

社会保障審議会資金運用部会（第23回）

日時：令和6年11月25日（月）10：00～12：00

場所：全国都市会館 第2会議室

西平資金運用課長

皆様、おはようございます。年金局資金運用課長の西平でございます。

それでは、定刻になりましたので、ただいまより第23回「社会保障審議会資金運用部会」を開催いたします。

委員の皆様方におかれましては、お忙しいところ御出席をいただきまして、ありがとうございます。

まず、審議に入ります前に、審議会のペーパーレス化についての説明と、お配りしております資料の確認をさせていただきたいと思っております。

厚生労働省におきましては、審議会等のペーパーレス化を推進しており、本日の部会におきましても、傍聴者の方々につきましてはペーパーレスで実施をさせていただいております。傍聴される方には、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、御自身のタブレット等の携帯端末を使用して、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御覧いただくこととしてございます。

本日の議事に関する資料といたしましては、議題の1つ目の「スチュワードシップ責任を果たすための活動及びESGやインパクトを考慮した投資について」につきましては資料1を、議題の2つ目の「オルタナティブ投資について」につきましては資料2を使用いたします。本日の資料は以上2点の資料でございます。

お手元にお配りしております資料に不備等ございましたら、お近くの事務局職員までお申しつけください。

続きまして、委員の出欠状況について御報告申し上げます。本日は、井上委員、金井委員、福田委員、山口委員から御欠席との連絡を頂戴してございます。

また、御欠席の連絡をいただいております井上委員からは、御自身の代理といたしまして日本経済団体連合会経済基盤本部長の小畑良晴様の代理出席の承認依頼をいただいております。この代理出席につきまして、御異議がなければ承認したいと思いますのですが、よろしゅうございますでしょうか。

（「異議なし」の意思表示あり）

西平資金運用課長

ありがとうございます。

以上で御出席いただいております委員の方々が定足数の3分の1を超えてございますの

で、本日の会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

なお、本日は、五十嵐委員、大野部会長代理、岡野委員、佐藤委員、原委員、また、先ほど代理出席を御承認いただきました小畑様はオンラインでの御参加となっております。オンラインで御参加いただいております委員の方々におかれましては、会議中、発言される際は「手を挙げる」ボタンをクリックし、部会長の御指名を受けてからマイクのミュートを解除して御発言をするようお願いいたします。また、御発言終了後は再度マイクをミュートにしてくださいますようお願いいたします。

また、事務方につきましては、年金局長の間が途中退席する予定となっておりますので、あらかじめ御了承いただければと思います。

それでは、これからの議事運営につきましては、神作部会長にお願いしたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

神作部会長

おはようございます。

委員の皆様におかれましては、大変お忙しいところ御出席いただきまして、誠にありがとうございます。

それでは、恐縮でございますけれども、カメラにつきましてはここまでとしていただければと思います。

(カメラ終了)

神作部会長

ただいまから議事に入らせていただきます。

本日は、2つの議題がございます。

第1は「スチュワードシップ責任を果たすための活動及びESGやインパクトを考慮した投資について」でございます。第2は「オルタナティブ投資について」でございます。

初めに、議題1の「スチュワードシップ責任を果たすための活動及びESGやインパクトを考慮した投資について」、事務局から御説明を頂戴したいと思います。よろしくお願いいたします。

西平資金運用課長

そうしましたらお手元の資料1「スチュワードシップ責任を果たすための活動及びESGやインパクトを考慮した投資について」の資料に沿いまして御説明を申し上げたいと思います。

おめくりいただきまして、スライドの3ページ目でございます。

これまでこちらの部会でも何度か御説明をさせていただいておりますが、GPIFにおきま

す運用の制度上の枠組みと基本的な考え方について、まず確認させていただきたいと思っております。

制度上の枠組みといたしまして、上の箱の①でございますけれども、年金積立金の運用につきましては、こちらが被保険者から徴収された保険料の一部ということでございますし、将来の年金給付の貴重な財源であるということから、専ら被保険者の利益のために運用を行うということが法律で明記をされているところでございます。

これによりまして、専ら被保険者の利益のためという目的を離れまして、他の政策目的でございますとか施策実現のために年金積立金の運用を行うことはできない仕組みということで、他事考慮が認められていないということでございます。

2つ目、②のところでございますけれども、積立金の運用に当たりまして、委託運用を行う場合におきましては、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されてございます。

これによりまして、委託運用でしか認められない特に株式運用におきましては、GPIFが特定の企業を投資対象とする、あるいは投資対象としないといったような個別銘柄の選択や指示をすることはできないというような仕組みになってございます。

3つ目といたしまして、年金積立金の運用が市場あるいは民間活動に与える影響に留意しながら運用を行うということも法律で明記をされているところでございます。

以上が制度上の枠組みでございます。現行の第4期中期目標におきましても、下の箱でございますが、①～③といったような記載がされているところでございます。

おめくりいただきまして、4ページ目でございます。

GPIFにおきましても、スチュワードシップ活動、またESGを考慮した投資をこれまで進めてございますが、その基本的な考え方について御説明させていただきます。

GPIFは資産規模が非常に大きくて、世界の資本市場全体に幅広く分散して運用しております。ユニバーサル・オーナーというような位置づけでございます。

また、投資期間につきましても、年金制度の一環ということでの運用でございます。年金制度自体は100年を視野に入れておるということでございますので、超長期投資家ということでございます。

このような特性を持っておりますGPIFの運用におきましては、長期にわたって安定した収益を獲得するという観点から、投資先の個々の企業の価値が持続的に高まって、ひいてはマーケット、資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要ということでございます。

このようなことから、先ほど御説明させていただきました制度上の枠組みと基本的な考え方の下、投資先、また市場全体が持続的な成長をしていただく、それによって被保険者の利益のための長期的な投資収益を確保するという目的で、スチュワードシップ責任を果たすための活動、またESGを考慮した取組をGPIFにおいて進めているところでございます。

下が現行の中期目標の関連する記載でございますけれども、市場への影響に留意しつつ

という言葉でございますとか、持続的な成長を促すといったようなこと、また、基本的な方針に留意しつつといったような言葉とともに、これらスチュワードシップ責任、またESGを考慮した投資を進めていただきたいというものを明記させていただいているところでございます。

おめくりいただきまして、スライドの5ページ目でございます。

こちらはまず、これまでのGPIFにおけますスチュワードシップ活動の主な取組ということで書かせていただいているものでございます。

GPIFにおきましては、2014年、10年ほど前でございますけれども、日本版スチュワードシップ・コードの受入れを行いまして、それ以降、スチュワードシップ責任を果たすための活動を推進してまいりました。

2017年には、GPIF自らのスチュワードシップ活動原則や議決権行使原則を制定いたしまして、運用をお願いしております運用受託機関に対し、これら原則の遵守を要請するとともに、その運用受託機関におけますスチュワードシップ活動の取組状況のモニタリングや運用受託機関との対話を積極的に実施しておるところでございます。

さらに2020年におきましては、これら両原則を改定いたしまして、対象資産を株式から全資産へ拡大をしたほか、インデックス会社など幅広い関係者と運用受託機関に建設的な対話、エンゲージメントしていただくよう、運用受託機関に対して要請をしているところでございます。

また、エンゲージメント強化型パッシブ運用ということで、運用受託機関におけますスチュワードシップ活動の持続性の向上や高度化を目的といたしまして、通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系を準備いたしまして、エンゲージメント強化型パッシブというような運用モデルも採用してございます。

さらに3つ目でございますけれども、GPIFは最終投資先であります企業向けのアンケートを定期的に実施してございまして、企業のスチュワードシップ活動に関する受け止めに自ら検証しているところでございます。

また、GPIFと同じような立場であります海外の公的年金等との間で対話・意見交換を行う場として、グローバル・アセットオーナーフォーラム、また経済団体等との意見交換の場としてアセットオーナーラウンドテーブルというようなものを開催してございます。こういった取組によりまして、インベストメントチェーンを構成します様々な主体とGPIFは継続的な対話を実施しておるということでございます。

おめくりいただきまして、6ページ目でございます。

次は、ESGを考慮した投資の主な取組ということで御紹介をさせていただきたいと思っております。

まず、GPIFにおきましては、2015年9月に国連の責任投資原則（PRI）に署名をいたしてございまして、それを受けまして、投資プロセス全体を通じてESGを考慮した取組を推進するということで、ESGインテグレーションの推進に努めてございます。そのため、運用受託

機関の評価に当たりまして、そのような考え方を重視して、ESGインテグレーションを進めておるところでございます。

2つ目でございますけれども、GPIFにおきましては現在9つのESG指数を採用して、それに基づくインデックス運用を実施してございます。今年の3月末時点で運用資産残高は約18兆円、17.8兆円に達しておるところでございます。

また、この採用しておりますESG指数自体につきましても、さらなる改善ができないかどうかということで、指数会社あるいはその指数会社が参考にしているESG評価会社との対話を積極的に実施しているところでございます。

続きまして、債券投資におけるESGインテグレーションということで、債券投資に関しましては、国際開発金融機関等とパートナーシップを締結いたしまして、ESG債への投資機会を広げる取組を実施してございます。3月末時点でのGPIFの投資残高は約1.6兆円となっております。

さらにESG活動報告の公表ということで、毎年夏頃でございますけれども、2018年以降毎年度ESG活動報告をGPIFにおいて作成・公表してございます。これはGPIF自らのESGを考慮した投資についてのPDCAサイクルを適切に回すという観点から、検証・評価をするためということでございますし、また、それに加えてESGを考慮した投資の意義や先進的な取組の御紹介というような情報発信の意義も兼ねてございます。

おめくりいただきまして、7ページ目でございます。

GPIFにおけますスチュワードシップ活動及びESGを考慮した投資の効果測定ということで、昨年度と今年度にテーマを4つほど設定いたしまして、GPIFにおきましてスチュワードシップ活動、またESG投資の効果測定を実施してございます。

