

第11回経営委員会議事録

1. 日 時：平成30年 6 月18日（月） 9：30～12：00

2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 出席委員等：・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
・高橋理事長

4. 議 事

1 開会

2 議決事項

組織及び定員に関する重要事項について

3 審議事項

（1）平成29年度業務実績評価について（案）

（2）平成29年度業務概況書（案）

（3）平成29事業年度財務諸表並びに事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他会計に関する重要事項について（案）

4 報告事項

調査研究について（2017年度実績評価および2018年度計画）

5 その他事項

6 閉会

○平野委員長 これより、第11回「経営委員会」を開会いたします。

それでは、議決事項でございます。「組織及び定員に関する重要事項について」、執行部から説明をお願いいたします。

○鷺巣総務部長 それでは、よろしくお願いいたします。02のファイルをお開きいただきたいと思います。

組織及び定員に関する重要事項につきましては、経営委員会の議決をいただく事項となっております。今回、お諮りするの、7月1日付で組織改正を行いたく、その御提案でございます。

改正の内容につきましては、1ページ目でございますが、まず左側の【変更前】をご覧ください

いただきたいと思います。現在、企画部には3つの課を設置しておりまして、その中の調査数理課を調査数理室に、右側の【変更後】でアンダーラインを記載しておりますが、そのように改正したいと考えております。

この理由につきましては、2ページをご覧ください。現在、企画部に置いております調査数理課は、企画部長の管轄下にございまして、主に基本ポートフォリオに関する業務や調査研究業務などを所掌しているところですが、この基本ポートフォリオの策定業務や基本ポートフォリオに基づく運用管理業務につきましては、法人の根幹となる業務であると言えます。

そして、この基本ポートフォリオの策定業務につきましては、昨今、高度化が進んでいますことや、運用対象資産が多様化していることなどを踏まえますと、諸外国の状況も含め、継続的に情報収集を行うなど、専門的な知見を集約していく必要があるのではないかと考えております。

また、基本ポートフォリオは経営委員会の議決事項でございまして、経営委員会と密接な連携も必要となりますことから、専任幹部のもとで調査研究等に関する専門的な知識を持って、経営委員会と連携する部署の設置が必要と考えたところでございます。これが1つ目の理由でございます。

2つ目の理由といたしましては、調査研究業務につきましては、これまでは調査研究のテーマの設定につきましては、企画部の管轄下で行っていましたが、具体的な業務の進捗等の管理につきましては各担当部室がそれぞれに行っておりまして、司令塔としての役割は決して十分ではなかったところもございました。

また、今般、経営委員会からは、研究のテーマの設定や調査研究の成果の評価、そして、研究結果の業務への活用など、PDCAサイクルを適切に回すように求めがあったこともあり、今後は実効性を持って調査研究のテーマの設定から業務への活用まで、PDCAを回す司令塔の役割を果たす部署の設置が必要と考えたところでございます。

以上の理由から調査数理室を新設いたしまして、専任の室長を充て、体制の強化を図りたいと考えたところでございます。

なお、新設の時期につきましては、7月1日からと考えているところでございます。

説明につきましては、以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

それでは、御質問、御意見がございましたら、どうぞお願いいたします。

○中村委員 これは機能が不足しているので設置するということだと思うので、その方向感はいいと思うのですけれども、これをやるにはその機能を高めたので、その高めた機能にふさわしい人が、獲得できているということなののでしょうか。

○平野委員長 どうぞ。

●三石理事 人事の話なので、私のほうから申し上げさせていただきたいと思います。

今までは、1ページにありますように、企画部長の下に調査数理課を置いて、部長級は

いわゆる企画部長が兼任するような形で基本ポートフォリオの策定、あるいはいろいろな調査研究ものをやっていたわけですが、今回は部長級を専任にしようということでございますので、それにふさわしい者を調査数理室の室長に充てたいと考えております。

○中村委員 もういるということですか。

●三石理事 はい。中では考えております。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 調査研究業務全般を統括するという趣旨ですね。

●鷺巣総務部長 そのように考えております。

○岩村委員 調査の内容というのはいろいろなものがあって、従来の調査数理室の所管とは異なる、そこからはみ出たものの調査もあるわけですか。

●三石理事 実際の調査研究をどうするかといいますと、やはりテーマによって、例えば運用系のテーマで言えば運用部署との関連、あるいは投資戦略との関連のテーマであれば、投資戦略との関連、そういったところと協力してやるということですが、いずれにせよ、いつまでにどういう成果を上げて、それをどういうふうに業務に反映させるかというPDCAサイクルをきちんと回すためには、まさに全体の進捗状況を管理するところが必要でございますので、そういう意味での調査数理室ということになります。

