にその過程でさまざまな意見交換があってもいいのではないかという議論も、どなたか委員の方から出された記憶がございますので、ぜひ、そういうことも含めてキャッチボールを年金局としていただきたいと思っております。よろしくお願

たします。

○新井委員長 それでは、本日はこれまでにしたいと思います。

事務局から連絡事項等があれば、お願いいたします。

●三石審議役 それでは、資料の取り扱いでございますけれども、冒頭にも申し上げましたように委員限り3 ESG指数の最終選考に向けて、委員限り5 参考参考資料、委員限り6 参考参考資料、そして委員限り7 専門人材等の確保に係る進捗状況等について、これらの資料につきましては、運用委員会終了後に、回収をさせていただきますので、机の上に置いていただきますよう、お願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

次回の日程でございますけれども、2月20日月曜日10時から、当法人会議室で開催をいたしますので、よろしくお願いいたします。

○新井委員長 それでは、第113回の運用委員会はこれで閉会いたします。

どうもありがとうございました。