テーマといたしまして、上の表の中ほどのカラムでございますけれども、エンゲージメント、議決権行使、ESG指数、企業価値・投資収益の向上に資するESG要素の研究といったものにつきまして、外部の機関と共同して研究を進めておるところでございます。

現在のところ、1つ目のエンゲージメントの効果検証につきまして、既に結果を公表してございますが、下に簡単に御紹介をさせていただいてございます。GPIFの運用委託先のエンゲージメントのデータを精査して、どのような効果が見込まれるかを整理しているものでございますけれども、因果分析の結果につきましては、エンゲージメントを実施した企業は、PBRなどの企業価値評価指標に加えまして、非財務のKPIが非対象企業に比べて改善しているということが確認されてございます。

また、企業規模別で見ましても、小規模企業への対話について改善が比較的多く見られたというような結果が確認されているところでございます。

おめくりいただきまして、8ページ目でございます。

以上を踏まえまして、今後の方向性・課題でございます。

スチュワードシップ活動、またESGを考慮した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、引き続き取り組んでいくことが必要ではないかと

考えてございます。

スチュワードシップ責任に関しましては、夏にアセットオーナープリンシプルが策定をされ、GPIFにおきましても、その趣旨に賛同して受け入れていただいております。その受入れに加えまして策定いたしました取組方針に沿いまして、GPIFが、アセットオーナーといたしまして、自らだけではなくてインベストメントチェーン全体の好循環の構築を目指すという観点から、インベストメントチェーンを構成します様々な主体との継続的な対話の実施など、スチュワードシップ活動をより深めていただくような取組を推進していくことが必要ではないかと考えてございます。

また、ESGを考慮した投資に関しましては、PDCAサイクルを適切に回す観点から、引き続き効果検証を進め、その結果を取組の改善につなげていくことが必要ではないかと考えているところでございます。

続きまして、インパクトを考慮した投資でございます。

おめくりいただきまして、スライドの10ページ目を御覧いただけますでしょうか。

こちらは前回の資金運用部会でも簡単に御紹介をさせていただきましたけれども、今年の6月に閣議決定をしてございます新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版の該当部分でございます。

中ほどに下線を引いてございますけれども、サステナビリティ投資に関しまして、持続可能な社会の実現とともに、中長期的な投資収益の向上を図るものであり、GPIF等が投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるという観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、他事考慮には当たらないということで、GPIF等において、こうした整理を踏まえた取組を行うことについて検討するとしておるところでございます。

このことを踏まえまして、GPIFにおけますインパクトを考慮した投資についてどう考えるかということについて御意見を頂戴したいということで、幾つか資料を用意してございます。

おめくりいただきまして、11ページ目でございます。

11ページ目、12ページ目は、金融庁のインパクト投資等に関する検討会の報告書ということで、関連する記載のところに何か所か線を引かせていただいておりますけれども、スライドの11に関しましては、下の（２）のところでもまずインパクト投資と比較的近い、閣議決定の文書でもESGの考慮と同様と記載をしてございますが、一般的なESG投資の手法について紹介がされてございます。

下線のところを御覧いただきますと、ESG投資を通じて企業のESG取組状況を総合的に評価することは、リスク対応を含めた企業と投資家・金融機関の対話を促し、事業の持続可能性を向上させる面で重要な意義があると考えられるという記載がございます。

おめくりいただきまして、スライドの12ページ目でございます。

続きまして、インパクト投資の意義でございます。

先ほどございましたけれども、2パラグラフ目、「ESGインテグレーション」と始まるところの下線部を続けて読んでいただきますと、「ESGインテグレーション」で代表的なESG評価等に基づく投資においては、ちょっと飛ばさせていただいて次の下線のところ、企業のESGの取組を総合的に評価し、又は投資対象（群）を選定するものであり、個々の企業に対する個別の投資を通じた効果まで必ずしも勘案するものではないというような評価でございます。

それに対しまして、インパクト投資に関しましては、1つパラグラフを飛ばしていただきまして、「『インパクト投資』は」というところからのパラグラフでございますが、通常の投資と同様に一定の「収益」を生み出すことを前提としつつ、個別の投資を通じて実現を図る具体的な社会・環境面での「効果」と、これを実現する戦略等を主体的に特定・コミットする点に特徴があるという点で相違点があるというような整理がされているところでございます。

もう少し端的に整理をされておりますのがスライドの13ページ目、こちら金融庁の資料でございますが、今年の3月にインパクト投資に関する基本的指針が策定されてございますが、その説明資料でございます。

下の絵を御覧いただきますと、左側が一般的なESG投資ということで、こちらは様々な企業のESGの取組を総合的に評価して、投資の比重なりを決めていくということで、下の絵でいいますとマル・ペケ・三角といったような個々の企業を総合的に評価した上で、投資のウェイトなどを決めるというような感じでございますけれども、それに対しまして右側、インパクト投資に関しましては、個別の企業の個別の技術開発あるいはプロジェクトといったものを評価いたしまして、その効果を測定・管理して、それがもたらす企業の成長やマーケットへの影響を踏まえた上で投資を行うというようなところで異なっておるというような整理でございます。

おめくりいただきまして、14ページ目でございます。

以上を踏まえました今後の方向性・課題でございますが、先ほど紹介させていただきました閣議決定の文書をもう少し我々年金積立金の運用のところで丁寧に整理をしようとするのではないかとというのが、基本的考え方のところでも3つのポツに書かせていただいているところでございます。

まず、年金積立金の運用につきましては、冒頭で御紹介させていただきましたとおり、専ら被保険者の利益のために運用しなければならないこととされてございます。そうしますと、GPIFがインパクト、社会的・環境的効果の実現を直接の目的として投資を行うことはそもそもできないということは法律に基づくものであって、そういうことであろうと考えてございます。

一方で、そのような社会的・環境的課題の解決を企図した技術開発や事業革新等の事業は、急速な市場拡大・成長をもたらす得る、そのような事業・技術を持つ企業の持続的成長につながる可能性があるということもまた事実でございます。そのようなことを踏まえ

れば、投資先企業の事業内容がもたらしますインパクトについて、長期的な投資収益を確保する観点から、その企業の持続的な成長可能性を評価する上での考慮要素になるというのはESGの要素と同様であろうと考えてございます。

あくまでこのような前提の下ではございますけれども、GPIFにおきまして、中長期的な投資収益の向上につながるという観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、他事考慮に当たらないということになるのかと考えてございます。

その上で、インパクトを考慮した投資の検討の視点でございますけれども、そのような個別事業のインパクトを通じた企業の成長可能性をESGの観点からでもなかなか捉え切れていないという課題はございますが、一方で、非財務的要素という意味でいいますと、ESGを考慮した投資との類似点もあろうかと思っております。

そのような相違点あるいは類似点、そういったものに留意しつつ、あくまで中長期的な収益の向上を図るという観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮した投資について検討した上で必要な取組を行うということになるのではないかと考えてございます。

その際、GPIFにおける検討の進め方でございますが、あくまで基本的な考え方や検討の視点に留意しつつではございますけれども、しっかりと検討を進めていただきまして、その結果につきましては、実際そのような基本的な考え方にのっとって行われているかどうかについての継続的な検証をしながら進めていただくことが必要ではないかと考えてございます。

スライドの15ページ目でございます。

今申し上げましたものを簡単に1枚にまとめたものでございます。

1つ目の○は、先ほど申し上げましたとおり、社会的・環境的課題の解決を直接の目的とするものではないというのが、GPIFにおけますESGやインパクトを含む非財務的要素を考慮した投資の要件になろうかと思っております。

その上で、特に株式投資につきましては、GPIFは自ら行うことができず、投資一任契約により行うということでございますので、あくまでGPIFが個別の銘柄や企業を指図することはできないということでございますので、あくまで運用受託機関が行うということでございます。

下に先ほどの絵と同じようにESGの投資とインパクトを考慮した投資、GPIFが行っているものについて典型的なものを並べて比較できるようにしたものでございますが、左側はESG指数に基づくインデックス運用ということで、指数会社が作成した指数に基づきまして運用受託機関が投資を行うというものでございます。

右側が、インパクトを考慮した投資はこうなるのではないかとということでございますが、GPIFが運用をお願いしております運用受託機関が、個別の企業の技術開発でございまして、その技術開発によってもたらされるインパクト、さらにそれを通じてその企業がどれぐらい成長力があるのかという点を評価した上で投資を行う。あくまで投資収益の確保の観点から、インパクトも踏まえて評価を行うことになってこようかと思っております。

資料1についての説明は以上でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

神作部会長

御説明どうもありがとうございました。

それでは、ただいま御説明がございましたスチュワードシップ責任を果たすための活動及びESGやインパクトを考慮した投資につきまして、委員の皆様方から御質問や御意見をお出しいただければと思います。

会場にお越しの委員の方が御発言を希望される場合には、恐れ入りますが、挙手に代わってお手元のネームプレートを立てていただき、質疑が終了しましたら元に戻していただきますようお願いいたします。

また、オンラインにて御参加の委員におかれましては、会議中、御発言を希望される場合には、「手を挙げる」ボタンをクリックしていただき、私のほうで御指名をさせていただきますので、御指名がございましたら、マイクのミュートを解除し御発言いただくようお願いいたします。御発言終了後は、再度マイクをミュートにしてくださいますようお願いいたします。

それでは、どの点からでも結構ですので、御発言をお願いいたします。

まず徳島委員、お願いします。

徳島委員

御説明ありがとうございます。

後段のESGとインパクト投資に関するところで、3点ほどコメントさせていただけたらと思います。

まず1点目ですが、今回の御方針は極めて理にかなったもので、適切かと思います。日本におけるESG投資はGPIFが先鞭をつけたというか、大きな転機になったと運用業界は認識しております。GPIFがこれからこういった取組をされるかに大変注目が集まりますので、適切なメッセージの発信をお願いできたらと思います。