ですから、調査研究は調査数理室だけで完結するわけではございませんで、実際には関連の部署と協力することになります。

○岩村委員 そうなのでしょうけれども、基本的にはここで全体を統括する、こういう仕組みにしたということですか。

●三石理事 そういう意識でございます。

○岩村委員 それで、ほかの調査についてもきちんとフォローできるという前提ですね。

●三石理事 はい。

●水野理事 今までも実際は、投資戦略と企画部調査数理課がほぼ併任をかけてやっていたので、例えば実際に世界銀行とやるということになったときは、エクスパティーズからいって投資戦略部と運用部の担当が出ていってやらざるを得ませんので、進捗管理とかそちらを企画のほうに分けようということで、今までそういう形でやっていたのですが、その役割は移管後も変わらないと思っています。

●三石理事 今まで、どちらかというところ、進捗管理がやや形式張っているところがございましたので、これからは中身にも立ち入って、きちんと司令塔として、例えば研究がおくられていれば、それを軌道に乗せたりという形で統括させようということを考えております。

○岩村委員 権限の実質化みたいな、そんなようなイメージですか。

●三石理事 はい。

○岩村委員 わかりました。

○平野委員長 ほかにいかがでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、議決事項「組織及び定員に関する重要事項について」、議決をとりたいと思います。議決の手続について御説明します。

議決に当たっては、委員長を含め各委員は賛成、反対、棄権のいずれ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します。棄権は出席委員数に含めた上、可否の否として扱います。また、意思表示をせず退席される場合は、出席人数には算入しないことといたします。

退席をされる方はいらっしゃらないということでよろしゅうございますか。

それでは、議決に入ります。原案について特段修正意見はございませんでしたので、原案について議決をとりたいと思います。

本案の承認に賛成の方は挙手願います。

(賛成者挙手)

○平野委員長 ありがとうございます。

本案の承認に反対の方は挙手願います。

(挙手なし)

○平野委員長 それでは、議決結果の報告につきまして、経営委員会事務室からお願いします。

●辻経営委員会事務室長 ただいまの議決事項の議決結果について報告いたします。

10名全員が賛成でございます。

○平野委員長 全員賛成ということでございますので、本案については原案のとおり当委員会として承認することに決まりました。ありがとうございました。

次の議題に移りたいと思います。審議事項でございます。審議時間の関係から、多分きょう一番時間をとると思います審議事項(2)「平成29年度業務概況書(案)」につきまして、先に審議させていただきます。

「平成29年度業務概況書(案)」につきましては、事前に原案について各委員から御意見を伺いましたところ、熱心に御検討いただき、さまざまな御意見をいただき、まことにありがとうございました。執行部におきましても、それらを踏まえて原案を修正したものをお示しすることとしております。

したがいまして、本日はその上で、さらに問題となる点等につきまして主に御議論をいただきたいと思います。

一方、時間制約がございます。年度計画で決めました7月6日の公表を前提に考えますと、印刷等の関係から原案は20日までに固めたいと思います。明後日でございます。ただし、GPIFのガバナンスに関する重要事項についての御意見がありますれば、申しわけございませんが、あす19日の午前中までに事務局のほうにお示しいただければ修正いたします。

他方で、それ以外の執行に関する部分については、その細部の表記につきまして、本日御確認いただいた後の取り扱いにつきましては、委員長である私に御一任いただければありがたいと思います。

おおよその段取りとしては、今、御説明したとおりでよろしゅうございますか。ちょっと慌ただしいのですけれども、本日、基本的なところは全て審議を済ませ、さらに積み残しでガバナンスに関する重要事項についてお気づきの点があり、ぜひとも修正したいという部分がございますれば、申しわけないのですけれども、あすの午前中までに事務局にお示しいただく。細部につきましては私に御一任いただくということで、よろしゅうございますか。

それでは、そういう段取りを前提といたしまして進めさせていただきます。

執行部から説明をお願いします。

●鎌田企画部長 では、資料06の審議事項2の1、業務概況書に対する各委員の御意見というものを開きください。

お忙しいところ、たくさんの貴重な御意見をありがとうございます。全てを取りまとめものを一覧にしたものがこの資料でして、全部で65の意見をいただいております。時間の関係もありますので、ここで個別にやるのは避けたいと思っております。

まず、項目が左から、番号、いただいた委員のお名前、該当ページ、内容、対応案、対応策となっております。対応案が○となっておりますのは、私どもで意を酌んで修正したというものでございますので、それについては本日説明は省略させていただきたいと思っております。確認いただいて、先ほど委員長から説明がありましたけれども、もしガバナンス等の関係でどうしてもということがありましたら、あすの午前中までに御意見を賜ればと思っております。

本日説明いたしますのは、対応案が×となっているもので特に大事なものの、いただいた御意見が委員の中で方向が別々になっているものと、オルタナの国内不動産の個別銘柄については御議論いただきたいと思っております。途中でひっかかって最後まで行かないということは避けたいと思っておりますので、御協力いただければ幸甚でございます。

最初に、○のものはそこに書いてあるとおりなのですけれども、ここに書いてある○のものについてはこちらで直しましたが、後で御確認いただきたいと思っております。

×がついているものが、例えば15番の小宮山委員のものがありますけれども、こういった統計の表記としてはこのような扱いになっているということで、このままとさせていただきたいと思っております。

