

## 神野部会長

それでは、定刻でございますので、ただいまから第12回「社会保障審議会資金運用部会」を開催したいと存じます。

ことしも押し迫りまして、早くも師走でございますが、委員の皆様方におかれましては、師走の大変お忙しい中、かつ寒さも厳しくなっております中を御参集くださいます、本当にありがとうございます。御礼を申し上げる次第でございます。

委員の出席状況でございますが、本日は荒井委員、井上委員、植田委員、神作委員から御欠席との御連絡を頂戴いたしております。

議事に入ります前に、事務局から資料の確認をお願いしたいと思いますので、よろしくお願ひします。

## 石川資金運用課長

資金運用課長でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

まず、資料の確認をさせていただきます。

厚生労働省では審議会等のペーパーレス化を推進しております、本日の部会におきましてもペーパーレスで実施をいたします。

ただ、本日委員の皆様はタブレットを用意することができませんでしたので、委員の皆様には紙の資料をお手元にお配りしております。

本日お配りしております資料は、お手元を御確認いただきたいと思います、議事次第のほか、資料1「積立金基本指針の改正について」、資料2「GPIFの次期中期目標について（これまでの議論の整理）」を配付しております。

資料の不備等がございましたら、事務局へお知らせいただければと思います。

なお、傍聴される方につきましては、あらかじめ厚生労働省のホームページでお知らせしておりますとおり、御自身の携帯端末を使用させていただいて、厚生労働省のホームページから資料をダウンロードしてご覧いただくこととしておりますので、よろしくお願いいたします。

事務局からは以上でございます。

## 神野部会長

どうもありがとうございました。

カメラの方はいらっしゃらないようでございますので、議事に入らせていただきたいと思います。

本日の議事でございますが、お手元の議事次第でございますように、1つ目は「積立金基本指針の改正について」、これは報告事項でございます。2つ目は「GPIFの次期中期目

標等について」という2つの議題を準備させていただいております。

初めの「積立金基本指針の改正について」、これについて事務局から資料の御説明を頂戴できればと思います。よろしく申し上げます。

## 石川資金運用課長

それでは、資料1をお手元に御用意ください。積立金基本指針の改正について、本部会への報告でございます。

1ページ、「積立金基本指針の改正について」ということですが、この積立金基本指針は、1つ目の○にございますけれども、被用者年金の一元化後の積立金の運用が、長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針といたしまして、4省の告示として定めているものであります。

この積立金基本指針につきましては、いわゆる財政検証が作成されたときその他必要があると認めるときは、検討を加え、必要に応じこれを変更するものと法律上されているというものでございます。

GPIFを含む管理運用主体のこれまでの取組状況、取り巻く状況変化等を踏まえて、今般、各管理運用主体に共通する指針において、2点ございますが、ESGの考慮、ベンチマーク収益率による評価に関する改正を今般行うものでございまして、本部会への御報告の後、告示をする予定としているものでございます。

改正内容について順次御説明をいたしますが、2ページ、ESGの関係でございます。上段に背景等を記載しておりますので、これに沿いまして、まず御説明をいたします。

近年、環境や社会に関するリスク（気候変動等）が従前と比べて増大し、企業活動にも大きく影響する中で、国内外において、いわゆるESG投資への注目度が高まっております。また、ESG投資の規模が拡大しているところでもございます。

政府におきましては、2014年に「日本版スチュワードシップ・コード」が策定されまして、この中で機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況、ESG要素を含めて、企業の状況を的確に把握すべきであることなどが示されております。

一方、3つ目の○でございますが、国内外の広範な運用資産を有し、かつ長期投資家であるGPIFにおきましては、環境・社会問題などの負の影響を減らすことを通じて、経済の持続的な成長を促し、運用資産全体の長期的なリターンを向上させる、こういった観点から、スチュワードシップ責任を果たす活動の一環として、ESG投資をGPIFにおいて推進しております。また、2017年に、GPIFにおいて「投資原則」を改正いたしまして、ESGの考慮を含めたスチュワードシップ活動の対象を全資産へ拡大して取組を行っているところであります。

以上のような状況を踏まえまして、今般の指針につきまして、まず、ESG投資の取組の対

象を現行の株式から積立金全体に変更をすること。また、長期的な観点から行う積立金運用におきまして、投資先及び市場全体の持続的成長が長期的な収益の拡大に必要であるといったESG投資の背景となる考え方、さらには、ESG投資が被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から行われること、こういったことを基本指針に明確化し、各管理運用主体がESG投資を推進することについて個別に検討した上で必要な取組を行うこととすること。このような内容をこの積立金基本指針に盛り込むこととするものでございます。

3 ページ、もう一点の改正内容についての御説明でございます。まず、上段の背景等についてであります。GPIFをはじめとする管理運用主体におきましては、従前は、資産規模が大きく、また、市場への影響等を考慮すると機動的に資産配分を調整することが難しいという点を考慮して、運用資産全体に対するベンチマーク収益率による評価を評価項目とはしてきませんでした。

一方、GPIFの中期目標における運用の目標は、「必要な運用利回りを長期的に確保できるようなポートフォリオを定め、これを適切に管理すること」、これをGPIFの中期目標における目標としております。このようなポートフォリオ管理の観点からいたしますと、ベンチマーク収益率による評価におきましては、各資産の運用利回りに対する評価（個別資産要因の評価）だけではなくて、複合ベンチマーク等によって資産全体の運用利回りに対する評価を行うことによって、基本ポートフォリオ対比での資産配分要因の評価を行うことが重要であると考えております。

3つ目の○、現に、各管理運用主体が定める「管理運用の方針」におきましては、複合ベンチマーク収益率を用いて、運用資産全体の収益率との乖離要因の分析を行うこととしておりまして、GPIFにおきましても、当該分析結果を業績評価にも活用しているところであります。

以上のような点を踏まえまして、今後のより一層適切なポートフォリオ管理や業績評価に資するように、複合ベンチマーク等による運用資産全体の運用利回りに対する評価を行うことを、今般基本指針に明確化することとするものであります。

ただ、業績評価の際には、各管理運用主体の資産規模によっては、資産配分を必ずしも機動的に調整できないことについては引き続き留意する必要があると考えております。

改正内容についての御説明は以上でございます。よろしく願いいたします。

## 神野部会長

どうもありがとうございました。

ただいま御説明いただきました件につきましては報告事項でございますので、御質問等があれば頂戴したいと思います。いかがでございますか。

徳島委員、どうぞ。

## 徳島委員

改正内容についての異論ではございません。積立金基本指針については、管理運用4主体に影響するものという形なので、今回の指針改正の趣旨と必ずしも合致していない運用方針等を従来お持ちの管理運用主体があると承知しております。そちらについては、当然、新しい指針に合わせた形での改正が求められるという理解でよろしいでしょうか。お願いいたします。

## 神野部会長

いいですか。よろしく申し上げます。

## 石川資金運用課長

この指針につきましては、おっしゃるとおり4つの管理運用主体に共通する指針でございますので、その趣旨を踏まえて、各主体において今後適切に対応されていくべきものと考えております。

## 神野部会長

ほか、いかがでございましょうか。

平川委員、どうぞ。

## 平川委員

ありがとうございます。

基本指針の改正、最初に背景のところですがけれども、3つ目の○です。GPIFとして最終的にどのような背景でどういう取り組みをしているのか書いてありますけれども、「環境・社会問題などの負の影響を減らすことを通じて」というところと「経済の持続的な成長を促し」と。そして、その結果「運用資産全体の長期的なリターンを向上させるため、ステewardシップ責任を果たす活動の一環でESG投資を推進している」という記載があります。これは確認になりますけれども、この「環境・社会問題などの負の影響を減らすことを通じて」という文言、もしくは「経済の持続的な成長を促し」ということはあくまでも背景であって、本来的なGPIFの目的はここではなくて、被保険者の利益のために長期的な収益を確保するというのが本筋の目的なのだとおっしゃるけれども、それを確認させていただければと思います。

以上です。

## 神野部会長

これも課長からお答えいただいでよろしいですか。

## 石川資金運用課長

ありがとうございます。

GPIFの運用の目的は、御指摘いただいたような被保険者の利益のために長期的な収益を確保するというところでございます。それがESG投資の目的であると考えておりますので、御理解いただければと思います。