その中の一つが、例えばESGという概念の成立過程を考えると、あくまでもこれは国連の中でMillennium Development Goals、現在は後継概念であるSDGsと言っているSustainable Development Goalsという目標を達成するための手段という考え方から出てきたものと理解しています。そういった意味では、単にESGに取り組むということではなくて、資料に書いていらっしゃる通り、あくまでも被保険者の利益、中長期的な企業、経済の成長に資するためにESGに取り組むことが重要です。これを誤解しますと例えばフライトシェイムと言って飛行機に乗らないといった極論のESG反応が出てしまいます。そういったことではない適切なメッセージの発信をお願いできたらと思います。

2点目は、ESGにも関連いたしますが、既に法人ではESGの指数に対するフォローを適切に評価していらっしゃると思います。いわゆるなんちゃってESGみたいなものを排除する姿勢を

明確に示していただけたらと思います。

一つが、法人も取り組んでいらっしゃると思いますが、いわゆるESGを対象とした債券が、本当に投資する価値があるのかどうか、適切なESGにつながるものになっているのかどうか。言った者勝ちになっている可能性がありますので、適宜フォローしていただけたらと思います。

3点目、インパクト投資に関してでございます。こういった考え方は適切だと思いますが、インパクト投資に関しましては、金融庁の資料にも出ているように、やはり効果が大事かと思います。例えば薄い効果しかないインパクト投資に膨大な額で取り組んで、インパクト投資をどれだけの金額に取り組んだということは、実はあまり大きな意味を持ちません。それよりは、例えばインパクト投資の効果の大きいものをどれだけやったといった視点が重要になりますので、実際に始められてから、情報開示に関してかなり気を遣っていただけたらと考えます。

日本におきまして、株式に関しては、種類株はなかなか見かけませんので、漠然とした株式投資がインパクト投資になることはちょっと考えにくいと思います。企業全体として取り組んでいるということで普通株も可能性がありますが、インパクト投資に適している対象資産はかなり限定的にならざるを得ず、プロジェクトがはっきりしているものといったことになると思います。グリーンボンドのところにも絡んでくることなのですが、効果といった観点をより意識して取り組んでいただけたらと思います。

私からは以上でございます。

神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、まず会場で御参加くださっております佐保委員、玉木委員に御発言いただいた後、オンラインで御発言を希望されている先生方に御発言をいただきたいと思います。

それでは、佐保委員、お願いいたします。

佐保委員

ありがとうございます。

私からは、インベストメントチェーンについて発言をしたいと思っております。

5ページの今後の方向性・課題の中にもありますように、インベストメントチェーンの強化を目的とした取組として、GPIFのインベストメントチェーンを構成する様々な主体と継続的に対話を実施ということですが、年金保険料を払う被保険者、家計に還元される生活者への取組といった視点はあるのでしょうか。

SNSやホームページ、メディアの取材対応など、広報活動に力を入れていただいているのは理解しておりますが、やはり一方通行とならざるを得ないと考えております。5年に一度の年金制度の見直しの議論で、くしくも年金積立金が注目される中、GPIFにおいても、

例えばシンポジウムの実施など、被保険者、生活者に向けた直接的な広報活動や意見をお聴きする機会を設ける必要があるのではないかと考えております。

私からは以上です。

神作部会長

ありがとうございました。

続きまして、玉木委員、お願いいたします。

玉木委員

まず、2点御説明いただきましたけれども、私はいずれも妥当な内容かと思えます。

最初のほうのESGの件でございますけれども、私が特に心強く思いましたのは、7ページにありますような様々な調査研究に積極的に取り組んでおられることでございます。こういったことはなかなか組織的な体力のあるところでないといけないことでございますけれども、GPIFがこういったことに積極的に取り組まれ、また、7ページの下の段にありますような成果の開示をしていただけることは、大変心強く思えるところでございます。

次の8ページでございますけれども、アセットオーナープリンシプルの議論がございました。こういったものが出てくるとどうしてもGPIFが世の中の先導役になるといったことになるわけでございますけれども、2行目、インベストメントチェーンという言葉がございましたが、何のためにインベストメントチェーンがあるのかといえ、経済全体の成長を促すことがインベストメントチェーン改善の目的でございますので、その果実を取ることがGPIFの目的達成そのものでございますので、その辺のつながり方を広報活動等において明確にさせていただけると分かりやすいのではないかとと思うところでございます。

あと、インパクト投資につきまして、この場合、国民への説明の仕方については、ESGのときも難しかったと思えますけれども、これも難しいところがあるのだらうと思えます。例えば15ページの図表がありますけれども、その右側のほうのインパクト投資には、社会的・環境的課題の解決【インパクト】、例としてCO2排出量が減るといったことがございました。これは確かに例としてはいいのだらうと思うのですが、インパクト投資が何か政策金融、産業政策と誤解されないようにするためには、社会的・環境的課題の間口をあまり狭くしないこと、間口を広く考えているのだといったことが伝わったほうがよろしいかと思うところでございます。

社会問題といったら非常に広く捉えられて当然でございます。例えば企業において、目先の収益の改善のために非正規労働にどんどん切り替えていく。そうすることによって、技能の承継ができなくなって、長い目で見ればその企業の人的資本が低下し、長期的な収益力が低下する。これは十分あり得るところでございます。ややこしいのは、そういったことをやって人的資本が低下するような経営をしたとしても、その時点での財務諸表には何も出てこないということでございます。この辺はGPIFのような長期的投資家こそ考える

べきところであり、そういった企業がたくさん出てくれば、社会全体の人的資本も低下していく。これは経済全体の成長を阻害するものでございますので、その果実も減ってしまうということでございます。そうすると社会的・環境的課題の中に、今申し上げたようなことも入るはずでございます。

また、例は幾らでもあるかと思います。例えばGPIFが翻弄されたのは、ドットコムバブルの崩壊であるとか、あるいはリーマンショックとか、いろいろなものがございましたけれども、ああいったものは要するに金融システムの不安定化が要因でございます。そうすると、金融機関、広い意味での金融業、あるいはそここの取引を通じて資産価格に大きな影響を与えるようなビジネスを行っている企業、こういったところが短期的・近視眼的な経営を行うことによって、経済全体の振幅を拡大し、最悪の場合には金融システムの動揺を招くということをやれば、資産価格も大きく変動幅を広げる、ボラティリティを高めるわけございまして、これはGPIFにとっては迷惑この上ないことでございます。そればかりではなく、そういった振幅の拡大は経済全体の成長を阻害します。したがって、成長の果実も減ってしまうことになりますので、こういったことも社会的・環境的課題の解決の視野に入っていないければ本当はおかしいわけです。

この金融庁の資料にありますような、つまり13ページにあるような、長い時間がかかるような技術開発を後押しするようなことも、もちろん社会的・環境的課題の解決になるのですけれども、それだけではない、いろいろなところがあるのだといったことは、国民への説明において、世の中への説明において明らかになさるほうが、はるかによろしいのではないかと思います。

私がもう一つ心強く思いましたことは、他事考慮というものについて、この場でももう一度明らかにしていただくなかで、私が受けている印象としては、インパクト投資における組みになったとしても、他事考慮に関するお考えは全然変わっていないと思えるところでございます。もしそうであるならば、対外的な御説明の中でクリアにしていいただければと思うところでございます。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、オンラインで御参加くださっております佐藤委員、五十嵐委員、岡野委員、大野部会長代理、原委員の順番で御発言をお願いしたいと思います。

初めに佐藤委員、御発言ください。

佐藤委員

御説明どうもありがとうございました。

私も、2点とも方向性につきましては妥当かと思えます。ESGについてはコメントだけな

のですけれども、御説明の3点目にありました検証、PDCAのサイクルをしっかりと回していただくことが非常に重要でございますので、これを引き続きよろしくお願いいたします。

2点目のインパクト投資につきましては、質問があるのですけれども、PDCAというときに、P、計画の方向性はオーケーだと思うのですが、Dの取組、エグゼキューション、これはGPIFの場合、運用資金額の大きさ、キャパシティーを考えますと、インパクトのある投資を進めていくには、その兼ね合いはどうかかなと。通常、インパクト投資というと、アクティブ運用が主体になるのかかなと。ESGはパッシブの取組もかなりあるわけなのですけれども、その点について教えてください。

2点目の質問は、中長期というのは大体どれぐらいの期間を想定されるものなのでしょうか。

以上、よろしくお願いいたします。

神作部会長

ありがとうございました。

御質問が2点あったと思います。これは事務局からお答えいただくことでよろしいですか。

西平資金運用課長

事務局でございます。

質問を2点いただきました。

1点目は、インパクト投資に関しまして、実際に行う場合、どのような感じでやられるのかということかなと受け止めさせていただいてございます。先生がおっしゃるとおり、パッシブ運用の場合は、対象となります指数に基づいて、ある意味機械的に購入することによってございますが、インパクト投資に関しましては、個別の企業の個別の技術開発なり社会的・環境的課題の解決によって、どれだけ中長期的な収益が獲得できるかを投資判断の中に盛り込んで投資を行うということによってございますので、指数に基づくインデックス運用、パッシブ運用とは違って、アクティブ運用での実施になるというのが素直な実施方法ではないかなと考えてございます。

また、中長期的と先ほど私は申し上げましたけれども、その期間がどれぐらいなのかということによってございますが、なかなかそれは一概には申し上げられないのかなと考えてございます。その企業の技術がどれだけで実現するのかということもありますし、また、先ほど申し上げましたとおり、特に株式運用に当たりましては、GPIFは委託運用機関に運用をお願いして、その中で評価をしていただくことになってまいります。その場合、GPIFとして運用受託機関のパフォーマンスを評価するに当たりまして、どれぐらいの期間を設定しておくのかということなので、この運用受託機関については大体これぐらいというものがあるのであれば、その中で実現できるようなところを運用受託機関としてはインパクト