×で下ほどの17、岩村委員から、短期資産についてもう少し説明してはどうか、あえて記載しないということかというお尋ねですけれども、これはお尋ねのとおり、あえて記載しないという整理にしたい。その理由としては、対応策のところに書いてございますけれども、まさしく今の慎重な議論ということで、経営委員会等で検討を行っており、また年金局とも調整中であるということから、業務概況書には記載しないことにしたいと思っております。

○岩村委員 今は書きにくいということですか。

●鎌田企画部長 平たく言うと、そういうことです。

○岩村委員 でも、何となく見てわからないのですよね。

●鎌田企画部長 そこはまさしく意を酌んでいただければ幸いかなと思います。

18、19、20のところで、ここが委員長と堀江委員、岩村委員のところで少し意見が異なっておりますので、これは後ほど振り返って御議論いただければと思っております。

続いて、×が4の2のところにもありますけれども、これも平野委員長の項目につきましては、このままにさせていただきたいと思っております。

ESGのところについては多くの委員からたくさんの貴重な御意見をいただきまして、手書きではとても対応できないということで、別紙、資料07、審議事項2の2、スチュワードシップ活動についてというのがありますので、これをお開きください。書き下ろしという形になります。3ページものになっております。

「スチュワードシップ活動の目的と意義」ということで、上のほうにページがありまして、黄色いマーカーがあるところは全て今回書き直したということで、こちらに意見をいただいた先生が、委員長、新井委員長代理、岩村委員、加藤委員、その他たくさんの先生からいただいておりますので、我々のほうで意を酌んで修正したものではありますが、もしガバナンス等、重要な観点からちょっと違うということでありましたら御意見を賜ればと思っております。先ほども少しESG関連の話もありましたので、先ほどの議論を踏まえて何か重要なところがあれば、あすの午前中までにいただきたいと思います。今ちょっと説明するのは、時間の都合もありますので割愛させていただきたいと思います。

○平野委員長 これはいろいろなコメントが織り込まれているでしょう。これについては、今、5分くらいでお読みいただいて、この場で御意見があれば出していただいたほうが。別紙と書いてあるものは3ページですから、5分くらい時間をいただいておりますらどうかと思います。

●鎌田企画部長 わかりました。3の1ですけれども、P.49〔1〕として「スチュワードシップ活動の目的と意義」ということで、目的としております。

管理運用法人は「投資原則」と「行動規範」で、被保険者である国民の皆様に対して、適切に受託者としての責任を果たし、中長期的な投資収益の拡大を図ることを目的にスチュワードシップ責任を果たすための活動（以下、スチュワードシップ活動）を推進することを定めています。なお、スチュワードシップ活動を進めるに当たり、ESGを考慮した取組を含めることを昨年10月の投資原則改訂で明記しています。

下図にもあるように、管理運用法人は被保険者である国民の皆様に対して、スチュワードシップ責任を負っている一方、管理運用法人が運用を委託している運用受託機関は管理運用法人に対してスチュワードシップ責任を負っている関係にあります。

管理運用法人が適切にスチュワードシップ責任を果たすためのキーワードとして、「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」があります。資金規模が大きく資本市場全体に幅広く分散して投資する「ユニバーサル・オーナー」であり、100年を視野に入れた年金財政の一翼を担う「超長期投資家」である管理運用法人が長期にわたって投資収益を獲得

するためには、個別の企業や政府の活動による負の外部性（環境・社会問題等）を最小化し、市場全体、さらにはその背後にある社会が持続的かつ安定的（サステナブル）に成長することが不可欠です。管理運用法人自身は一部の資産を除き、運用受託機関を通じて日々の売買や株式における議決権行使を行っています。そのため、管理運用法人はユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家として、市場および市場参加者のショートターミズムの是正を目指した取組を行い、運用受託機関に対しては投資先企業との間で、持続的な成長に資するESGも考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）を促すことで、「長期的な企業価値向上」が「経済全体の成長」に繋がり、最終的に「長期的なリターン向上」というインベストメントチェーンにおけるWin-Win環境の構築を目指すことにより、スチュワードシップ責任を果たしてまいります。

51ページに参りまして、「関係機関とのエンゲージメント強化」。アとしまして、「運用受託機関とのエンゲージメント」。

運用受託機関とのコミュニケーションについては従来の一方通行の「モニタリング」モデルから、スチュワードシップ責任に対する管理運用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重視した「エンゲージメント」モデルへ転換しました。管理運用法人としての新たな方針の設定や大きな変更を伴う際は、運用受託機関向けに説明会を実施し、その背景や考え方、問題意識等を含め十分に説明し、質疑応答やその後のフォローアップのアンケートを通じて、意見交換、フィードバックを行うようコミュニケーションのあり方を変更しました。2017（平成29）年には運用受託機関向け説明会を3回実施し、スチュワードシップ活動原則・議決権行使原則の制定をはじめとしたスチュワードシップ責任、総合評価方法の見直し、実績連動報酬体系の見直しなどを中心に対話を行いました。また、運用受託機関とのミーティングも年に一回の総合評価ミーティングとは別に、スチュワードシップミーティングをはじめ、その時々テーマや必要に応じて、ミーティングやアンケートを都度実施する体制に変更しています。今年度の新たな取組として、スチュワードシップ活動原則で、運用受託機関に対してESGの考慮を求めることを明文化し、重大なESG活動については積極的にエンゲージメントを行うことを求めたことを踏まえ、国内株式運用受託機関が考える重大なESG課題を確認しました（結果は54ページの「【4】運用受託機関の考える重大なESG課題」をご参照ください。）