## 神野部会長

よろしいですか。

ほかに御質問があれば頂戴しますが、いかがでございますか。よろしいですか。

それでは、委員の皆様方には、こうした基本方針の改正につきまして御承知おきいただきたいと思ひます。

厚生労働省におかれては、告示に必要な手続を今後進めていただければと思ひます。よろしくお願ひいたします。

次の議題に移らせていただければと思ひます。第2番目の「GPIFの次期中期目標等について」という議題に関連して、事務局から資料について御説明いただければと思ひます。

## 石川資金運用課長

それでは、資料2をお手元に御用意ください。「GPIFの次期中期目標について（これまでの議論の整理）」でございます。

1 ページ、これまでの議論の経過及び今後のスケジュール等を示したものでございますが、上段に記載しておりますとおり、本年10月以降、GPIFの次期中期目標に向けた検討を本部会において進めてまいりました。その際、※で書いておりますけれども、GPIF改正法附則の規定によります施行後3年を目途とした運用のあり方の検討も含めて、これまで御検討いただいたところでございます。

今後のスケジュールといたしまして、来年以降、順次、中ほどに記載しておりますとおり、本部会におきまして、次期中期目標（案）の御審議、次期中期目標（案）の諮問・答申、それを受けて、厚生労働大臣がGPIFへ次期中期目標を指示し、GPIFから提出された次期中期計画（案）の審議（諮問・答申）を来年順次進めていく予定でございます。

下の枠囲みでございますが、これまでGPIFの次期中期目標に向けた検討に当たって、以下の点について議論を進めてまいりました。4点でございます。

マル1、GPIFの運用に求められる基本的考え方。

マル2、長期的かつ安定的に運用収益を確保するための取組。その中で、ポツでありますような、長期的な収益確保のための分散投資の推進等、スチュワードシップ責任を果たすための活動、ESG投資、さらには、運用対象の多様化として収益確保の観点からのオルタナティブ資産への投資ということについて御議論をいただきました。

マル3、長期運用の考え方や取組についての国民への情報発信。

マル4、高度専門人材等の確保・育成について議論を進めてまいりました。

また、あわせて、本年11月にGPIFから現状の取組等についてヒアリングを実施いたしました。

以上を受けて、次のページ以降に、4つの項目ごとに、これまでの議論等を整理しておりますので、順次御説明をまいります。

2ページ、マル1、GPIFの運用に求められる基本的な考え方についてでございます。

右上にありますように、第10回の前々回と第11回の前回の部会での御意見をそれぞれ分けて整理しておりますが、この2ページにあります、基本的考え方に関するこれまでの御意見については、いずれも前々回の御意見になります。

改めて御紹介いたしますと、上から順にポイントだけ申し上げますと、GPIFの運用に求められる基本的な考え方をいま一度心によく刻む必要があるといった御意見ですとか、2つ目のように、専ら被保険者の利益のためということや、他事考慮ができないこと、市場への影響等については、改めてしっかりと確認していく必要があるということ。また、3つ目ですが、GPIFがESG投資など様々な活動をする中で、常に原理原則として戻るべきところは「専ら被保険者の利益」や「長期」であるということ、それを具体化したものとして「他事考慮をしないこと」であるということ。4つ目、長期的かつ安定的に経済全体の成長の果実を獲得していくことは非常に重要であること。このような御意見をいただいたところでございます。

それを踏まえまして、3ページ、次期中期目標において、次の事項に留意することが適当ではないかということで整理をいたしております。

まず、上段のほうですが、年金積立金の運用に当たっては、制度上の枠組みを前提として、引き続き、適切な運用及び組織運営に努めていくことが必要であるということで、少し長くなりますが、制度上の枠組みについて、マル1からマル3で記載しております。

まず、法律の条文に沿って、年金積立金の運用は、年金積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の年金給付の貴重な財源であることに特に留意し、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的として行うということ。これにより、「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて他の政策目的や施策実現のために年金積立金の運用を行うこと（他事考慮）はできない仕組みとなっているということが1点目でございます。

2点目は、外部運用機関への委託運用においては、投資判断の全部を一任する投資一任契約の締結により行うことと法令上なっております。これによりまして、GPIFが金融市場や企業経営に直接の影響を与えないように、株式運用に当たっては、特定の企業を投資対象とする等の個別の銘柄選択や指示をすることはできない仕組みとなっているということでもあります。

3点目は、GPIFの中期計画につきましても、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ、安全かつ確実を基本とし、運用が特定の方法に集中せず、かつ、法律上の目的に適合するものでなければならないということも法律上記載しております。こういう点が制度上の枠組みとしてございます。

このようなことを前提として、引き続き適切に運用等を進めていくことに努めていくことが必要ではないかという整理をしております。

また、下段のほうですが、年金積立金の運用に当たっては、以下の基本的な考え方を踏まえることが求められるとしておりまして、これも3つございます。

1つ目は、GPIFは長期の運用機関でございます。こういったことから、株式市場や為替市場を含む市場の一時的な変動に過度にとらわれることなく、資産の長期保有により、利子や配当収入を含めて、長期的かつ安定的に経済全体の成長の果実を獲得していくことが重要であること。

2つ目ですが、公的性格を有するGPIFの特殊性に鑑みると、公的運用機関としての投資行動が市場の価格形成や民間の投資行動等をゆがめることがないように十分留意することが求められること。

3つ目は、運用資産額が160兆円であるGPIFは、世界最大級の機関投資家でありますので、GPIFの投資行動が市場に与える影響が大きいことに十分留意することが求められること。

こういった基本的な考え方を踏まえることが求められるというように整理しております。

4ページ、2点目の論点事項として、長期的かつ安定的に運用収益を確保するための取組のうち、分散投資の推進等についてでございます。

これまでの御議論におきましては、これは前回の御意見であります。1つ目は、GPIFの運用目標は賃金上昇率プラス1.7%を最低限のリスクで確保するということであるが、本当に目指すものは何かということを引き続き議論をお願いしたいという御意見。また、年金積立金の運用においても、株式の運用等であればパッシブ運用がこれからも基本になるのではないかといたした御意見がございました。

以上を踏まえまして、次期中期目標においては、次の事項に留意することが適切ではないかということで、年金財政上必要とされる長期的な運用利回りを確保するよう、長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これに基づく分散投資を基本とすること。また、安定的な収益確保のために、運用手法の見直し、運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組の推進が必要ではないかという整理をしております。

5ページ、スチュワードシップ活動、ESG投資に関してでございます。

これもさまざまな御意見をいただきましたけれども、前回の御意見を御紹介しますと、一番上の御意見でございます。GPIFが熱心にスチュワードシップ活動に取り組んでいることを高く評価しているが、債券の場合にはどのような形で何を根拠にスチュワードシップ活動をしていくのかの方針を明らかにしておくことが重要である。株式と債券の間で利益相反が生じることについて、それぞれどのように取り組むのかは難問であり、スチュワードシップ活動の際に配慮していただければありがたいという御意見がありました。

また、一番下の御意見ですけれども、前回、GPIFとしてこうあるべきだというものを持った上でESGの活動に参加していくことが重要であるという御意見をいただきました。

さらに6ページ、いずれも前回の御意見でございましたが、ESG投資について、社会的課題の解決を強調し過ぎると、逆に政治的な介入等の問題も出てくる。そのようなおそれ、つまり「世の中に役に立つのだから、こういうところに投資しろ」ということにもなりかねないので、あくまでもリターンの向上のためにやっているということを、きっちり考えていただきたいという御意見。

また、ESG投資に関して、GPIFから「あくまでツールである」という説明があった。GPIFには空気に流されることなくどっしりと取り組んでいただきたいという御意見。

さらに、GPIFから「ツールとしてのESG」という説明があった。社会正義のためにESGを進めていくということになりがちな面もあるが、GPIFの本来の役割が何なのかが見えなくなる。それについてしっかりと議論し、その上でどういう組織体制が必要なのかを考えていくべきではないか。このような御意見をいただきました。

以上のようなことを踏まえまして、次期中期目標において、スチュワードシップ活動、ESGに関して、次の事項に留意することが適当ではないかということで整理しております。

まず、スチュワードシップ活動に関しては、1つ目の●ですが、年金積立金運用の目的のもとで、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、市場等への影響に留意しつつ、スチュワードシップ活動を一層推進することが必要であるとしております。

また、2つ目の●ですが、これは先ほどの積立金基本指針の改正を踏まえたものでもございますが、投資先及び市場全体の持続的な成長が運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、ESG投資を推進することについて、被保険者の利益のために長期的な収益確保を図る目的で行われるものである等といった年金積立金運用の基本的な考え方に留意しつつ、取組を進めることが必要である。併せて、ESG投資がGPIFの運用に求められる基本的な考え方に則って行われているかを継続的に検証していくことが必要であるとしております。