の評価の一つの参考としながら、投資先の企業を選んでいくというような投資行動になるのかなと考えてございます。

そのほか何かGPIFのほうで補足があればお願いしたいのですけれども、特によろしいですか。

では、回答としては以上でございます。よろしくお願いいたします。

佐藤委員

どうもありがとうございました。

こちらもPDCAのサイクルが非常に重要で、実効性の評価・測定といったことも重要になるかと思うしますので、よろしくお願いいたします。

どうもありがとうございました。

神作部会長

佐藤委員、どうもありがとうございました。

続きまして、五十嵐委員、御発言をお願いいたします。

五十嵐委員

ありがとうございます。

本日提示されました今後の方向性につきましては、GPIFの評価を今後とも維持・向上させる意味からも適切であると思いますので、賛同できるものだと思います。

その上で、直接関係することではないのですけれども、非財務的な要素の中に一つこういうのはないのかなというのを質問させていただきます。

今、経営者や従業員の心身の健康を維持して、意欲と能力のある方には長く働いていただきたいというのが中小企業においても非常に大きな課題になっています。そんなときに健康経営という指標は、定量的な効果の把握は非常に難しいのかもしれませんが、心身の健康、従業員の健康を中長期的に考えている事業者は非常に重要なので、こういうものを要素の中に少しでも反映させる検討の余地があるものなのかどうか、ちょっとお聞きしたいなと思った次第でございます。

よろしくお願いいたします。

神作部会長

御質問ありがとうございました。

この点についてはいかがでしょうか。

西平資金運用課長

事務局でございます。

ESGの評価の中で、特にSとかになりますと、例えばディーセント・ワークとかそのような要素もございますので、従業員あるいは経営陣の健康も考慮する余地はあろうかと思えます。ただ、すみません、私が不勉強なもので、現時点でそのようなものが評価をされた上で、例えばGPIFが行っておりますESGの指数の中に反映されているかどうかということについては、私のほうからはお答えが難しいところでございます。

GPIFのほうから何か補足とかがありますればお願いいたします。

石川審議役

先ほどお尋ねがあった、企業の活動における従業員への配慮といったことを考えているかどうかについては、一部においてそういったことを考慮しながら取り組んでいる先もあると理解しています。また、直接的に健康経営そのものに着目しているところまであるかどうかについては必ずしも承知しているところではないですけれども、関連する取組をしているところはあるのではないかという認識を持っております。

以上でございます。

神作部会長

御説明ありがとうございました。

五十嵐委員、よろしゅうございますか。

五十嵐委員

なかなかお答えしにくいところだったとは思いますが。

ありがとうございました。

神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、岡野委員、お願いいたします。

岡野委員

ありがとうございます。

私からも、御提案いただきました内容に関して異論はなく、賛成の立場であることをまずもって御報告させていただきたいと思えます。

その上で、まず評価の点なのですけれども、7ページ目におきまして、エンゲージメントの効果検証において記載がございましたが、運用委託先と投資先企業との対話が、投資先の企業価値の向上やダイバーシティの向上などに貢献しているという可能性が示されたということに関しては、前向きに評価させていただきたいと思えます。

その上で、3点御意見させていただきたいと思えます。

まず1点目ではありますが、5ページ目でエンゲージメント強化型パッシブ運用について記載がございますが、通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系であると記載がございますので、当然エンゲージメントを行うに当たってはそれ相応の負担がかかると認識しておりますので、その分の報酬は必要だと思いますけれども、きちんと報酬に見合った働きかけを行っているのかも確認、評価をお願いしたいと思います。

続いて2点目、インパクト投資についてであります。9ページ目以降で詳細の記載がございますけれども、新たな技術の実装やビジネスモデルの変革の必要性については理解しております。しかしながら、11ページ目の中段に記載がございますが、不確実性が伴うものと認識しております。この不確実性が伴うものに対して、年金積立金を充てる必要があるのか、果たして被保険者の利益になるのかという点については疑問が残るところであります。

今後、GPIFにおきまして、対象資産や投資手法について具体的に検討を進められるということですので、適宜、資金運用部会での報告をお願いしたく存じます。

3点目ではありますが、5月にございました通報案件、自家運用の業務プロセスの改善に関する検討をするプロジェクトチームを立ち上げられたということでございまして、それが今年の秋に結論が出るということでありましたけれども、その後の進捗について教えていただけると幸いです。

もし結論が既に出ているのでありましたら、前回部会でもお伝えしたとおりですけれども、次回以降、公平性と透明性を高めるための具体的な課題認識や対策をこの場で御説明いただけると幸いです。

よろしくお願いいたします。

神作部長

どうもありがとうございました。

1点、GPIFに対する御質問があったかと思います。お答えできる範囲でお願いできますでしょうか。

石川審議役

ありがとうございます。

御質問いただいたエンゲージメント強化型パッシブ運用の評価については、御指摘として引き続き取り組んでいきたいと思っておりますし、インパクト投資に関しては、まずは中期目標においてどのようにインパクト投資が位置づけられるかということ踏まえまして、法人としての対応の検討を進め、資金運用部会への御報告については年金局と相談をしながら進めていくことになると思っております。

最後にお尋ねがありましたインハウス運用に関する業務改善の取組に関しましては、法人において検討を進めておりまして、それについてどういう形で資金運用部会にお示しす

るかについても、年金局と相談してまいりたいと思っております。

以上でございます。

神作部会長

どうもありがとうございました。

岡野委員、よろしゅうございますか。

岡野委員

ありがとうございます。御検討のほど、よろしく願いいたします。

神作部会長

どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、大野部会長代理、御発言をお願いいたします。

大野部会長代理

ありがとうございます。

何人かの方のご発言内容と重複しますが、2点ほど質問させていただければと思います。

私も、御提案いただいた内容につきまして、特段異論はございません。

効果測定等にも取り組んでおられまして、改めてお礼を申し上げたいと思います。

インパクト投資を御提案いただきました。まずは受益者への果実の還元の最大化が求められておりまして、これは、費用とのバランスを取りながら、運用の成果を最大化することでもあるかと思います。

ESG指数に基づく株式運用も、通常のパッシブ運用よりは手数料がかかるというお話がございましたけれども、インパクト投資は、効果の測定、コミットメントを求めるということです、よりコストのかかる運用になるかと思います。この辺りにつきまして、現時点でお分かりになる範囲で構いませんので、何か情報を教えていただければと思います。それが1点目です。

2点目は、GPIFの中における人材の確保ということであります。インパクト投資の場合、運用受託機関の評価が問われることとなりますが、GPIFの中においても評価の判断ができる人材を確保しておく必要があるのではないかと思います。人材の確保に関しましてもお尋ねさせていただければ幸いです。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

御質問が2点あったかと思います。まず事務局から、特に第1点目について、もし情報

がございましたらおっしゃっていただくとともに、GPIFには2点ともコメントしていただければと思います。

それでは、よろしくお願いいたします。

西平資金運用課長

事務局でございます。

まさにこれから我々もGPIFと共に、インパクト投資をどうやっていくのかということを考えていかなければならないかなと思っておりまして、確たる情報というほどのものを申し上げることはなかなか難しいところではございますが、先ほど申し上げましたとおり、仮にインパクト投資をやるとなった場合は、パッシブ運用ではなくてアクティブ運用の中で実施していただくことになるのかなと考えてございます。

その際に、これまでGPIFにおきましては当然、全資産でESGの取組をやっておりますし、当然アクティブ運用機関におきましても、ESGインテグレーションの考え方の下で、その部分についてどのように評価をし、手数料、要はコストのところをどのように考えるかというものについての一定蓄積があらうかと思っております。

先ほど御説明したとおり、ESGと類似点・相違点がインパクト投資にあらうかなと考えておりますので、これまでGPIFにおいて進めておりますESGインテグレーションの考え方をより敷衍した形で、インパクト投資を評価する場合にはどうすればいいかということは、これからインパクト投資を進めていく上での大きな論点かなと考えてございまして、そういったところを特にGPIFと相談しながら進めていきたいというのが現時点でお答えできることでございます。

また、人材の確保につきましては、実は次回なりにもこちらの資金運用部会でまた御意見を頂戴したいと考えておりますので、その際にもまた御意見いただきたいと思っておりますが、GPIFにおきましても、これまで資金運用部会の業務実績評価でも、もう少し人材確保を頑張れというようなお声を委員の皆様方からいただいているところでございます。当然インパクト投資だけではなくて様々なところでGPIFは職員確保を進めていかなければいけないだろうと考えているところでございますので、その中で、殊、インパクト投資に関して、こうやって人を獲得していきたいというようなところまでなかなかまだ考えが及んでいないところでございますけれども、次の中期目標なり中期計画で何らかの方向性を出したいと考えておりまして、資金運用部会の委員の皆様方からもまた次回以降、御意見を頂戴したいと考えているところでございます。

何かGPIFのほうで補足がございますればということでございますが、ありますか。

石川審議役

GPIFでございます。

西平課長からお話があったとおりでございます。GPIFにおいて、インパクト投資の取組

については、まさにこれから、まずは中期目標においてどういう観点で位置づけられて、それを次期中期計画にどう位置づけて、その上で実際の取組が進んでいくことになるかと思います。次期中期目標期間においてどういった取組ができるかについては、中期目標の内容を踏まえながら今後検討していきたいと思ひますし、そういった取組に併せまして、それを実施する上で必要な人材についても今後検討していくことが必要と思ひておりますので、御理解いただければと思ひます。

以上です。

大野部会長代理

ありがとうございます。

神作部会長

どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、オンラインで御参加の原委員、御発言をお願いいたします。

原委員

ありがとうございます。

もう既に委員の方からの発言もありましたけれども、私からもコメントさせていただきます。

冒頭御説明もございましたとおり、まず前提として、「年金積立金の運用は、年金積立金が主に将来世代の年金給付の貴重な財源であるということに特に留意していただきながら、専ら被保険者の利益のために、中長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことによって、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。」ということが厚生年金保険法及び国民年金法に定められておりますので、そういった制度上の枠組みがあるということは、常に前提に置いていただければと思ひております。