53ページに参りまして、「運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケートの実施」。ア「実施の目的」。

管理運用法人における年金積立金の国内株式運用は運用受託機関に委託されており、管理運用法人は運用受託機関に対してスチュワードシップ活動の充実を求めています。こうした考え方を徹底するため、管理運用法人は2016（平成28）年に初めて「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」（調査対象は「JPX日経インデックス400」構成銘柄企業）を実施しました。つまり、運用受託機関のスチュワードシップ活動の対象となる上場企業に直接アンケートをすることにより、運用受託機関のスチュワー

ドシップ活動の有効性を点検しようというのが、その狙いです。2017（平成29）年度は3回目の実施となり、管理運用法人の運用受託機関のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った建設的な対話」（エンゲージメント）の実態および昨年5月のスチュワードシップ・コード改訂以降の変化の把握を目的として実施しました。今回、より多くの幅広いご意見お聞きするために、対象を東証一部上場企業（2,052社）に拡大し、30.2%にあたる619社よりご回答をいただきました。（2017（平成29）年12月15日時点）

「イ．アンケート結果の概要」。

昨年5月のスチュワードシップ・コード改訂以降のIRミーティング等における機関投資家の変化については、4割が好ましい変化と回答しており、前回アンケートと比べて、好ましい変化を感じる企業が若干増加しています。また、IRミーティングにおける機関投資家の議論の時間軸は、「経営戦略」に関しては、半数以上の企業から「中長期視点になってきている」と回答がありました。管理運用法人への期待としては、①長期的視点での対話の働きかけ（対運用会社、運用会社を通じた証券会社）、②長期的視点に資する人事・評価などの制度面を含めた運用会社の変革を促進する取組、③時価総額が小さい企業を含めたESG投資や直接的・間接的な対話の機会などを挙げる企業が多く見られました。

続いて、54ページですけれども、「〔4〕運用受託機関の考える重大なESG課題」。

国内株式運用受託機関が考える重大なESG課題は以下の通りです。投資先企業の株式を持ち続けるパッシブ運用機関はE（環境）やS（社会）といった長期的な課題を特に重大なESG課題と認識する一方、投資期間が数カ月～数年程度が中心となるアクティブ運用機関はG（ガバナンス）を重大なESG課題と認識していることが明らかになりました。

○平野委員長 これについては、多くの委員からコメントがあつて、それを執行部のほうで織り込んでいただいたわけですが、この部分について御意見、御質問がございましたら、どうぞ。

○新井委員長代理 3分の1のところのショートターミズムに関する記述ですけれども、「市場および市場参加者のショートターミズムの是正を目指した取組を行い」と書いてあるのですが、はやりの議論だろうと思うのですが、ちょっと疑問もあります。ショートターミズムと批判されているようなノイズ・トレーダーは、市場にとって非常に重要な存在意義があるというグロスマンの有力な論文もありますし、はやりの議論に乗って市場参加者のショートターミズムを是正するというのは、ちょっと書き過ぎではないかなと思います。

GPIFが超長期投資家であるということは十分理解しているのですが、それはGPIFの方針であつて、短期の利益を目的にするネットトレーダーのような投資家がいかにということではないと思うのです。彼らには流動性の提供とか、市場の効率性の向上とか、それなりの存在意義があるわけで、それに対してそういうものはいけないというような書き方はいかなものかと思います。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事　そういう意味では、文章を幅広く書き過ぎなのかもしれません。私や高橋理事長が外で講演しているときには、少なくともGPIFのインベストメントチェーンからはショートターミズムを排除したいということははっきり言っております。もちろん、そういうプレーヤーの存在を否定するものではないがGPIFの資金を預かる運用会社はショートターミズムで運用してもらったら困るということですから、そこは明確に言いたいと思うのです。確かに、市場参加者ということで言うと、そういう別目的を果たしている、あるいはショートタームで運用したいという運用の人たちもいるわけなので、そこまでは是正するというのはちょっと言い過ぎだと新井委員がおっしゃるのはよくわかります。

ただ、ショートターミズムの是正というところが、そもそもスチュワードシップ・コードの最初の目的の一つでもありますので、ショートターミズムの私たちの運用からの排除ということではできるだけ明確に出したいなと思っているのですけれども、その書き方が「市場および市場参加者」とすると言い過ぎということですよ。

○平野委員長　今のところは、「市場」から「取組を行い」まで削除して、超長期という視点をその下のところのどこかに入れればいいのか。しかし、趣旨は同じですから、そこはそういう趣旨で。

どうぞ。

○高橋理事長　それでは、少なくとも超長期投資家とユニバーサル・オーナーとしての取組みは引き続き行っていくしますので、この文章は「超長期投資家としての取組を行い、運用受託機関に対しては」としたいと思います。