さらに、スチュワードシップ活動、ESG投資を進めていくための体制整備を進めることが必要であると整理しております。

7ページ、運用対象の多様化、オルタナティブ資産への投資に関するものでございます。

これまでオルタナティブ資産への投資に関しまして御意見をいただきましたが、前回は、この4つのうち下3つの御意見をいただきました。



御紹介をいたしますと、全体のGPIFの体制のあり方と比較すると、オルタナティブ投資を一方向的に拡大していくことが本当にいいのか、慎重に検討しなければならないのではないか。

また、オルタナティブ投資については、ファンドを通じてとはいえ、いろいろなインフラや不動産に投資していくために運営上のマネジメント体制をとるのは大変であり、専門性が高い人材も必要で、コストがかかる。必要なリターンを実現するためにどこまで進めていくのかには若干懸念があるので、慎重に検討してほしいという御意見がございました。

また、オルタナティブ投資については、目標をいつまでにいくらということを決めると、質のよくないものをつかむ可能性もあるので、少しずつ進めていくべきである。投資機会を広い視野で確保する、リスク分散を図る意味からもオルタナティブ投資は進めてほしい。適材を確保して、適切なインセンティブを与える工夫も含めて、少しずつでも進めていけばいいのではないかという御意見をいただきました。

以上のような御意見を踏まえまして、次期目標における留意点といたしまして、下に整理しております。

このオルタナティブ投資については、伝統的資産とリスク・リターン特性が異なり、分散投資の観点から投資の有用性があるとの観点に立って投資を行うものでありますが、このオルタナティブ投資については、伝統的資産との投資手法の違いや固有のリスクを踏まえて、ミドル機能及びバック機能の充実をはじめとした体制強化を図りつつ、伝統的資産とは異なるオルタナティブ資産固有の考慮要素について十分に検討した上で進めることが必要である。また、リスク管理及び収益確保の観点からの検証を継続的に行うことが必要であると整理しております。

以上が収益確保に関する事項でございます。

8ページ、マル3の国民への情報発信についてでございます。

これについては、非常に多くの御意見を頂戴いたしました。前回の御意見を御紹介いたしますと、8ページの上から2つ目であります。一般の方々へのGPIFの認知度が目立って向上しているわけではない一方で、よく知っている方のGPIFに対する信頼度は非常に高いという結果も同時に示されている。このあたりの検討も引き続きお願いしたいといった御意見。

また、上から4つ目ではありますが、プロ向けへの説明の効果は、それなりに上がっている。次期については、その継続と同時に、一般向けの理解度を上げることを中期計画の柱にしてほしい。今の金融の潮流、超低金利でどれほど大変なのか、一般の国民にも基本的なところをわかっていただくための説明もお願いしたい。また、GPIFに対する理解度について、簡単に測定できるものではないことは理解するけれども、より客観的な調査や定点観測のような枠組み、どのように数字をとって理解度を上げていくのかを検討してほしい。こういう御意見をいただきました。

また、一番下でございますが、運用の広報とあわせて、年金制度そのものの周知や理解

度を高めていくことを、厚労省と連携して行っていくべきではないかという意見もございました。

9ページ、上から2つ目ではありますが、前回の部会におきまして、メディア向けの広報が非常に大事なので、引き続きお願いするという御意見をいただきました。

また、その次の上から3つ目ですが、長期投資やリスク分散ということを引き続き広報していただきたいという御意見。

さらには、下から3つ目でございます。GPIFのESG投資の考え方（ツールであること）や取組を国民に粘り強く説明していくことが、長い目で見て被保険者の利益になるのではないか。そのような説明を続けることによって、国民の関心を長期的なところに集めていく、それが短期的な意見に流されることなく長期的なGPIFのゴールを追求していくという点で有効ではないかという御意見をいただきました。

また、ESG投資の効果検証をきっちりやって開示していただきたいという御意見、さらには、オルタナティブ投資について、一般の方にもわかりやすい情報開示の工夫をお願いしたいといった御意見をいただきました。

以上を踏まえまして、10ページ、次期中期目標において留意することが適切ではないかという事項につきまして、GPIFにおいて、国民の関心等に応じて戦略的に情報発信や広報活動のあり方を検討し、専門家のみならず国民やメディアに対する情報発信や広報活動の一層の充実に継続的に取り組むとともに、その評価や効果の把握・分析に努めることが必要であるとしております。

また、長期運用機関であるGPIFの特性に応じた運用の状況、年金積立金の役割、長期分散投資の効果等について、厚労省とも連携して、引き続き、わかりやすく情報発信していくことが必要である。

また、スチュワードシップ活動やESG投資につきましては、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点からの取組であることを踏まえ、スチュワードシップ活動やESG投資の意義をわかりやすく情報発信することが必要である。また、オルタナティブ投資についても、投資手法や投資対象等をわかりやすく情報発信することが必要であると整理しております。

11ページ、4つ目の柱、高度専門人材等の確保・育成についてでございます。

前回の部会におきましていただいた御意見といたしましては、11ページの上から2つ目ではありますが、高度な専門性を持った方が長期的な観点から業務に携わることで、専門性を持った方々を長期的に確保していくこと、より長く定着して知識を重ねていくような対応も同時に必要ではないかという御意見をいただきました。

また、それと趣旨が近いのですけれども、人材の確保自体も、短期ではなく一定程度責任感を持ってGPIFで継続して勤務していただけるような体制や環境整備も重要であるという御意見がございました。

また、下から3つ目ではありますが、オルタナティブ投資やESG投資などの新しい課題に対

して、リスク管理も含めて、どういう体制を整備していくのかということ、次期中期目標の重要な柱の一つとするべきではないかという御意見。

また、GPIFの職員は民間との行き来が前提であり、リスク管理が極めて重要ではないかという御意見。

さらには、運用リスク管理というのは、GPIFの組織全体のリスク管理、さまざまな経営リスクを含めて考えていく必要がある。民間金融機関の場合には、統合リスク管理といった組織のしつらえに最近ではなっており、将来的にはそのような方向を目指していただきたいという御意見をいただきました。

さらに12ページ、内部統制の盤石化は大前提なので、引き続きお願いしたいということ。

また、コンプライアンスの体制の整備がやや遅れぎみではないか。その確立を次期中期目標に入れて、具体的に説明できるように検討してほしい。内部の通報や外部からの情報のルートの設計、組織全体の規律づけについて、しっかりと対応いただきたい。

また、GPIFの組織がある程度の規模になってきたところで、組織に対するエンゲージメントやモラルの維持には人事面の施策がますます重要になるので、そういったことも踏まえた計画にしていきたい、こういう御意見をいただきました。

以上を踏まえまして、この高度専門人材に関しては、次の点に留意することが適切ではないかということで整理いたしております。

まず、GPIFの運用は、外部運用機関への委託運用が中心であることや、効率的な業務運営体制を確立していく観点に特に留意しつつ、運用の高度化・多様化に伴う高度専門人材の確保・育成・定着を図る必要があること。

また、組織が大きくなることで生じ得る内部統制上の課題を把握しつつ、国民の一層の信頼を確保するように、運用の高度化や多様化に対応したリスク管理体制、法令等の遵守の確保等を的確に実施するための内部統制体制を一層強化することが必要であると整理しております。

以上が、これまでのこの部会における議論の整理及びそれを踏まえた次期中期目標における留意事項を整理したものでございます。

説明は以上でございます。よろしくお願いたします。

## 神野部会長

ありがとうございました。

事務局のほうで私どものこれまでの部会での次期中期目標についての議論を整理していただきまして、その資料を御説明いただいたわけですが、本日はこの資料に基づいて御議論を頂戴したいと思います。御説明していただいたことについて、御質問あるいは御意見がございましたらいただきたいと思っております。いかがでございましょうか。

河村委員、どうぞ。

## 河村委員

御説明ありがとうございます。

今までの議論を踏まえて、今後のまとめ方、中期目標のまとめ方の方向性を打ち出していただいて、感謝申し上げます。

2カ所ほどで御質問と意見がございます。1カ所目は基本的な考え方のところなのですが、3ページです。下半分のところで「年金積立金の運用に当たっては、以下の基本的な考え方を踏まえることが求められる」とお書きくださっているところのマル2とマル3、この御指摘いただいている2点はわかる気もするのですが、違いがややはっきりしないような気もしまして、そのあたりをどうお考えになっているのかを御説明いただければと思います。それによっては少し表現ぶりを変えるとか、順番もこの並べ方でいいのかという気もいたしまして、年金局の御説明を伺えればと思っています。