そういうことを踏まえた上で、まず8ページにございますけれども、スチュワードシップ活動とESGを考慮した投資については、それぞれ必要なことではないかなと思ひております。

いろいろありますけれども、特に、ESGを考慮した投資についての定量的な効果検証が7ページにありましたけれども、こういったことの公開や検証といったことも含めて、ぜひ進めていただければと思ひております。あとは、スチュワードシップ活動を深化させるための取組の推進も必要なことだと思ひますので、賛同させていただきます。

もう一つ、インパクトを考慮した投資、インパクト投資につきまして、14ページに細かく方向性・課題をお示しいただきましてありがとうございました。なかなか分かりにくいところもあるかと思ひます。一般の方々にとっても、ESGとの違いとか相違点は書いてありましたけれども、インパクト投資、個別の投資ということで、それはどういうことかとい

ったことも、分かりづらい部分も多いと思います。

そういったことにしっかりと留意していただきながら、また、冒頭にもありましたけれども、被保険者の利益のために中長期的な投資収益の向上を図るという視点をもって、分かりやすく説明していただきながら、また、検証していただきながら、インパクト投資についてはまずはしっかりと検討を進めていただきたいと思います。いろいろと今、お話もいただきましたけれども、アクティブ運用や手数料といったこともありますが、そういったことも公開していただいた上で進めていただきたいと思います。と思っています。

以上です。ありがとうございました。

神作部会長

原委員、どうもありがとうございました。

それでは、会場に戻りまして、大森委員、御発言をお願いいたします。

大森委員

どうも御説明いろいろありがとうございました。

ESG投資につきましては、GPIFの投資家としての規模や目的にかなうものですので、これを進めていくことについては、皆さんと同じように同意でございます。

このようなESG投資について、1つだけコメントを申し上げますと、定量的な評価というところです。ESG投資は、一時ブームになりまして、その後少し落ち着きまして、今はちょうどいいのかもしれません。パフォーマンスだけ見ていると、そうした循環の下で普通のパッシブ運用に比べるとさえない時期も出てくると思います。ですが、ESG投資は中長期的なものですから、それにぶらされずに、しっかりと長期的な取組としてこれからも行っていただきたいと思います。短期的なパフォーマンスについて、悪い時期はきっとあると思いますので、いろいろ批判が来たりするかもしれませんが、開示の仕方に注意をしてうまくご対応頂くようにお願いできればと思います。

それから、インパクト投資につきましても、社会問題に対する政策のためではなく、その解決を通じた企業成長とそれに伴う金銭的な利益が目的ということですので、加入者利益につながるものですから、これもぜひ進めていただきたいと思います。GPIFは、その資金規模から多様なアプローチで、あらゆる投資機会を狙っていく必要があると思います。

インパクト投資は、ESG投資がある種のパッシブであると整理できるのに比べて、個別の案件を一つ一つ選んでいくアクティブ運用という位置づけになると思います。ですので、マネジャー側の裁量が大きくなります。インパクト投資を成功させるには、アクティブ運用と同じようにマネジャーの評価が最も重要になってきます。GPIFの理念を理解して、そして優れた銘柄選択を行ってくれるインパクト投資のマネジャーがどれだけいて、それをこちらが選ぶ体制がちゃんとあるのかというところが、これから取り組むうえで、なかなか難しいところだと思います。

ただ、行っていかなければ成功ありませんから、ぜひここは、ほかの委員も言われましてけれども、情報収集、それから投資、成功させるためのコストは当然かかるものですから人材の配置といった投資をしていただいて、成功を目指して取り組んでいただければと思います。

コメントとしては以上です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

多数の委員の皆様から御発言をいただき、大変ありがとうございました。

スチュワードシップ活動及びESGを考慮した投資につきましては、特にスライドの8ページにございます今後の方向性・課題、またインパクトを考慮した投資につきましては、14ページの今後の方向性・課題につきまして、委員の皆様から基本的に御賛同いただいたものと理解いたしました。もっとも、それこそ評価の仕方や重要性、あるいは情報提供の在り方等について、大変貴重なコメントや御意見をいただきました。大変ありがとうございました。

それでは、第2の議題に進ませてもらいたと思いますけれども、もし第1の議題について追加の御発言の希望等がございましたら、御発言をお願いしたいと思います。いかがでしょうか。よろしゅうございますか。

ありがとうございます。

それでは、次の議題（2）の「オルタナティブ投資について」、まず事務局から御説明をいただきたいと思います。よろしく願いいたします。

西平資金運用課長

事務局でございます。

2つ目の議題「オルタナティブ投資について」ということで、資料2を御覧いただけますでしょうか。

おめくりいただきまして、スライドの2ページ目でございます。

GPIFにおけますオルタナティブ投資の考え方ということで、オルタナティブ資産につきましては、一般的に上場株式等の伝統的資産とは異なるリスク・リターン特性を有してございます。また、流動性が低い分、その分高い利回りが期待できるという特徴がございます。そのようなことから、GPIFにおきましては、運用の効率性を向上しつつ超過収益を獲得するという観点から、リスク管理の体制整備を図りつつ、オルタナティブ投資を進めてきておるのが現状でございます。

現在の中期計画におきましては、オルタナティブ資産としてインフラストラクチャー、プライベートエクイティ（PE）、それから不動産をオルタナティブ投資の対象として実施してございます。また、これらオルタナティブ資産につきましては、資産全体の5%を上

限に運用を行うこととしてございます。

下がそれぞれ現行の中期目標、中期計画におけます関連の記載でございます。

おめくりいただきまして、3ページ目でございます。

オルタナティブ資産の運用資産残高と割合の推移ということで、今年の3月末、昨年度末時点におきましては、GPIFで約3.7兆円という運用資産の額になってございまして、オルタナティブ資産の運用の開始以来、着実に積み上げているところでございます。運用資産全体に占める割合は1.46%でございまして、下のグラフを御覧いただきますと、残高につきましては着実に増えておりますけれども、割合につきましては最近足踏み状態というか、横ばいというような感じになってございます。

この理由といたしまして、オルタナティブ資産につきましては、伝統的資産と比べて市場規模が小さいということに加えまして、後ほど御説明しますが、GPIFにおけます投資手法が限定されているという制約がございます。さらに非常に個別性が高いオルタナティブ投資におきまして、良質な投資機会の発掘を行うことには一定の時間を要するというところでございます。

足元、GPIFの伝統的資産の運用資産が比較的運用状況が好調ということもありまして、運用資産全体の規模が大幅に増加している中で、オルタナティブ資産の運用資産全体に占めます割合は1%台で推移しているというのが現状の評価でございます。

おめくりいただきまして、4ページ目でございます。

先ほど申し上げましたオルタナティブ投資を推進してまいっておりますけれども、それと並行して進めております体制整備の取組の御紹介でございます。

まず、GPIFにおきましては、2015年1月、約10年前でございましてけれども、オルタナティブ投資を担当する専門の部署を立ち上げてございます。その後、専門人材の採用を推進いたしまして、組織も拡充をし、現在、オルタナティブ投資部ということで、職員20名という規模にまで拡充をしているところでございます。

また、リスク管理体制の強化に関しましては、今申し上げましたオルタナティブ投資部で実際の投資を実行いたしますフロント、それからオルタナティブ投資部内でのリスク管理を担当いたしますミドル、そのほか法人全体の運用リスク管理を束ねております運用リスク管理部、このような重層的なリスク管理体制を構築いたしまして、リスク管理を強化しているということでございます。

さらに昨年度、2023年度から、オルタナティブ資産の運用リスク管理の取組の御紹介ということでございますが、オルタナティブ投資といたしましてGPIFが実施しておりますのは、インフラ、プライベートエクイティ、不動産の3つでございましてけれども、この3つをオルタナティブ投資ということで一括して考えるのではなくて、それぞれの資産特性を踏まえまして、インフラストラクチャーと不動産をセットにして、プライベートエクイティにつきましては伝統的資産とセットにしてということで、資産特性を踏まえた組合せでリスク管理をする運用を開始してございます。また、オルタナティブ投資の運用パフォー

マンスを評価する方法、新しい計測法を開発して、算出を開始してございます。

オルタナティブ投資につきましては、案件ごとの個別性が非常に高いという特徴がございます。そのようなことから、実際投資を行うに当たりましては、法務的な面、特に契約書類のレビューなどに手間を要するところでございます。そのようなことから、GPIFは2021年3月に法務体制を強化するために法務室を設置し、専門職員を積極的に配置してございます。さらに外部の専門家のお力添えもいただいて、オルタナティブ投資を実施する法的支援を拡充しているところでございます。

続きまして、5ページ目でございます。

GPIFにおけますオルタナティブ投資の投資手法の御紹介ということで、現在、GPIFに認められていて実際に実施をしておる投資手法の御紹介でございます。

1つ目は、投資信託の手法によります投資でございます。こちらはGPIFが機関投資家と共同投資協定に基づいて設定をいたしました投資信託の形で実施をしているスキームでございます。昨年度末時点、3月末時点で、ファンド数といたしましては2つ、約2,500億円の残高でございます。

2つ目が、投資一任形態に基づきますファンド・オブ・ファンズ投資でございます。右側の絵を御覧いただきますと、GPIFはピンク色の運用受託機関と投資一任契約を結びまして、その運用受託機関が投資の指図を行うということでございます。

ただ、その際、典型的な例でいいますと、運用指図を行うものはファンド・オブ・ファンズの形でございまして、そのファンド・オブ・ファンズはさらに別のオルタナティブ投資を行っておりますファンドに投資を行って、ファンドA、ファンドB、さらにファンドC、ファンドDといったような様々なファンドに分散投資を行うような投資形態ということでございます。運用実績といたしましては、昨年度末時点で15ファンド、運用資産残高は約3.4兆円ということで、現時点の運用資産残高の多くはこちらの形態での運用になってございます。