○平野委員長　よろしいですね。

ほかにございますか。どうぞ。

○加藤委員　コメントでも書いたのですけれども、スチュワードシップ責任とESG活動というところを一緒にしたほうがいいのではないかと思います。明らかにESG活動が少なくて、なおかつ活動というよりは、さっきの定義で言うと、ESG投資については書かれている感じのですけれども、活動について余り書かれている感じがなくて、結局、ESG活動のところの中身を見ると、冒頭のところを除くとESGで選びましたという話なので、ESG投資の割と根幹であるエンゲージメントがESGではないところに書かれているということで、若干バランスが悪いかなと思います。これだけを見ると、ESGってインデックスを選ぶのだねという感じがします。スチュワードシップ責任の中にもESGの引用をされているのですけれども、別ですよという構成が若干どうかなという気がしました。

●鎌田企画部長　我々としては、前回項目の議論をざっくりさせていただいたときに、ESGとスチュワードシップは別に書きますと。スチュワードシップのほうが上位概念なので、先にスチュワードシップを書いて、その次にESGを書く。スチュワードシップのところにESGが出てくるのはある意味仕方のないことかなと思っておりますので、ここは一緒にしてしまうと趣旨が不明確になるので、別々の章立てのままにさせていただきたいと思っております。

○平野委員長　どうぞ。

○堀江委員　私も加藤先生と同様の意見で、「スチュワードシップ活動の目的と意義」のところに、最初に明確に投資原則に基づいた書き方をしていただいたので、非常に意図が明確にわかるようになったと思います。スチュワードシップ活動の中でESGにも取り組むという点が投資原則の中で書かれています。であるならば、加藤先生がおっしゃったように、スチュワードシップ活動の中の一つの項目としてESGの活動を書くほうが据わりが良いと思います。別に記述するというのが、私としては何か納得がいかないというのが一つ。

もう一つ、質問ですが、ユニバーサル・オーナーを強調されていますが、これはたしか十数年前から海外の年金ファンドでよく出てきた議論で、今、グローバルスタンダードになった考え方だと思いますが、GPIFがユニバーサル・オーナーだと言い切っているのかと。今の投資は多分そうですが、若干違和感がありますが、どういうふうに定義されているのでしょうか。

●水野理事　実は、ユニバーサル・オーナーはハーバードのレベッカ・ヘンダーソンとかに言わせると、ユニバーサル・オーナーというコンセプトはあったのですが、それをプラクティスというか、実務上に落とそうとしたのは多分GPIFが初めてだと言われております。教科書的に言うユニバーサル・オーナーの定義に世界で最もはまるのはGPIFでありまして、ポートフォリオのグローバルダイバーシティと、パッシブの多さと、長期投資という点で言うと、ソブリン・ウェルス・ファンド・インスティテュートの記事には、GPIFは「A universal owner in the truest sense」と書いてあるのですが、そういう意味ではいわゆる教科書的に言うと、GPIFというのは最もユニバーサル・オーナーの定義に近いと思っています。

逆に、GPIFがこの用語を使うことになったことで、ほかの年金の人たちももう一度使い始めたということですから、流れとしてはあったのですけれども、実務的にはGPIFが使い始めたということだと思います。

これをなぜ言わないといけないかというと、なぜ負の外部性をミニマイズしなければいけないのだという説明をするのが、この単語にたどり着くまですごく苦労していたのです。ユニバーサル・オーナーということはユニバースのオーナーなので、その中で出てくる負の外部性はどこかで我々の負担になるのだという説明をするのに、やはりユニバーサル・オーナー以上に適切なコンセプトが見つからないというのと、少なくともこれで説明すると、海外の投資家なんかはすぐに何が言いたいかはわかってくれるので、重宝して使っているというのが実態ですので、今後もしできればこれでやっていきたいと思っています。

○平野委員長　どうぞ。

●鎌田企画部長　しつこくて恐縮ですけれども、スチュワードシップとESGを分けるというとき、最初、懇談会で先ほどESG活動報告はこんな柱立てでやりますというのを報告させていただきましたけれども、概況書は議決事項ですので、概況書の中でGPIFのESG活動というのはこうだということを明確にするという趣旨もありまして、ESG活動というところを章を独

立させるという考えで、以前、たしかここでも御議論いただいたとっておりますので、そういった意味で、概況書の中でESGというのはどこだということを、スチュワードシップの中に埋めれるという表現が悪いのですけれども、そういった形ではなくて、独立した形で載せる。ただ、スチュワードシップとは不可分ですので、すぐ下を書くという取り扱いにしているところです。