もう一点は6ページ、ESGのあたりなのでありますが、これまで本当に委員からいろいろな意見が出ていまして、それをうまくまとめていただいていると思うのです。これも水色の四角で囲まれているところで、今後の中期目標の取りまとめ方の方向性なのですが、2つ目の●で、進め方として「基本的な考え方に留意しつつ、取組を進めることが必要である」と。そして、下から3行に「併せて、ESG投資がGPIFの運用に求められる基本的な考え方に則って行われているかを継続的に検証」とお書きくださっているのです。もちろんぜひこうやって入れていただきたいと思うのですが、確かにESG投資は走り出してそんなに年がたっていないところだとは思いますが、これだけではなくて、本当にこの狙いとしている中長期的な意味での安定的な収益確保につながっているのかどうかも検証していく枠組みもあわせて整えていくべきなのではないか、それも盛り込んでいただくことを御検討いただけないかということでもあります。

確かにこの投資は2年や3年で結果が出るような話を追い求めてということではないので、もちろんもっと長い目で見てどうかを検証していかなければいけないと思うのですが、さはさりながら、こうやって本格的に取り組みを進める上では、今のような割と最初の段階から実際にどういうメリットというか、投資の対価が得られているのかをきちんと確認していく。それももちろん短期的なところの数字に振り回されることなくきちんと見ていく限りにおいてですが、それも盛り込んでいただければと思っています。

あわせて、これはこれまでの会議で出ていた意見の中で必ずしも指摘されていないところかという気もしますので申し上げますが、ESGということを出していくときに、これは既にいろいろな委員から御指摘が出ていて、社会的な課題の解決という感じになると、逆に政治的な介入が出てきかねない。もちろんそういうことも本当に注意しなければいけない。あくまでも中長期的に本当に世の中全体として経済が安定的に順調に成長していくことが、GPIFとしても健全に安定的なリターンを得ていくことにつながるという考え方に基づいてやっているのだということをももちろん説明していくことも大事ではあります。

ただ、もう一つ心配なのは、ESGといったときの判断基準が、日本国内で考えられている

のと海外と、少し判断軸が違うところがあるのではないか。先だって開催されていたCOP25の会議などでもいろいろな議論が出ていたのがたくさん報道されておまして、そういうものを見ておりますけれども、諸外国の中でももちろん立場によっていろいろな考え方があり、先進国の中も決して一枚岩ではないとは思いますが。さはさりながら、日本国内では割と別にいいのではないと思われるようなところが、ESGの観点から見たときに、そういう企業、とりわけ日本国内の企業ですね。GPIFは世界でこんなに大きな投資家であるけれども、日本国内のこういう企業に投資しているの、投資対象に含んでしまっているのという感じで見られるようなことがあり得なくもない。

そうなると、今、GPIFとしてお取り組みになられている、いろいろなインデックスを募って採用していかれるということだと思いますので、日本国内だけではなく世界的にも進んでいるような考え方、動きですので、そういうところでどう取り組んで、うまく取り入れてやっていくのがいいかを慎重に検討していく必要があるのではないかと。ですから、そういったところも可能であれば今後の中期目標の取りまとめの中にも含めるような形の表現を入れていただけるとありがたいと思います。

以上、意見と質問でございます。よろしくお願いいたします。

## 神野部会長

どうもありがとうございました。

それでは、最初の質問というか、マル2とマル3について少し違いが明確になるような説明をいただいた上で、場合によっては順番の変更等の御提案もありましたので、その点についてお答えいただければと思います。

## 石川資金運用課長

3 ページの下のマル2、マル3については、いずれも市場への影響に十分留意するという観点からの記載でございます。ただ、その市場への影響については、GPIFの特殊性という意味で言うと、公的な性格を有するというのと運用資産額が大きいという性格の両面をGPIFが備えているわけでありまして、それぞれについて、公的機関としてどういう運用をするのかが市場からの関心も高い面があり、そういう意味で、市場への影響に十分留意しながら、公的な性格、主体であるからこそ気をつけなければいけない面がある。あとは、特に「クジラ」と呼ばれるように資産規模が大きいという意味でも、GPIFの投資行動が市場に与える影響が非常に大きいということにも留意しなければいけない。そういう意味で、いずれも市場への影響に留意してということではありますけれども、GPIFの性格の違いから分けて説明できるかということで、このように整理しているものであります。

これの順番については、あくまでもここは優先順位をつけてこの順番に並べているわけ

ではなく、並列しているイメージで書いているところではございます。どちらの重要度が高いということで、そういう認識で整理しているものではないですので、並列ということで整理ができればと今のところは思っているところではございます。もし何か御意見があれば、また参考にさせていただきたいと思っております。

#### 神野部会長

どうぞ。

#### 河村委員

今のところで、ここは私の個人的な意見かもしれませんが、御説明はわかるのですが、そうであれば、どちらかというところだとマル3を先に持ってきていただいたほうが、マル1、マル2、マル3と順番に読んでいったときの理解がすんなりいくような気もして、これはほかの委員の方々がどうお感じになるのかわからないのですが、そのような気がします。

#### 神野部会長

ありがとうございます。

ESG投資については、幾つかの視点から御意見を頂戴しております。

#### 石川資金運用課長

6ページに記載をしておりますESG投資の関係で、まず、継続的な検証についての御意見をいただきました。ESG投資は非常に長期の観点から行う運用の一環としてのESG投資ということもございまして、なかなか短期的に評価するのが難しい面はございます。ここで記載しておりますのは、運用の基本的な考え方に則って行われているかということの検証であります。ただ、おっしゃったように、長期的な収益の観点からESG投資がどのように進捗し、取組を進めているのかについては、長期的な収益を確保する目的で行っているESG投資である以上、長期的な収益の確保の観点からのESGの取組について、その都度評価していくものだろうと考えております。

さらに、ESGの判断基準が海外と日本で違うのではないかと、また、日本企業への投資対象についての世界からの見方がどうなのかについてもございました。確かにGPIFはグローバルな運用をしているところでありまして、非常に国際的にも注目される運用主体であると思っております。ただ、その際には、制度的な原則がまずございます。先ほど他事考慮というこ

ともございましたけれども、他事考慮が禁止されていること、さらには個別銘柄の選択や指示をすることができない、こういった考え方に則って行うというのがGPIFの運用の基本でありますので、ESG投資についても、そういった点に則って行うことが必要である。世界的に見れば、ESG投資についての取組のスタンスは各機関投資家等によってそれぞれの判断なり違いがあるかと思えますけれども、GPIFの場合には、今日御紹介したような制度的な考え方に則ってESG投資を行っていく、他事考慮等々を十分に踏まえながら行っていくことが大事だと考えております。そういう趣旨で、この6ページの次期目標における留意事項についても整理しているものでございます。

そのような回答で御理解いただければと思います。

## 神野部会長

重ねて、よろしいですか。

ほか、いかがでございましょうか。

どうぞ。

## 大野委員

ありがとうございます。

2点ほど伺いできればと思います。まず、オルタナティブ投資に関して、下の水色の「留意することが適当ではないか」というところの箇所ですが、最後の文で「また、リスク管理及び収益確保の観点からの検証を継続的に行うことが必要である」と明記されています。この一文は非常に大事な一文であると私も認識しております。それとともに、オルタナティブ投資については流動性がない投資であるということで、一旦投資した後に解約をすることが非常に難しいという特性があるかと思えます。ですから、もし御検討いただけるのであれば、この一文の中に、検証を行うとともに検証結果をどのように行動に反映させることが可能であるかということの検討もあわせて行う必要があるのではないかとといった表現を追加していただくことが可能かどうか。そこを伺えればというのが1点目です。

2点目、分散投資に関して、4ページになります。次の5ページにも若干関係するお話かと思っておりますが、この分散投資のところ、まず上の2点目で、パッシブ運用を中心に行うべきではないかということが書かれてあるかと思えます。それに対応する「留意することが適当ではないか」の箇所ですが、パッシブ運用を中心にするべきだということ表現しているところが、恐らく「長期的な観点から」ですとか、「分散投資を基本とする」といったところにその趣旨が込められているのかと思えます。

一方では、投資原則に基づくESGの考慮ということが定められまして、全資産に対して投資原則に基づくESGの考慮をこれから検討されていくと。その中には当然パッシブ運用で運