おめくりいただきまして、6ページ目でございます。

LPS、投資事業有限責任組合でございます。

右側の絵を御覧いただけますでしょうか。こちらはLPSと呼ばれます投資事業有限責任組合を通じた投資ということでございますが、この組合にはGP、General Partnerと呼ばれる無限責任組合員とLPと呼ばれます有限責任組合員がございまして。GPIFがLPS投資のスキームを利用する場合は、LPとして参加をするわけでございますけれども、この組合として投資を行う場合、ピンク色のGP、無限責任組合員が全ての投資判断を行うという形になってございます。

その投資収益につきまして、出資割合に応じてLPにも分配されるということでございまして、GPIFはLPとして参加することによりまして、投資判断は全てGPにお任せをした上で、投資収益は帰属をするという形になってございます。運用実績といたしましては、昨年度末時点で9ファンド、額にいたしまして300億円程度になってございます。

LPSのスキームを通じまして、GPIFがオルタナティブ投資を行う場合につきましては、これまで年金部会あるいは資金運用部会での御議論を踏まえまして、このスライドの下に書いてありますような要件①～④の要件を満たしたものにだけ投資をするということになってございます。

1つ目が、銘柄を特定して契約するLPSは除外するというところでございますとか、投資先が特定銘柄に集中しないというような要件でございます。

2つ目が、レピュテーションリスクの回避ということで、個別の投資案件のGPIFの投資分が50%超とまらない契約でないと駄目ですよという要件。

3つ目は、不動産を直接保有しないという要件。

4つ目は、適正手続、透明性の確保ということで、経営委員会のモニタリングの下で実施をするというような要件となっております。

おめくりいただきまして、7ページ目でございます。

先ほど投資手法に制約があると申し上げましたが、実は特に国内の不動産投資におきまして一般的に使われている投資手法といたしまして、匿名組合、TKを通じたオルタナティブ投資という形態がございます。匿名組合といいますのは、下の左側の絵を御覧いただきますと、同じく投資判断を行う方につきましては、ここでも同じピンク色を付させていただいておりますけれども、営業者の方が個別のプロジェクトA、B、Cへの投資を行うという投資判断を行うわけでございますが、そこに出資をする場合には、その営業者に対しまして投資家A、投資家B、投資家Cがそれぞれ個別に匿名組合員として匿名組合契約を結びまして出資を行うというようなスキーム、こちらが匿名組合を用いた投資スキームでございます。

先ほどの1つ前の6ページ目のLPSの投資のスキームと比較いたしますと、LPSの場合は様々なLPの方々とGPで組合を構成しますけれども、TK、匿名組合を使う場合は、個別に営業者と投資家の間で組合契約を結ぶ。したがって、投資家A、B、Cという場合は、それぞれ投資家Aと営業者、投資家Bと営業者、投資家Cと営業者という3つの組合契約が成立しておるということでございます。

この匿名組合を用いた投資スキームの特徴といたしましては、LPSと同様、ピンク色の営業者の方が全ての投資案件の選択等の投資判断を行うということで、投資家A、B、C、匿名組合員につきましてはそのような投資判断は行わないということでございます。さらに責任に関しましても、匿名組合員は出資した額以上の責任を負わないという意味で、有限責任ということになってございます。

国内の不動産投資のマーケットにおきましては、営業者のところが合同会社という法的な枠組みを使って利用されることが多く、GK-TKスキームという形で典型的な投資スキームとして広く用いられているという状況でございます。

右側、法制上の整理といたしまして、LPSと匿名組合を比較してございますが、相違点といたしましては、1つ目の実施可能な事業が、LPSの場合は、名前からして投資事業有限責

任組合でございますので投資事業に限定されておるのに対しまして、匿名組合については特にそのような制限がないということ。

また、登記につきまして、登記義務の有無が違っております。

一番下の外部監査につきましても、LPSにつきましては制度上、外部監査の義務がございますが、匿名組合につきましては、そのような制度上の義務がないというところでございます。

おめくりいただきまして、8ページ目でございます。

以上を踏まえまして、オルタナティブ投資につきまして次の中期目標期間でどのように考えるかということでございますが、オルタナティブ資産につきましては、そもそも年金積立金全体の資産額が増加しておる中で、引き続き適切にポートフォリオに組み入れることによって、運用の効率性あるいは超過収益を獲得するという観点から、組み入れていくことが必要であろうと考えてございます。

ただ、その場合におきましては、リスク・リターンの評価・分析手法の確立に向けた検証でございますとか、リスク管理の体制整備を進めなければならないということかと思っておりますが、このような取組を進めながら、着実にオルタナティブ投資を進めていくことが必要ではなかろうかと考えているところでございます。

そのように着実にオルタナティブ投資を進めていただくためには、投資機会へのアクセスを広げることが重要かと考えてございます。その際、先ほど説明いたしました現在認められておりますLPS投資につきましては、過去、年金部会、資金運用部会での御議論を踏まえた上で、一定の要件を課した上で認めているところでございますが、同じく国内の不動産投資等においてLPSと同様に一般的に使われている手法であります匿名組合を通じた投資も、投資機会へのアクセスを広げる観点からはGPIFに認めるべきであろうかなと考えてございまして、その際には、一定の要件を課した上で新たに追加をすることを検討してはどうかと考えてございます。

おめくりいただきまして、9ページ目でございます。

今申し上げましたTK、匿名組合を通じたオルタナティブ投資をGPIFに認めるとした場合、要件といたしまして、現在認めておりますLPSと同様な要件を課さなければならないだろうと考えてございますし、LPSと匿名組合、TKの違いに応じて、さらに条件を幾つか設定しなければならないのではないかと考えてございます。

下の箱の中で要件といたしまして①～⑥を書かせていただいておりますが、その中で点線で囲っております要件の③～⑥につきましては、先ほど御説明いたしましたLPS投資と同様の要件を課す必要があるだろうと考えてございます。具体的には特定案件への投資の回避、レピュテーションリスクの回避、不動産投資の取扱い、適正手続、透明性の確保ということで、先ほどLPSについて御説明したものと同一要件でございます。

さらに要件の①、②といたしまして、匿名組合はLPSと違いまして営業の内容が投資事業に必ずしも制度的には限定されていないということでございますので、GPIFがTKを使うと

いった場合は、あくまで投資事業を行う場合のものに限るというような限定が必要であろうと考えておりますし、要件の2つ目といたしましては、制度的に必ずしも外部監査が求められておりませんが、GPIFが利用する場合には、投資家保護の観点からも、そのような外部監査を行っていただくような匿名組合にしか参加を認めないというような規制を課す必要があるのではないかと考えているところでございます。

以上、資料2についての説明でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

神作部会長

御説明どうもありがとうございました。

それでは、ただいま御説明をいただきましたオルタナティブ投資につきまして、委員の皆様方から御質問や御意見を頂戴したいと存じます。

先ほどと同様に、会場にお越しの委員の皆様は、ネームプレートを立てていただくことによって、また、オンラインで御参加の委員の皆様におかれましては、「手を挙げる」の機能を使って御発言の意思をお知らせいただければと思います。

それでは、どなたからでも結構です。いかがでしょうか。

はじめに佐保委員、お願いいたします。

佐保委員

ありがとうございます。

私からは、2点ほど質問させていただければと思っております。

1点目は、運用資産全体の規模が大幅に増加する中で、投資機会へのアクセスを広げたいという観点から、匿名組合を通じたオルタナティブ投資についての追加の御提案だと承知をしております。

国内の不動産投資等において一般的に使われている手法とのことでありますが、LPSと比較してどのくらい使われているのかどうか確認させてください。

2点目ですが、懸念点である投資家保護・開示水準については、9ページに記載の要件「要件① 営業の内容の限定」「要件② 外部監査の実施」を課すことで、LPSと同程度の投資条件を確保するとのことですが、それ以外に懸念点はないのかどうかお聞きしたいと思います。これにつきましては、ほかの委員の御意見も参考にさせていただければと思いますので、よろしくお願いいたします。

以上です。

神作部会長

ありがとうございました。

御質問があったかと思えます。2点お願いいたします。

西平資金運用課長

お答えをさせていただきます。

どれぐらい匿名組合がマーケットでシェアといいますか普及しておるのかということでございますけれども、なかなか定量的なものが見つけにくい中で、幾つか調べましたが、適格機関投資家の特例事業者というものが金融庁からリストとして公表されてございます。直近のものを見ますと、適格機関投資家の特例事業者として届け出されているものが名寄せをすると4,000ぐらいあったのですけれども、その中でLPSの名前がついている、要は投資事業有限責任組合という名称が付されているものが大体2,300ぐらいであるのに対して、匿名組合という名前がついておるのが1,500～1,600ぐらいございますので、単なる数といたしましてはLPSに若干劣りますけれども、3,800のうち1,500ぐらいは匿名組合、2,300ぐらいがLPSというような感じで考えてございます。

その中で、匿名組合1,500～1,600と申し上げましたけれども、そのうちの1,000弱、960ぐらいが不動産ファンドのような名称になってございまして、国内の不動産投資のマーケットでは、匿名組合というものが一定の存在感といいますかシェアがあって、ここにアクセスできないというのは、投資機会としてなかなか制約になっているのではなかろうかと考えているところでございます。

2つ目の要件①、②以外に何か追加するものがあるのかないのかというところでございますが、我々としたしましては、実施可能な事業を投資事業に限り、かつ外部監査のところを要件として課すことによって、現在認めておりますLPSと同様の投資家としての保護が図られて、GPIFとしても年金積立金の運用として匿名組合を使うことを認めても差し支えないのではないかと考えてございますが、もし資金運用部会の委員の皆様方の御知見の中で、こういったところにも気をつけたほうが良いぞというような御意見やアドバイスがございましたら、我々としても承りたいと考えておりますので、どうぞよろしくお願いいたします。