○平野委員長 わかりました。

どうぞ。

○高橋理事長 加藤委員がおっしゃることはそのとおりだと思うのですが、実はページ数で言うと、スチュワードシップ活動は7ページくらいで、ESGは4ページなのですけれども、スチュワードシップの中には議決権行使なんかの統計表が1ページ半くらいあって、それを除くと5.5対4くらいでありまして、内幕を言いますと、最初ESGは2ページくらいだったのを何とか4ページまで持ってきた。趣旨は全く一緒でありまして、どうしてもESGで書き込もうとすると、基本的な考え方はスチュワードシップの中に入っているの、重複感が出てしまって、それでそぎ落としていくと今の5.5対4くらいの比率になったというのが、ことしからなのでこんな割合かなということと、翻って、堀江委員がおっしゃるように、スチュワードシップで全部まとめると、今度は長過ぎてしまってESGにスポットが当たらないみたいところで、事務局としての折衷案としてこんなところを出したわけでありまして。

○平野委員長 当初の原案と比べますと、修正版ではスチュワードシップ責任とESG活動の関係が明確に書き込まれておりますので、その辺のロジックはしっかり通っていると私は思うのです。その上で、ESG活動について現実には相当いろいろなことをやっておられるわけだから、報告書も出すわけだし、そこは執行部としてはハイライトしたいというお気持ちだろうと思いますが、いずれにしても、ロジックとしては加藤委員がおっしゃるような形で入っているのではないかと思います。

それから、堀江委員のユニバーサル・オーナーに関する問題提起ですけれども、理事長や水野理事がいろいろな御講演でしっかりお話しされているということもあって、世の中的にはかなり定着してきた。GPIFのこれまでの活動の結果そうなっているという部分もあるのですが、概念として一応定着していると考えれば、ここで言葉としてはっきり出すということに、私自身はそんなに違和感を感じません。むしろこれが使いやすい言葉であるとするならば、慣用句として使われるような方向で対応したらどうかなと思います。年金積立金の運用を預かるリーダーとしてはそういうことで良いかなと思います。

どうぞ。

○加藤委員 別な所です。3の3でアンケートの結果が出ているのですけれども、パッシブのところですよ。このパッシブはESGインデックスではなくて、普通のマーケット・インデックス、つまり、マーケット・パッシブの話ではないかなと思います。そうすると普通のマーケット・パッシブをやっている人が、気候変動とかダイバーシティとか不祥事とか資本効率に関心を持っているということになり、それは本当かなという気がします。ESGインデ

ックスであればわかるのですけれども、これは本当かなという気がしたのです。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 本当なのかというのはみんな思っておりますが、GPIFとしては、私たちのパッシブマネージャーにアクティブオーナーであることを要請しています。運用に関してはそうしたファクターを当然使っていないわけですが、アクティブオーナーとして議決権行使やエンゲージメントを行うに際しては、重要なESG課題についてエンゲージメントしてくださいというスチュワードシップ原則で依頼しています。パッシブマネージャーに、あなた方が思う重要なESG課題は何ですかと尋ねたら、これが出てきたということなので、本当にやっているのでしょうねということのをこれから聞きに行くための材料がこうやって出てきたということです。アクティブマネージャーのいわゆるESGのESのことがほとんど入っていないことについては、もう少し議論していかなければいけないなと思っておりますが、少なくともパッシブは割と平均的にESGのいわゆる重要だと一般に言われていることをリストアップしてきたというのが本当のところではないですか。

○新井委員長代理 アクティブのほうはきっと効果があると考えているGだけ重視するということで、気持ちはわかります。

●水野理事 気持ちはわかりますね。

○平野委員長 どうもありがとうございました。

それでは、また元へ戻ります。

●鎌田企画部長 先ほどの一覧表に戻っていただいて、ESGのところまでが終わりましたので、3ページ目です。×がついていますのは、平野委員長、合体してはどうかという御示唆をいただきましたけれども、当法人としての活動と運用受託機関との活動ということで分けて説明したいということで、原案のとおりとさせていただければと思っております。

その幾つか下、堀江委員のところで、大変たくさん御指摘をいただいております、修正済みということで、「リスク調整後のリターン改善」に変更というふうにしてございます。

最後のページに行きまして、△がついていますが古賀委員、55番目ですけれども、ロゴマークを入れてはどうかという御指摘をいただいたのですが、業者と折衝したのですけれども、許諾の関係の手続が2週間程度必要、何回か往復もしなければいけないということで、残念ですが、ことしに関しては諦めさせていただいて、来年以降、検討したいと思っております。

それで、ここの委員からの御指摘とは別の観点で、最初申し上げましたけれども、国内不動産の個別銘柄の件に関して御議論、承認をいただきたいと思っております。資料は審議事項2の3、国内不動産に関する個別銘柄開示というものです。

これだけではイメージがつかないかと思いますので、お手元に紙である分厚いものの91ページをお開きください。この概況書と同時に、GPIFとしましては保有している全銘柄を開示するということをやっております、これも最終的には議決事項になります。

御議論いただきたいのは、御議論というか、これでよろしいでしょうかということですが、オルタナティブ資産の保有銘柄というのが91ページの下のほうにございます。プライベート・エクイティにつきましては、行ごとに時価総額が記載してございますけれども、下の不動産、これは全部国内ですけれども、8つございますが、これは個別に出すのではなく、まとめた形で、ここで言う81億弱ですけれども、こういった形で出させていただけないかという相談です。