用している内外の株式も含まれているかと思えます。一方では、ESG指数に連動する運用資産額も一部含まれていて、こちらは具体的に指数連動の運用を目指していくことになると思えます。

ただ、随所で安定的にまずは被保険者のためにリターンの確保を最優先して目指すという趣旨のことが書かれておりますので、まずはパッシブ運用で基本は運用していき、一部分でESG指数に連動したような運用を行っていくということでもよろしいかと思うのですが、パッシブ運用の中には、ESG指数を構築する上で率先的に除かれるような銘柄も内外の株式の中に含まれている可能性は十分にあり得るかと思えます。スチュワードシップ活動で企業に訴えていくことはあるかと思えますが、そのような状況があっても、原則パッシブで被保険者が得るリターンの確保を最優先して運用していくという理解でよろしいのかどうか。これは特に記載を変更していただくというお願いではなく、質問になるかと思えますが、以上の2点について伺えればと思えます。

#### 神野部会長

オルタナティブ投資と分散投資にかかわって2点、現時点でのコメントできるところで構いませんので、お願いできますか。

#### 石川資金運用課長

まずオルタナティブ投資について、7ページに関連しての御意見でございました。一番下にありますように、オルタナティブ投資に関しての検証を継続的に行うことでもございますが、その検証した結果を行動に反映させるかどうかということの検討という文言についてであります。確かに、検証した結果を次の行動に反映させていく、検証そのものの狙いがまさにそういうものだとして理解しております。そういう意味で、おっしゃったような記載をすることは可能だと思いますけれども、文言を今後の次期目標案の検討の際に改めて検討させていただきたいと思っております。

2点目、パッシブ運用についての御質問でございました。今日お示しした資料上は特にパッシブ運用を基本とするという事は書いておりませんが、現行もパッシブ運用を中心としつつ、アクティブ運用も組み合わせながら行っていく、またESG投資も進めていくということで行っておりますが、パッシブ運用が中心であることは、今後も引き続きそのような形で進めていくことになるだろうとは思っております。その際に、ESG指数についての選定においても個別の銘柄を除くようなものが含まれる場合もあるという御趣旨の御意見もありましたけれども、繰り返しになりますが、パッシブ運用においても、さらにはESG投資においても、本日の資料でも御紹介しているような運用の基本的な考え方に則って指数の選定等を行っていくことが必要であろうと考えております。そのような取組は今



後もGPIFにおいて行われていく必要があると思っておりますし、そういった認識で次期中期目標についても今後策定していきたいと考えているところでございます。

以上でございます。

## 神野部会長

ほか、ございますか。

玉木委員、どうぞ。

## 玉木委員

私からは3ページの先ほどから出ておりますマル2、マル3の件と6ページのあたりについて申し上げたいと思います。

3ページのマル2、マル3の私の読み方について申し上げますと、マル2においては「公的」という言葉が2回出てきていて、生じ得る弊害に「歪める」という言葉が使われています。マル3については「最大」という言葉が使われ、「影響が大きい」という言葉が使われております。公的な性格を持つ場合には、160兆ではなく16兆であったとしてもゆがめ得る、という観点から、これは大きいということに着目したマル3とははっきり分けて書くべきではないかと思うところでございます。

また「歪める」という大変恐ろしい言葉を使っておられるわけですがけれども、ゆがめた場合の害は見えにくく、また、修復がなかなか難しいとすると、よほど気をつける必要があります。「不正」と書いた「歪める」という漢字から出てくる語感なのですがけれども、このところは意識して中期目標にもお書きいただいたほうがよろしいかと思っております。

6ページについて、若干申し上げたいと思います。4省の告示において、今度「投資先及び市場全体の持続的成長」という言葉が入ったのではないかと思いますけれども、こういう言葉が告示に入るといふ世の流れを踏まえて、この部分は考えていくべきかと思うところでございます。

非財務的要素を大事にしろというのが全体的な発想ではないかと思っております。非財務的要素というのは非常に広い概念であって、ESGという3つの単語では到底包含し切れるものではないのではないかと思います。例を挙げれば幾らでも出てくるのではないかと思うのです。例えば今後AIやIoTなどがどんどん現実のものになっていく。恐らく多くの企業において水面下で一生懸命勉強されておられて、やがてIoTが大々的に使われたような製造業などがいっぱい出てくるのではないかと思うのです。そういう新しいビジネスのあり方あるいは職場のあり方に、今いる従業員あるいは今後参入してくる従業員の方々がちゃんと適応して、ディーセントワークに従事して、ディーセントライフを営めるような企業社会ができるかというのは大変重要な問題であり、また、これは当該投資先企業の繁栄や持続的成

長に非常に一致するのではないかと思います。

そうすると、ちゃんとした経営者であるならば、長期的な観点から技術体系の変更、あるいは職場に求められる労働力のあり方の変更、変化を踏まえた教育、訓練、採用のあり方、人事制度、当然お考えのほうではないかと思います。そういったものがスチュワードシップ活動の中で議論されるべき、あるいは「建設的な対話」の中で議論されるべき非財務的な側面を大きく占めるのではないかと思います。そういう意味で、非財務情報をキャプチャーするのだということを念頭に置くことが、投資先の持続的成長を考えた長期的な投資行動として一つのポイントになってくるのではないかと思います。

もう一つ、市場全体の持続的成長という言葉もあるわけです。こちらについてはよくCO<sub>2</sub>が多くなると気候変動だと。例えば今般の台風で北陸新幹線の車両が水につかってしまった。もしこれがCO<sub>2</sub>の増加等による気候変動の一つのあらわれであるならば、JRという企業はよほど気をつけていかないと将来価値が損なわれてしまう。これはそのとおりだろうと思います。そういったことがたくさん起き得るから、市場全体の持続的成長のためには例えばCO<sub>2</sub>がと、こういう議論にはなるのだろうとは思いますが、市場全体の持続的成長を損ない得るもの、あるいは脅かし得るものは、決してCO<sub>2</sub>だけではないだろうと思います。そこだけでいいと思うのは大変のんきな考え方ではないかと思います。

例えば貧富の差の拡大、1%対99%、分断、ポピュリズム、こういった言葉だってもちろん資本主義に対する脅威になり得るところでございます。そうなってくると、誰でも地域社会との共生といったことを経営者の皆さんはおっしゃるわけですが、例えば地域社会、あるいは大きな企業であればグローバルに展開する、ほとんど地球全体になってしまうような地域社会ですね。それにおいて、ある特定の集団が技術体系の変化あるいはいろいろなことについていけなくてレフトアウトされた状態、ほっておかれた状態、社会に組み込まれない状態になってしまうことは、大変企業社会にとって危険なことではないかと思います。これは別に個別企業だけでできることはないかもしれません。でも、二酸化炭素を減らすことは政府全体で取り組むようなことでもありますし、社会全体で取り組むという要素もありますけれども、地域社会との共生といったことは雇用のあり方などと非常に結びつきますので、個別企業の経営者の判断との牽連性はCO<sub>2</sub>並み、またはそれ以上に強いかもしれません。こういったことを考えると、この辺がスチュワードシップ活動等に適切に織り込まれていく。こういったことが長い目で見ると重要になるのではないかと思います。私はこの辺を念頭に置きながら、6ページの文章を読んだところでございます。

6ページの文章、水色のところですが、下から3行目に「継続的に検証」という言葉があるわけです。「継続的に検証」というのは、決して定量的に何ポイントということではないだろうと思うのです。スチュワードシップ行動において「建設的な対話」ということが言われておりますけれども、恐らくマネジャーの皆さん、運用機関の皆さんが「建設的な対話」をされた、その中身としてこんなことがあったということがGPIFにフィード

バックされてくることもあるやに思います。その場合には、個別企業の特殊性あるいは個別性を十分に配慮した上で、GPIFとして運用機関から返ってきたものをこう受けとめているということを世の中にお示ししていくことが検証をしているということになりますし、また、それを示せば世の中からこうすればいいではないかといったアイデアも湧いてくるでしょうから、次のアクションにも結びつきやすいかと思うところでございます。

したがって、ESG投資という言葉を使うときには、EとSとGだけではないのだということも、中期目標を御説明なさっていくプロセス等におきまして御説明をなさるのも一案ではないか、と思うところでございます。

以上です。

### 神野部会長

どうもありがとうございました。

背後理念みたいなものにかかわるような大きな問題まで指摘していただいているので、現時点で何かコメントがあれば頂戴しておきます。2点論点があります。

### 石川資金運用課長

ありがとうございます。

まず、資料2の3ページの基本的な考え方の公的性格のマル2と資産規模のマル3について、貴重な御意見をいただきまして、ありがとうございます。私の説明が足りなかったところをうまく補足していただいたような御説明だったかもしれませんが、ありがとうございます。それぞれ違う観点からの明確な違いがあるということは確かにおっしゃるとおりだと思います。