以上でございます。

神作部会長

ありがとうございました。

佐保委員、よろしゅうございますか。

佐保委員

ありがとうございました。

神作部会長

ありがとうございます。

それでは、続きまして、会場で御参加くださっております大森委員、玉木委員、徳島委

員にまず御発言をお願いしたいと思います。

それでは、大森委員から御発言ください。

大森委員

御説明ありがとうございました。

以下、質問、コメントさせていただきたいと思います。

まずオルタナティブ投資全体の枠の5%なのですけれども、これはどのように決まっているのかということです。といいますのは、今回は検討の時期でございますので、もし理由があればそれを再検討して、継続するのか、変更するのか、より望ましい値は何なのかを考えればよいですし、特段まだ理由がなくて、取りあえずの5%なのであれば、改めてその理由を再検討することが必要と思われます。何となく検討しないで現状維持になってしまうというのは避けたいと考えます。恐らくはリスクや流動性、それから管理の可能性や管理のコスト、そういったところが着目点になると思われます。枠をつくりましても、今回もそうですけれども、オルタナの場合にはなかなか積み上げるのにも時間がかかりますし、検討は早めにしておいたほうがよいと思われます。

投資対象なのですけれども、今は3つ、インフラとか不動産、プライベートエクイティということですが、こちらについてももしそのほかに投資したいものがあればGPIFから申請をし認可をするという枠組みになっていると存じておりますので、こちらはあまり制約になっていないかと思います。投資機会を広げるという意味で、柔軟に対応していただければと思います。

もう一つ御提案いただきましたGK-TKフレームワークですけれども、こちらにも制約が少なく使いやすいわけなのですが、自由過ぎるところがありますので、適切な枠組みをつくるという意味では、御提案いただいたものでよろしいかと思います。さらに必要な制約があるのかどうかということについては、私もそこまで細かいことは分かりませんので、皆様のご意見で判断させていただきたいと思います。

コメントは以上になります。

神作部会長

ありがとうございました。

1点御質問があったかと思います。5%基準の根拠についてお願いいたします。

西平資金運用課長

現状の5%の考え方でございますけれども、恐らく最初に始めたということでの5%ということもございまして、かつて投資を始めた頃に、GPIFにおきましてオルタナのマーケット規模みたいなものも一応参考にした上で、あまりGPIFで10%、20%と出すことによってマーケットシェアが大きくなり過ぎてもなかなかいけないだろうというようなこともあ

るし、そういったところも考慮したようには聞いてございますが、まずは何より最初に始めるということで、一つの目安として5%が設定されたのかなと思っております。

ただ、資料の2ページ目を御覧いただきますと、下のところで現行の中期計画が記載されてございます。「5%を上限とする。ただし」と書いてございまして、先ほど大森先生がおっしゃったようになかなか流動性が低い中で、積み上げるのに時間がかかりますし、逆に積み上げたものを減らすにも、オルタナティブ投資の場合、伝統的資産と違って難しいところもございまして、上限遵守が困難となる場合には、経営委員会による審議・議決を経た上で、上振れを容認するというような書き方になってございまして、そういったオルタナティブ投資の特性も踏まえた上で、現在の考え方、一応5%は設定しておりますけれども、上振れする可能性も認識した上でこのような書き方になっておることかと思っております。

以上でございます。

神作部会長

よろしいでしょうか。

大森委員

ありがとうございます。理解いたしました。

神作部会長

それでは、続きまして、玉木委員、御発言をお願いいたします。

玉木委員

オルタナに関しまして、GPIFの進め方につきまして、安心感を覚えております。ただ、これにつきましては、国民への説明につきましては、一段と工夫を要するかもしれません。と申しますのも、オルタナというと直ちにリスクと結びつける受け止め方もいまだに残っているかと思えます。ということで、残高も増えていることでもございますので、これはそういうことではないのだということを丁寧に説明していただきたいと思えます。

今日の資料の1ページのまさに1行目ですけれども、伝統的資産とは異なるリスク・リターン特性だということであって、別にハイリスクであるということはどこにも書いてございませんし、まだそういったことでも実はないのだろうと思えますので、そこは十分な御説明をしていただければと思います。

また、特に今回の場合は、匿名組合などという名前からしてうさんくさいような、何だこれと思う人も多いわけです。けれども、先ほど課長から出ましたように、事例はたくさんあるのだといったことも含めて、国民に安心感を与えるような説明の仕方をお願いしたいところでございます。

もう一つは、だんだん残高が積み上がってまいりましたし、今後、20人のオルタナ部があつて、あと法務室のほうもあるといったことになると、これは増えるのだろうと思いますし、場合によっては、キャピタルコールがかかってくればもっと増えるといったこともあるかと思います。

他方で、リバランスは非常に困難でございますので、既に策は講じられておりますけれども、ほかの伝統的資産が急に値下がりしたといった場合には、比率が上がってしまいます。そういったときに慌てて投げ売りする必要がないように、このような仕組みになっているわけでございますけれども、始まってからだんだん体制が整い、実績が上がってまいりましたので、先ほど大森委員からの御質問にもありましたとおり、今、何%であるのかといったことについて、あるいは5%というのはこういうことなのだとか、オルタナの比率というのはこのような動き方をするのだということを、特に世の中が騒がしくないときに、常日頃から前広な御説明をしていただければと思います。いざ大きな金融変動が起きたときに、数字は動くかもしれませんが、そのときに近視眼的なといいますか、条件反射的な反応が国民から出ないような御配慮を、ぜひお願いしたいところでございます。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、徳島委員、御発言をお願いいたします。

徳島委員

ありがとうございます。

以前から申し上げておりますように、オルタナティブ投資に取り組むことが必ずしも資産運用の高度化ではないとお考えいただいたほうがいいと思います。世の中的にはどうもオルタナをやったら高度化できたのだということになるようですが、玉木委員からも御指摘のあったとおり、伝統的資産とリスク・リターンのプロファイルが違うだけであつて、オルタナをやることは高度化にイコールではないと考えます。

ただ、一方、御説明にもあるように、オルタナ投資に取り組むためにはどうしても人的対応といった体制の整備は必要になります。オルタナを増やしていくことには基本的に賛成なのですが、人的資源をどこまでつぎ込むのかといったことが重要と考えます。現状、運用部で20名、それプラス法務室のかかなりの機能はオルタナ投資に割かざるを得ないので、それらを含めどこまで資源を増やし投入していくのかは、法人の中でお考えいただく必要があると思います。

私が承知している限りでは、例えば海外の公的年金は、こういったオルタナ投資に携わる膨大な数の専任者を持っていますので、GPIFの人員構成の中でこういった形をつくっていくのかお考えいただけたらと思います。

それから、もう一点、GK-TKといった枠組み、不動産の投資形態としては、御説明のあったように国内ではかなり一般的な形態ですが、匿名組合と聞かされたときに、法的根拠といった制約があまりないため、取り組むことには全然反対ではないのですが、法務室の負荷がすごく増えます。ドキュメンテーションをきっちり確認しないといけないこともありますので、GPIFが投資できるGK-TKの枠組みはこういうものであるといったGPIF適格といった類型をつくり世に知らしめるとか、本当は法制化できれば楽なのでしょうが、そういった少し前向きなアプローチをすることで、不動産業界等にメッセージを発信していただければ、もう少し投資が進むのかと思います。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、オンラインで御参加いただいております佐藤委員、どうぞ御発言ください。

佐藤委員

どうもありがとうございます。

私も、1つ目の議題同様、議題（2）の今後の方向性は妥当で、賛成です。

その上で、コメントと質問がございます。

まずコメントでございますが、4ページ目の体制整備の中のリスク管理体制のところです。ポツの2番目、これは他の委員からもコメントがありましたけれども、インフラストラクチャーと不動産について、その資産特性を踏まえて別枠で管理するという方向性は大変結構なことだと思いますし、海外では、オルタナティブ投資という呼称ではなく、各戦略に分けて、資産配分、リスク管理を行っておりますので、GPIFの全体のアロケーションはまだ1%台なので、市民権を得るのにまだ時間はかかるかと思うのですけれども、こういった資産特性に応じたリスク管理は大変結構な方向性だと思います。

2点目は、同じく4ページ目の3ポツの法務体制の強化なのですが、GPIFの法務体制のリソースは国内随一で、なかなか他のアセットオーナーにまねができませんことでもないと思うのです。こういうリソースをもっと他のアセットオーナーと共有できる、例えば特定のファンドについて、スキームについて、レファレンスが受けられるような仕組みがあるといいなと思うのですけれども、そういったところはいかがでしょうかというコメントに近い質問です。

3点目は、これも他の委員の皆様から御質問が多かったGK-TKのところなのですが、これもグローバルスタンダードが確保できるならば、私は良いかと思うのですが、先ほどLPSとこのスキームの比較の割合の御説明もあったのですが、海外でも匿名組合のスキームはあるのに、すごくマイナーな気がするのです。この理由をもし御存じでし

たら教えていただきたい。何が申し上げたいかというと、要は国内不動産がGK-TKありきだから、それに必要なところを補強して乗っかるというよりも、不動産投資というものに本格的に取り組んでいくときに、どういうスキームがベストなのかといった観点から投資機会を広げ、投資を進めていただければと思う次第です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

1点御質問があったかと思います。事務局にお願いしてよろしいでしょうか。

西平資金運用課長

ありがとうございます。

何点かコメントとかをいただきましたけれども、お答えできる範囲でお答えをさせていただきますと思います。

まず、法務機能に関しまして、GPIFの人的リソースを他のアセットオーナーと共有できないかというような御指摘をいただきました。正直なところ、あまりそういう発想はなかったところですので、これからどういうことができるかを考えなければならないと思いますが、そもそも論で申し上げますと、他のアセットオーナーといったときに、まだ3共済、一元化されております厚生年金の積立金を運用しているというところに関しましては、一定あり得るのかなと思いますけれども、それ以外のアセットオーナーになりますと、例えば企業年金ですと全く違う年金ということになりますので、厚生年金なり国民年金の積立金の運用を行っていて、それを使って雇っておりますGPIFのリーガルスタッフの力をそれ以外のところにお貸しするというのは、なかなか理念的には難しいのかなということを直感的には考えてございます。