なぜそのようなことにするのかというのが、iPadにあります、開いていただいている資料で2ページものになりますが、理由が大きく2つございます。1つは投資スキームの違いということで、個々の投資先ファンドを取りまとめるファンド・オブ・ファンズ発行の投資証券を取得する投資スキームを採用している他のオルタナ資産と異なり、国内不動産では個々の投資先ファンド、私募リートを取得する投資スキームを採用しているということがございます。

以上のような投資スキームの違いにより、国内不動産で投資済み個別銘柄の時価総額を公表することは、当法人の投資行動を直接公にすることと同義となる。

中ほどに図がございますけれども、例えば左側の図の赤いところが、91ページのインフラとプライベートの個別のところにあたります。片や、国内不動産投資スキーム、私募リートA、B、Cと2ページものの1ページに書いてございますが、これをやろうとすると、91ページの8行ほどありますけれども、これを全て開示することになってしまいますということです。

そうすると、どういうことがあるかということ、市場に影響がありますというのが2つです。まだ私募リートのマーケットが発展段階にあること、運用を開始したのが2018年1月ということで、投資機会があった銘柄に限られた投資を行っているというところ、あとは現在、運用マネージャーが三菱UFJ1社であるということもございまして、年度末時点では81億円と残高が少なく、銘柄間の投資残高の差異が大きい。個別に銘柄を出してしまうと、この差異をもって優劣と評価されてしまうという懸念がございます。

以上の理由を鑑みて、国内不動産におきましては、今年度の個別銘柄別の保有残高の公表を控える。要は81億というところだけ公表して、行ごとには出さないということにしたいと思っております。

ただ、透明性の向上ということも言われておりますので、毎年、開示内容について見直しを行い、市場への影響がないと判断した時点で、それまで開示しなかった情報を含め、業務概況書等、ホームページも含めて個別銘柄の時価を開示したい。

どういうことかと言いますと、ことしは81億として公表しますけれども、来年以降、検討を続けていって、例えば3年後、5年後になって、あのときの81億を分けてもいいよとなれば、その時点でさかのぼって出すということでございます。

そのようにして、市場への影響と透明性の向上を両立させたいと思っております、ことしに関しましては、市場への影響等がまだ大きいだろうということで、総額のみ開示

としたいと考えております。

よろしいでしょうか。

○平野委員長 よろしいでしょうか。

どうぞ。

○古賀委員 十分理解しました。今回はこれでいいと思います。いみじくも今おっしゃったように、やはり透明性というのはGPIFの一つの大きな目標だと思います。次元が同じなのかどうか、私は理解していませんが、例えばイベントスタディなども今まで使いながら開示してきた、そんなこともあるので、可能な限り早く全体の開示に向けた検討をぜひ行っていただきたいという要望だけ申し上げておきたいと思います。

以上です。

○平野委員長 ほかにいかがですか。よろしゅうございますか。

○高橋理事長 オルタナのところの金額の単位は億円にそろえたほうがいいのではないかな。

●鎌田企画部長 91ページに手書きで書いてございますが、ほかとあわせて直します。失礼しました。

それでは、一つ大きなものが残っておりまして、4ページものの資料の最初のページの18、19、20のところ。この概況書の、お手元の紙ベースで言いますと19ページになります。コラムが2つありまして、上が「管理運用法人と主な海外公的年金との運用コスト比較」ということで、こちらについて平野委員長からは、「運用コストが低いのは、大宗を占める運用手数料が低いことに加え、スリムな組織で効率経営に努めていることによるものです」というのを挿入してはどうだという御意見をいただいております。

項番の19ですけれども、堀江委員からは、このコラムを掲載することに違和感があると。運用コストはあくまでも超過リターンとの比較で行うもので、コストだけを取り上げた比較というのは誤解を与えるのではないかとといった御意見をいただいておりますので、絶対リターンや超過リターンとの比較についても言及すべきだというお考えです。

岩村委員も堀江委員と近いのでしょうか、収益率もあわせ比較を提示できないものか。コスト率だけでは意味するところはわからないようにも思えるということです。修正の方向が少し違いますので、この点につきましては御議論いただければと思っております。

○平野委員長 まず一つ、全くこだわるものではありません。

堀江委員、岩村委員がおっしゃるのは正論だと思います。ただ、現実問題としてそういう示し方ができるのかどうかという問題があるなと。

それから、コストの内容を少し説明したほうがいいのではないかなというのは、まさにそういうことでいいのかという議論を起こすという、そういう仕掛け的な意味も含めて提案させていただいたわけでございまして、私はどちらでも、そんなに強く主張するものではありません。御意見がございますればどうぞ。そんなことでいいのかというのは、低ければ低いほどいいのかという議論が必ず出ますよね。そういうことではないわけですよね。どうぞ。