「歪める」という言葉については、ワーディングはどういう表現がいいのか、改めて見つけ直してみたいと思っているところでございます。

また、非財務的要素について、ESGにとどまらない非常に幅広い論点があるということもおっしゃっていただきました。確かに今、運用の世界における潮流としてESG投資が進んでいることがあることもあり、現にGPIFが取り組んでいるということもあり、ESG投資に着目してということで、今回の中期目標についても留意点として記載しております。おっしゃるとおり、もともとは非財務的な要素ということでありますので、そういった観点も頭に置いているところではありますけれども、それを次期の中期目標でどのような形で表現できるかについては少し考えさせていただきたいと思います。

## 神野部会長

どうぞ。

## 玉木委員

「歪める」という言葉は決して悪い言葉ではないと思います。また、英語にした場合、これは普通ディストートという言葉を使いますね。経済学の世界でもディストーションは非常によく使われる言葉ですので、英語との関係を考えると「歪める」というのは非常にフィットした言葉ではないかと思います。

## 神野部会長

ありがとうございます。

ほか、いかがでございますか。

平川委員、どうぞ。

## 平川委員

ありがとうございます。

最初に、3ページの中期目標において留意することが適当ではないかというところがあります。特に●の2つ目で「以下の基本的な考え方を踏まえることが求められる」というところがありまして、「長期運用機関であることから、株式市場や為替市場を含む市場の一時的な変動に過度にとらわれることなく」ということが大変重要なのではないかと考えているところがあります。

実は前回のGPIFの基本ポートフォリオの変更についての議論を思い出しまして、そのときの資料を見てみますと、2014年11月の年金部会の資料を見たのですけれども、今から見ると、やや長期的に見てこういう判断を当時していたのだというペーパーがありました。中にはデフレからの転換という大きな運用環境の変化の節目にあるとか、金利の上昇も実質長期金利は上昇していくのではないかという議論もあったり、相当今から見るとどうなのかなと疑問を持たざるを得ないような資料や議論もあったと思います。

また、当時の運用委員会の議論も、これは議事録の公表はまだですが、議事要旨が公表されておりまして、その中でも、今後インフレが2%になるのではないかとされているけれども、それに基づいて考えていくべきではないかということも議論されておりまして、どういう議論をするかというのはいろいろありますけれども、ここに書いてあるとおり、一時的な変動に過度にとらわれることなく長期的な投資を進めていくのだというところが大変重要でありますので、この辺は中期目標の中でもしっかりと議論をしていかないとは

めだと考えているところであります。これは意見でございます。

2つ目、7ページのオルタナティブ資産への投資であります。前回は発言させていただきましたけれども、「体制強化を図りつつ」と書いてあるのですが、この投資を分散投資という観点で進めていくというのはいいのですけれども、一方で、伝統的資産に比べればかなりのリスク管理が求められるということでもありますので、オルタナティブ投資の規模拡大については、慎重な検討は引き続きしっかりとやっていかなければならないのではないかと考えています。

特に人員体制についても、今、オルタナティブ投資は0.35%であります。それを5%まで許容されておりますけれども、投資の規模が人員体制に比例するとは思いませんが、それでもリスク管理の強化ということからすると、比例的に考えれば、0.35%を例えば5%にすると、今までの14倍の規模になってしまうということでもあります。すぐに5%にすることはあり得ないと思っておりますけれども、そういうことも踏まえて考えていかなければならないのではないかと考えています。ですから、オルタナティブ投資の規模拡大に関しては相当に慎重な検討が必要だということについて求めていきたいと考えているところであります。以上です。

#### 神野部会長

事務局、何かコメントはありますか。

#### 石川資金運用課長

ありがとうございます。

特に後者のオルタナティブ投資についての慎重な御指摘でございました。この点については、今日お示ししております資料においても、個別の固有の要素なども十分に検討しながら進めていくなど慎重に進めていく、一方で、一定の体制強化を図りながらということもあわせて整理しております。オルタナティブ資産に固有の個別性等の特性があり、実際の取組においては慎重な取組が必要になってくる面は確かにあるかと思っております。そこは、次期目標、次期中期計画、あるいはその先の実際の取組において、考慮すべきことを考慮しながら、慎重にしっかりと十分に検討しながら進めていくことについては、厚労省としてもよく見ていきたいと考えているところでございます。

以上でございます。

#### 神野部会長

ありがとうございます。

四塚委員、お待たせいたしました。

#### 四塚委員

2点あります。一点はESG投資に関するものです。株式運用に関してESG投資の有効性を定量的に検証した研究論文も次第に出てきているわけですが、それらを見ると、どちらかというとポジティブな結果がやや多いようではあるものの、必ずしも明確な結果が得られているとは言えないようです。ですから、幾つかの御指摘にもありましたが、GPIFのESG投資についても、その有効性について継続的に検証しながら取り組んでいく、そして、より有効性の高い手法を探索していくことが適切であろうかと思えます。

もう一点はオルタナティブ投資に関することですが、オルタナティブ投資を行う理由として、単なる「分散投資」という言葉では伝わらない意義があることを明確にしたほうがよいのではないかと思います。経済活動の果実、あるいは企業活動によって創造された富というのは、必ずしも上場株式、社債のような伝統的な資産だけを通じて分配されるわけではありません。特に近年ではベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ・ファンドなどの非上場株式、それに不動産、インフラストラクチャー。そういったオルタナティブ資産に流れる収益が増加しているわけです。日本でも企業資産のオフバランス化が進んで、株式に含まれていた収益源泉の一部が企業の外側に移されています。したがって、経済活動の果実を幅広く取り込むためには、オルタナティブ資産に投資することが必要になってくるわけです。GPIFがオルタナティブ投資を行う意義はそういうところにあると思えます。もちろん、これはさまざまなリスク管理上の課題を否定するものではありません。以上です。

#### 神野部会長

ありがとうございます。

特に事務局からコメントはいいですか。

ほか、いかがですか。

どうぞ。

#### 熊野委員

ありがとうございます。

私からは、この中に既に次期中期目標の留意のポイントとして書かれているのですけれども、改めてのお願いということで2点お願いします。

まず10ページ、情報公開、情報発信についてでございます。皆さんからオルタナティブ

投資に対する御指摘は多くあり、確かに本当に非常に多様ですし、個別性が高いということでした。被保険者としましては、不透明な取り扱いがされているように感じるということが不安につながってまいりますので、一般の方にもわかりやすいものとなるような情報開示の工夫を引き続きお願いしたいということが一つでございます。

もう一つは12ページ、高度専門人材などの確保・育成についてでございます。積立金の管理運用を適切に行うには、内部統制体制を盤石なものとすることは大前提でございます。GPIFの専門人材は民間から募集されていて、今後民間との人材の行き来がふえてくることが予想されます。業務運用対象の多様化を進める前提として内部統制の充実が可能となる組織体制、今、規模の割には非常にフラットな組織になっていると感じますので、そちらを改めて御検討をお願いしたいということでございます。

以上です。

## 神野部会長

ありがとうございます。

これも特になければ、よろしいですか。

ほか、いかがでございますか。

徳島委員、どうぞ。

## 徳島委員

私からは、特に文言の修正などを求めるつもりではございませんが、ESGに関連して少しコメントをさせていただきたいと思います。

既に河村委員からも御指摘がありましたけれども、昨今のCOP25などの動きを見ていると、必ずしもESGを追求すること全てが善ではないという事例を目撃しています。例えば飛行機を利用しないなどというパフォーマンスをやって、これが島国である日本の私たちにとって現実的なESGの姿なのかといったことは、疑問に思うべきです。以前の御意見の中にもありますが、投資家として適切なものを選択して採用する必要があります。したがって、ESGに関するものは全てが善だという形でGPIFが取り組まれるのはやや危険なのかと懸念します。GPIFとして、投資のために適切なものであることを他事考慮にならない範囲を意識しながら進めていただくことが必要かと思います。その中では、例えばESGの指数だったら何でも良いのか。そんなことはないはずなので、ESGに関する適切なお判断と制約が、当然今回の文言の中に織り込まれていると考えることも必要です。