また、GK-TKに関しまして、国内では一定程度のシェアがあるのだけれども、グローバルな目で見るとどうなのだろうかというような御指摘だったかと思います。おっしゃるとおり、グローバルなところまで確たる数字は持っておりませんが、実はGPIFのオルタナティブ投資を国内、海外の割合で見ますと、なかなか国内での投資が進んでいないというのが実はオルタナティブ投資全体を通じた課題と考えてございます。

GPIFの基本ポートフォリオに照らして言いますと、半分が国内資産で半分が海外資産というのが基本ポートフォリオでございますし、オルタナティブ投資につきましては、それぞれ案件に応じて既存の4アセットに割り振って管理をしておるという中で、オルタナティブ投資に関してはなかなか国内の投資が進んでいないということを考えますと、一定程度のシェアがある投資スキームなのに国内でアクセスできないGK-TKのところを手当てするというのは、国内でのオルタナティブ投資をもう少し進展させるためには必要なのだろうというのが実は発想の一つでもございます。

海外につきまして、GK-TKがどれほど進んでいるのかは分かりませんが、さらに海

外のものになりますと、法務的なところの負担も非常に大きくなってこようかと思っておりますので、そういったところも慎重に見極めながら、まず念頭にあるのは国内でのGK-TKスキームの活用なのかなと考えているところでございます。

以上でございます。

佐藤委員

どうもありがとうございます。

1点目の質問は、私も言葉足らずで申し訳ございませんでした。まずは3共済を想定していました。

2点目は、申し上げたかったのは、要はきちんと投資家が保護されるスキームであればいいのですけれども、GK-TKありきでは考えてほしくない。徐々にこれもGPIFの投資の力をもって変えていただけたところがあるといいのかなと。例えば外部監査がなくてまかり通ってしまうというのは、ある意味すごいスキームだと思うのです。ですから、ここはGPIFだけが強化するのではなく、ほかの投資家にとってもあるべき姿だと思いますし、要はあるべきスキームで国内の不動産投資を評価していければと思います。

ありがとうございました。

神作部会長

どうもありがとうございました。

GPIFから、今の点について何か補足やコメント等ございますか。特に他のアセットオーナーとの情報共有の仕組みに関する御意見もあったかと思います。

石川審議役

御指摘ありがとうございます。

西平課長から御説明があったとおりでございます。特にあまり付け加えることはございませんけれども、公的年金の運用機関として他の共済との連携をしながら取組を進めていくことは総論的にはございます。そういう中で、オルタナティブ投資の法務体制に関する他との連携については、そこまで頭が及んでいなかったところは正直ございます。

個別性が高いオルタナティブ投資に関する当法人の知見について、他との連携がどの程度可能なのかということについては、私自身もまだ想像し切れていないところがありますけれども、御指摘として本日のところは承りたいと思っております。

以上でございます。

神作部会長

どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、オンラインで御参加の大野部会長代理、どうぞ御発言ください。

大野部会長代理

ありがとうございます。

私も、提案の内容につきまして、基本的に異論はございません。

佐藤委員から今、御指摘がありました点につきまして、私も質問、コメントさせていただければと思います。

スライド7にありますLPSと匿名組合の比較を見まして、私も少し疑問を持ちました。スライド9にもありますが、受益者保護の観点から、GPIFが匿名組合を通じたオルタナティブ投資をする場合には、③、④、⑤、⑥の要件に加えて、①、②の要件も追加するということは非常に妥当だと思います。

逆に、要件①、②を加えることによって、GK-TKスキームの中で投資対象がどのぐらい減ってしまうのかということも少し気になりました。

ただ、受益者保護の観点から、これらの要件はあるべきだと思いますし、GPIFが投資をする際には、これらの要件が必要であるというように条件を定めれば、日本の不動産投資のマーケットのほうが変容していくことも期待できるかと思います。また、これらの条件を付すことでマーケットの環境整備にもつながり、他のアセットオーナーも投資しやすくなるのではないかと思いますので、是非、これらの要件を加えて頂ければと思います。

コメントと1点質問させていただきました。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

御質問については事務局をお願いしてよろしいですか。

西平資金運用課長

御質問ありがとうございます。

正直、先ほど私のほうから適格機関投資家の数については申し上げさせていただきましたけれども、いかんせん公表されておりますのは名前ぐらいでございまして、実際にそこが監査を受けているかどうかというところについては正直把握してございませんし、あくまで申し上げましたのは適格機関投資家として登録をされておるというところでございますので、そこに登録されていない匿名組合もたくさんあるかと思っております。

そういったことで、先生御質問の先生も適切ではないかとおっしゃっていただいた要件の①と②を追加することによってどれぐらい減ってしまうのかということにつきましては、申し訳ございません。現時点で定量的なものはございません。ただ、GPIFが匿名組合、GK-TKスキームを使って例えば国内の不動産投資に乗り出す、制度的にそれが可能になるということになりますと、我々も先生がおっしゃっていただいたようなマーケット変容といい

ますか、GPIFに投資してもらうためには外部監査を導入しようとか、そういった動きが少なからず生じてくるのではないか、それがひいては国内の不動産投資のマーケットの環境整備にもつながるのではないかというような考えも若干持っていることは事実でございます。

中途半端なお答えになりますけれども、以上でございます。

大野部会長代理

ありがとうございます。

神作部会長

ありがとうございます。

本日、実務にお詳しい委員の方も御参加くださっていると思いますけれども、ただいまの御質問、特にGK-TKスキームで営業者に外部監査が実施されているかどうかについて、実態を御存じの方はいらっしゃいますでしょうか。確かに御指摘は非常に重要な点ですので、実態を調べていただければと思います。よろしくお願いいたします。

ほかに御質問、御意見等ございますか。

徳島委員、お願いいたします。

徳島委員

今の部会長代理の御指摘に絡んでなのですが、GK-TKで事務局から現在1,600あるという御説明がありました。この1,600の中でどうかという議論よりも、これからどうするかが重要です。要するにGK-TKスキームは既に皆さんが出資をしてしまった後なので、後から入っていくわけではありません。むしろこれから不動産のこういったスキームが出てくるときに、GPIFはこのような要件であったら投資すると明確に説明して取り組んでいくことに意味があります。既存のものに関して確認するのは当然して良いのですが、それはマーケットの拡大にはつながらないと考えます。

以上です。

神作部会長

御意見ありがとうございました。

ほかに御意見、御質問ございますでしょうか。

それでは、佐藤委員、どうぞ御発言ください。

佐藤委員

今のは徳島委員の意見に強く賛成という意味です。

失礼しました。

神作部会長

ありがとうございました。

私からも発言をさせていただいてよろしいでしょうか。

オルタナティブ投資の定義が、伝統的な資産と異なるリスク・リターンを持つ資産に対する投資ということだとすると、恐らく将来的にはオルタナティブ投資というのはどんどん増えていくという方向にあると思いますので、オルタナティブ投資に備えて、様々な知見や組織体制、ガバナンスなどを構築していただくことは非常に重要なことと思います。

その上で、様々な御意見がございましたけれども、特に匿名組合スキームについて御懸念や御注意をいただいたと思います。御指摘のとおり、匿名組合の大きな特徴は、基本的には契約自由の原則が妥当する領域ですので、契約の定め方によっては、極端な話、匿名組合員の追加出資義務のようなものを定めて、有限責任を実質的に否定することも実は匿名組合契約では可能となっております。そのような意味では、匿名組合においては組合契約の内容をきちんとチェックすることが極めて重要になると思います。

私、お話を伺っていて、資料の9ページに記載されている①の要件はどうしても必要なのではないかと思います。今申し上げたように、営業者のビジネスが投資に限られていれば、実質的には匿名組合員の有限責任を否定するような局面が出てくる場合は限定されると思いますけれども、これが投資事業に限られないということになると、匿名組合員に対しても匿名組合契約の中身によっては追加出資が求められる等のことが十分あり得ると思いますので、私は①は必要かなと感じたところでございます。

いずれにしても、私の理解では、匿名組合というのは英語の辞書にも載っているということでございまして、GK-TKをはじめとする匿名組合を用いた投資スキームは、日本ではかなり確立している投資形態だとは思いますが、先ほどのような留意すべき事項がございますので、特にGPIFにおかれましては、一線から三線まできちんとオルタナティブ投資についてコントロールする体制を整備して進めていただくことが肝要であると思いました。

私からも一言発言させていただきました。

ほかに御質問や御意見等ございますでしょうか。よろしゅうございますか。

よろしければ、先ほど申し上げましたように、特に匿名組合の形態を用いた投資については、留意すべき事項や事実関係について確認すべき事項があるという御注意をいただきましたけれども、基本的に8ページにございます今後の方向性・課題、及び9ページにございますGPIFがTKを通じたオルタナティブ投資を行う場合について、少なくとも何らかの枠組みが必要であるという点については、9ページに記載してある要件①～⑥を軸に、さらに検討していくということで、基本的に御異論はなかったのではないかと思います。

それでは、今回の御意見も踏まえて、次回以降、GPIFの次期中期目標の策定などに向けた検討を進めていただければと思いますので、特に事務局におかれましては御準備をよろ

しくお願いいたします。

若干早いのですが、延長をさせていただくこともございますので、今日はこれで終了させていただきたいと思います。

最後に、事務局より連絡事項がございましたらお願いいたします。

西平資金運用課長

事務局でございます。

本日は、御議論いただきまして、大変ありがとうございました。

次回の部会の開催につきましては、追って御連絡をさせていただきたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

神作部会長

それでは、本日もお忙しいところ御参加いただきまして、大変ありがとうございました。

これにて本日の審議は終了いたします。

長時間にわたり活発に御審議いただき、建設的な御意見をたくさんいただき、誠にありがとうございました。