ESG投資の効果検証に関しても、学会などでは超過収益が得られるかといった検証をすぐ分析してしまうのですが、決して単なる超過収益だけを追求するものではないと思います。結果的にESGへ取り組んでいる姿を外部に見せるため、何とかにサインしたとか、何とかに

加盟したなど、GPIFは最近実績を強調されているのですが、本当にそれで適切な効果を得られているのかどうか。単純に半年、1年などで結果が出るものでは全くないと思っておりますが、本当に中長期的な被保険者の利益に則ったものになっているのかどうかを継続的に検討されながら、ESG投資を進めていただけたらと思います。

以上です。

## 神野部会長

ありがとうございます。

特にいいですか。

原委員、どうぞ。

## 原委員

何人かの委員の先生方からお話が出ているので、そこは割愛しながら、重複する部分もあるかもしれませんが、まず、4ページの上から2行目の前回の意見のところにもありますけれども、「本当に目指すものは何かということ」がすごく重要なのかと思います。運用の考え方にしろ、何にしろ、何を目指していく機関なのかが前提としてあると思うのです。

これは私が前回質問させていただいたところで、先ほども少しお話がありましたけれども、4ページの下のところの「分散投資を基本とする」という言葉の中に、パッシブ、アクティブのものが含まれているということで回答があったように解釈したのです。ただ、決まっていることがあるのであれば、パッシブとアクティブのことですけれども、アクティブ運用については、マネジャー・エントリー制度や実績連動報酬体系などを進めていらっしゃると思いますので、例えばパッシブ運用を基本として、アクティブ運用を組み合わせるのだと思います。この間ご質問した中で、アクティブ運用の割合などは決まっていなとおっしゃっていたのですが、できればアクティブ運用を行うに当たっては、十分検証を行った上で必要な範囲内で行っていくようなことを入れていただきたいという希望はあります。決まっていなという部分がありましたので、組み合わせるときの必要性、タイミング、そういう部分を何か入れていただけるとありがたいと思います。実際に今は十分プラス1.7%という部分はとれていますが、今後を考えてのことだと思うのですけれども、そういったところをもし具体的に盛り込めるのであれば検討していただきたいと思います。

7ページ、ほかの委員の方からも出ているオルタナティブについてですが、いろいろな意見として慎重に検討しなければならないみたいところが何人かから出ています。4つのうち3つは意見として慎重にという言葉が出ていて、これも今後に向けて、オルタナテ



イブの部分の活用というのはわかるのですが、やはり慎重に進めていただきたいと私は思っております。

その中で青い下のほう、これが文言になるのかはわかりませんが、真ん中あたりで、こういった中でオルタナについては「体制強化を図りつつ、伝統的資産とは異なるオルタナティブ資産固有の考慮要素について十分に検討した上で進めることが必要である」とか、「検証を継続的に行う」と書いてあります。「体制強化を図りつつ」という「強化」というところを「体制整備」ぐらいにさせていただけるとありがたいなと思います。あまりにも意見としては慎重論が多い中で、「強化」という言葉はどうかと思いますので、これはできればのお願いです。

先ほどの広報のところでも、オルタナティブをわかりやすく国民に伝えるというのは難しいと思うのです。ですから、まずはオルタナティブ投資というのは、被保険者に伝わるのはなかなか時間がかかる気もしますので、その辺は別に「強化」も「整備」も変わらないのではないかとわれればそうなのではと思いますが、気持ちとしてはそういうことを思っておりますというのが一つでございます。

3つ目は質問なのですが、人材育成のところ、ホームページ等で公的年金の運用の高度化につながる調査・研究活動をされているということでいろいろと書いてございました。特にこの部分については触れられていないのですが、今後の調査・研究活動に対する方針について、いろいろなことをされているのはホームページ等に出ているのですが、どういう目的、方針、業務の必要性に応じてなのか、あるいは先を見込んでなのかという部分があるので、何か調査・研究機関みたいになってしまうのもまた違うのかと思いますので、方針なども入れていただけたらいいかと思うのです。人材育成のところ、あるいは人材発掘の部分だと思っておりますが、その辺のお考えを聞かせていただければと思います。よろしく申し上げます。

#### 神野部会長

そうしたら、コメントをいただければと思いますので、よろしく申し上げます。

#### 石川資金運用課長

ありがとうございました。

まず、パッシブ運用、アクティブ運用の関係でございます。次期中期目標においてパッシブ運用、アクティブ運用についてどのように記載するかは今後検討いたしますけれども、御参考までに、現在の中期目標におきましては、アクティブ運用とパッシブ運用を併用することが原則となっております。先ほど私の説明の中では、パッシブ運用が基本という趣旨でお答えしました。現に、運用の全体の7割程度と理解しておりますけれども、実

態としてはパッシブ運用が中心になってございます。ただ、中期目標上は、現在はパッシブ運用とアクティブ運用の併用ということが書かれております。その上で、アクティブ運用に取り組む際には、先ほど原委員がおっしゃったような留意すべき点として、もともとは超過収益の獲得を目指すということがアクティブ運用の目的であります。その際には、現行の目標では、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏づける十分な根拠を得ることを前提としてアクティブ運用を行うということが現在の中期目標で書かれております。このような現在の中期目標の記載も踏まえながら、次期の中期目標においてどのようにするか検討していきたいと思っております。

2点目のオルタナティブ投資に関しての体制の「強化」「整備」のところについては、御意見を踏まえて少し検討させていただきたいと思っております。

3点目の調査・研究についてでございます。これにつきましても、次期の中期目標においてどのように位置づけるかということもございます。また今後検討いたしますが、あくまでもGPIFの本来の業務は年金積立金の管理・運用であり、それに関連して調査・研究を行うのが基本的な位置づけになっております。ですから、調査・研究を行うに当たっても、年金積立金の運用の目的、長期的な収益の観点、さらに元を正せば被保険者の利益のため、そういったところにつながるような調査・研究をしていくことが基本的な考え方だと思っておりますので、中期目標上の記載については、そういった観点から検討していきたいと思っております。

## 神野部会長

ありがとうございます。

ほか、いかがですか。

白杵委員、どうぞ。

## 白杵委員

ありがとうございます。

きょう、事務局の御説明あるいは皆さんの御意見を伺って、いろいろと考えさせられました。私からのコメントは、ESGに関して1つだけ申し上げたいことがあります。

先ほどお話に出ましたように、例えばESGというのは、かなり広く捉えようと思えば捉えられる、あるいは逆にESGの外にもいろいろな問題があるということなのかもしれませんけれども、働き方の問題などは例えばSのところに入るだろうと思っております。また、ESG投資はなかなか成果が出てこないところもあって、例えば環境について言うと、よく言われているのは環境の負荷、外部不経済ですか、それがまだ市場にきちんとプライシングがされていないので、そこで環境に配慮しても余りリターンが上がらないということが言われ

ているわけで、そういう意味では本当に成果が見にくいところはあると思うのです。

ただ、そうは言っても、私の度量が狭いのか、頭がかたいのかもしれないのですけれども、やはり最後の評価はリスク・リターンのところになってくる。だから、長期だからといってそこをないがしろにしていると、自己満足に陥る。若干極論かもしれませんが、そういうリスクもあります。例えば6ページの●の2つ目の最後のところで「併せて、ESG投資がGPIFの運用に求められる基本的な考え方に則って行われている」と。上のほうでは、基本的な考え方は被保険者のために長期的な収益を確保する目的でということだと思えるのですけれども、これは確認で、そのとおりだということであればそれでもう結構なのですが、この継続的な検証というのは、基本的にはそういう意味でリスクを考慮した上でリターンが上がるかどうか、上がっているかどうか、あるいは上がるだろうかどうかを考えるという理解でよろしいのでしょうか。

#### 神野部会長

これはよろしいですか。

#### 石川資金運用課長

ありがとうございます。

基本的な考え方については、今日も何度も出ておりますが、被保険者の利益のために長期的な観点から運用を行うということですので、それに則って行われているかどうか、リターンの面あるいはESG投資に絡むリスクの面、そういったことは検証の中に含めて行っていくものだろうと理解して、そのように考えているところでございます。

#### 神野部会長

よろしいですか。

金井委員、どうぞ。

#### 金井委員

御説明ありがとうございます。

今、御説明いただいたことについてはよく理解できましたので、特に異論はございません。これから次期中期目標（案）や計画（案）を策定されるに当たって、技術的なことを1点確認のために申し上げたいと思います。

御承知のことと思えますけれども、独法の場合は、まずミッション、目標があって、そ

れを達成するための計画を立てて、計画を遂行するための業務や組織をそれから決めていく。目標からブレークダウンして、計画、業務とおりにいく流れです。そして、内部統制となりますとトータルとして構築されていなければならないので、コンプライアンスを初めとした全法的な統制と業務処理の統制に分けていくことになると思います。ですから、目標や計画は業務に明確にブレークダウンできるような書きぶりに御留意いただきたいと思います。

独法の内部統制は、民間の会社に求められている財務周りの統制よりもずっと広いので、業務処理の統制を明らかにするのはなかなか困難と。他法人を見ていると、そういう事情がございます。ですから、繰り返しになりますけれども、目標、計画、業務とのつながりにおいて、内部統制を絡めてははっきりと説明できるような書きぶりにしていただければと思います。

以上です。

#### **神野部会長**

何かコメントがあれば承りますが、よろしいですか。

#### **石川資金運用課長**

ありがとうございます。

独法制度本来の考え方という御意見をいただきました。ありがとうございます。確かに業務面までを念頭に、視野に置いたような目標なり計画にしていくことは大事だと思います。一方で、計画といっても5年間の中期計画もありますし、毎年の年度計画もございます。さらには、それに基づいて法人で定めるルールのようなものもあるかと思います。少なくとも目標、計画、業務がちゃんとつながるような一貫性というか、つながるものができるような努力はしていきたいと思っております。

御趣旨としては受けとめさせていただきたいと思っております。ありがとうございました。

#### **神野部会長**

ほか、いかがでございますか。

河村委員、どうぞ。

#### **河村委員**

最後のマル4、高度専門人材等の確保・育成の中で出てきます12ページ、内部統制、コ

ンプライアンスのあたりで追加で意見とお願いを申し上げさせていただきたいと思います。

既にこれまでの会議でも指摘が出ていますけれども、コンプライアンス体制の整備が遅れぎみではないかと。内部統制の盤石化が必ず必要という御意見が出ていて、本当にそのとおりだと思います。私から申し上げたいのは、前回の会議のときにも出ていましたけれども、前回の会議には高橋理事長もおいでくださって、非常に残念なことではあります、10月18日付でGPIFがリリースを出された高橋理事長の処分、そういう事態があった。それをもとに議論をさせていただいたと認識しております。

それから、前回のこの会議、11月11日だったと思いますけれども、10日ほどたちましたときに、全く偶然ですけれども、ネット上でGPIFに対する報道が出ているのを目にいたしました。「東洋経済オンライン」の報道等であります。非常に驚きました。衝撃を受けました。ただ、1つの報道が全部事実かどうかはもちろんわかりませんし、うのみにすることが許されることでは決してないとは思いますが、そういったものに接して感じますのは、前回のこの資金運用部会での議論では10月18日付で法人が出されたリリースが事実である、その認識でいたものが、どうもそれに限られない部分がもしかしたらあるのではないかと。何かハラスメント行為があって、しかも、役員の方が当事者になっている可能性がある。非常に重い事態ではないかと思えます。

私がお願いしたいのは、コンプライアンス体制の強化。やはり甘かったというところが、こういった事案が実際にどうも出てきてしまっているようでありますので、そういったところにもあらわれてきてしまっているのではないかと。そこに鑑みれば強化しなければいけないというのは本当に喫緊の課題であろうと思えます。

これはお願いなのですが、いろいろな報道なども見ていますと、どうも当事者の方に役員の方が入っておられるようだ。GPIFは執行部の役員の方が3名ですね。理事長がおられて理事の方がお二人、その組織の中で理事長がこうやって処分をされてしまい、そして、別の理事の方も当事者になっている可能性があるとするれば、組織としては大変な事態ではないかと思えます。

私が申し上げたいのは、私もその報道を別に探していたわけではなくて、夜に仕事をしているときにインターネットをあけましたらニュースで出てきているのを偶然見つけて、本当に驚きました。この部会のほかの委員の方でも、そうやって同じタイミングで気がつかれた方がいるとも聞いております。ということは、別にここにいるこの部会の委員や関係者だけではなくて、国民が同じ報道を見ています。GPIFというのは、国民の年金資産を預かる大事な国の組織です。独法になって非公務員化もされているでしょうが、大事な国の組織であることには変わりありません。そして、私から申し上げるまでもありませんけれども、厚生労働省の独立行政法人です。厚生労働省というのは、年金局の所管ではないかもしれませんが、今、働き方改革の旗を振っている、職場でのハラスメントをなくそうと旗を振ってやっぴらっしゃる国の役所です。その役所の所管の法人で、もしかしたらこういうことが起こっているかもしれない。

本当にしかるべき対応が行われているのかどうかということ、役員の方が当事者になっている可能性があるということであれば、もちろんそれはもうGPIFの組織内部でというよりは、経営委員会なり監査委員の方で御対応いただくしかないことだと思うのです。お願いは、ぜひ経営委員会の方々に対しても、この事案は一つの組織の中でと捉えていただくことにとどまらないように、あくまでも厚生労働省の所管の独法として国民が見ていると。こういうことが起こっているのを、きちんと事実関係を究明していただいて、本当に対応が必要ということであればしっかりとしていただきたい。そういったことをお伝えいただきたい。きょういらしてくださっているのは森審議役だけのようではありますが、森審議役からお伝えいただくのがいいのか、それとも年金局からお伝えいただくのがいいのかわかりませんが、ぜひそこはよろしくお願ひしたい。次期中期目標の策定でそのあたりをしっかりとということとあわせて、今回の事案への対応もしっかりお願ひしたいと。

そういったことも踏まえて、また来年の夏の評価のときにいろいろ議論しなければいけないのだとは思いますが、今の時点でぜひともお願ひしたいと思って発言させていただきました。

#### **神野部会長**

局長、どうぞ。

#### **高橋年金局長**

年金局長です。

今、コメントをいただいた件、私どもで承知しておりますけれども、ネット記事の件につきましては、報道というよりは事実が定かではない、あるいは明確に誤りの内容も含まれているものだと認識しております。先般、GPIFで公表した件を含めまして、GPIFのガバナンスメカニズムですね。経営委員会及び監査委員、また、厚生労働省からの監督、こういうメカニズムの中でかなりしっかりとした対応をしている。そういう意味では経営委員会、監査委員の方々、本件に限らずしっかりとやっていただいていると思っておりますし、年金局としてもそこはしっかりとよくコミュニケーションをとりながらやってまいりたいと考えております。

#### **神野部会長**

ありがとうございます。

特にありますか。

## 森審議役

理事長の処分に関する件、さまざまな論評が出ておりますが、委員を始めとしまして国民の皆様にもいろいろと御心配をおかけしていることについては、前回理事長からもこの場でおわびをさせていただきましたけれども、非常に真摯に受けとめている次第でございます。

論評の自由というのもございますけれども、私どもは今、局長からございましたように、経営委員会もあります、監査委員会もございます。一般論ではございますが、こういう事案につきましては、きちんと事実に関しまして、必要に応じチェックするシステムがございますので、それを働かせていきたいと思っております。

いずれにしましても、私どもは委員からお言葉がありましたように、大切な年金資金をお預かりしている機関でございますので、役員、職員一同、一丸となって誠実に邁進していきたいと存じます。

## 神野部会長

個別事案につきましては、厚生労働省及びGPIFのほうで適切に対処していただければと思います。

ほか、いかがでございますでしょうか。よろしいですか。

どうもありがとうございました。

最後まで建設的な御意見を頂戴したわけですがけれども、本日ここで議論させていただいたことの前提に事務局でまとめていただいたこれまでの議論の整理がございますので、きょうはそれに基づいて委員の皆様方から生産的な御議論を頂戴いたしました。それらを勘案しながら、事務局におかれては次期中期目標の具体的な案、これの策定に取り組んでいただければと思います。

次回にそれをこの部会に出していただいて、またここで議論をさせていただければと思っておりますので、つつがなく御準備いただければと存じます。

予定の時間を残しておりますけれども、いずれにしても、本日用意いたしました内容につきましては御議論を頂戴いたしましたので、これにて閉めさせていただきたいと思っております。

事務局から次回以降の連絡等々についてございましたら、お願いいたします。

## 石川資金運用課長

本日はありがとうございました。

次回の部会の開催日時は、来年に開催をいたしますけれども、日時は追って御連絡いたします。どうぞよろしくお願いいたします。

## 神野部会長

それでは、重ねてではございますが、大変お忙しい時期に御参集くださいまして、最後まで熱心に御議論を頂戴したこと、深く感謝申し上げる次第でございます。どうもありがとうございました。