●水野理事 この図を最初につくったときの背景を少しシェアいたしますと、GPIFは常に業界ではフィーが安過ぎるとずっと言われている一方で、業務目標ではさらなるコストの引き下げというのがずっと言われ続けておりまして、その中でそもそもGPIFのコストレベルというのはどのぐらいか、全く誰にも認識されていないというところから、このグラフをつくっています。このグラフを見て、これだけぎりぎりのコストでやっているのか、そこまで無理する必要があるのか、もう少しコストを使ってでも運用の高度化をやったほうがいいのではないかなど、いろいろな議論が巻き起こるという、今、委員長が言われたようなことを当時期待しましてこのグラフをつくっています。

なので、岩村委員、堀江委員がおっしゃったようなことは全くそのとおりで、今のパフォーマンススペースのフィーになりましたら、自動的にこれは変わってきます。パフォーマンスがいいときは突然上がりますし、悪いときはもっと下がるとなりますから、そもそもこういう平らな曲線でもなくなってくるので、将来的には今おっしゃったようなことがわかってくると思うのですが、なかなかうまく言いたいことが表現できなかったので諦めたという経緯が、そもそもこれを最初にやったときにあります。

○岩村委員 できなければしょうがないのだけれども、何かうまくできないものかということですね。これだけ低いわけだから、この低さでこれだけもうかっているのだと言わないと説得力がないよね。

ちょっと関連するのですが、率はともかくとして、絶対数が少ないと言えは少ないのだけれども、この18ページの棒グラフで見ると徐々に上がってきているではないですか。これはどういうことなのかというのは説明しなくていいのですか。ちょっと関連して申し上げます。

●三石理事 ちなみに、16年度に比べて2017年度は400から487億に上がってきておりますけれども。

○岩村委員 その前に291から383になって、さらに400になって、487になってという、ある意味それなりのカーブを描いているわけですね。これはどういう要因なのかというのを説明しておいたほうがいいのか。実質的には0.03%で同じになるのですかね。そう大きな違いはない。0.02から0.03になったところで何かあるのかもしれないけれども、その辺の説明はどうなのかなと。

●三石理事 ここで書く書かないというのはまた御議論いただければいいと思うのですが、要因としては、1つはやはりパフォーマンスがよくて運用資産残高が増えますと、それに応じて手数料額も増えますので、その要因があります。また、最近は特にアクティブの比率が若干上がっており、アクティブのほうがパッシブに比べると手数料率が高いので、アクティブの比率が高まっている部分についてはその影響があるというような、幾つか要因は書こうと思えば書けます。

○岩村委員 私は、どちらかというと主要なものだけでも書いたほうがいいのか

と。一番目につくところではないかと思うのです。幾らもうかっているかというのと、幾らかかっているかという2つだと思うのです。

○平野委員長 どうぞ。

○堀江委員 水野さんがおっしゃったとおりのことだから、逆に書かないほうが得策かなと。というのは、不動産も含めてこれから1兆、2兆円と規模が拡大する過程において、伝統的な資産の運用報酬よりもオルタナのほうがかなり大きくなります。運用報酬の増大は私は個人的にはかえって誇るべきことだと思います。特にインフラや不動産の場合、運用報酬額は絶対収益に連動するので、伝統的資産よりも成功報酬の理解が一般の人にわかりやすいと思います。これだけ皆さんのために貢献しているのだから、これは報酬として増えているのですと、堂々と主張してほしいというのが個人的な考えです。その点を考えると、ここでこういう低さを言うのが何か不利になるのかなという懸念を持っているわけで、このコラムを言うことが中長期的に見て得策なのかなという観点です。

●水野理事 多分、堀江委員はずっと以前から、そもそもうちのフィーが安過ぎるということを、運用会社とうちとのパートナーシップとかいろいろな観点から、よくないのではないかという問題提起をなさっていましたし、それを反映して、私たちは今度、ほぼパフォーマンスでしかフィーが払われないような体系に伝統資産を変えていますので、その方向性には行っているのですけれども、先ほど申し上げましたように、私たちの中期目標をいろいろ見ていただいても、コストを抑えるようにというプレッシャーは依然としてあります。GPIFの外の方から見たときには、ツイッターとかを見ても、いまだにGPIFはもらい過ぎだとか、人が多過ぎると書かれているので、そういう方々に対してそういう話ではありませんよという意味合いがありますので、何でもそうですが、オーディエンスが誰かによるのではないかと思っていまして、いわゆる運用会社に対するものはほかのところでコミュニケーションできているので、一般の方々に対して、GPIFのコストは海外の年金に比べると劇的に低くやっておりますよということを言うのが必要かなと思って、これをやってきたのです。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 私自身はうまくやっているとか、やっていないとか、そういう話は余り興味がなくて、むしろ透明性なのです。透明性を高めよう。そのために数値をきちんと説明してほしい。あるいは、いろいろな形で説明するのがいいのではないのか。そういうことなのです。

○平野委員長 確かに岩村委員がおっしゃるように、このグラフだけを見ますと、ずっと右肩上がりに上がってきて、27年度はジャンプしていますというのはすぐ目につく。だから、それはそれで説明して、かくかくしかじかの理由をさっき三石理事がおっしゃったようなことで、管理運用委託手数料が今年度は昨年に比べて増えたのはこういう理由ですと。ただし、これを海外の公的年金と比べると云々かんぬんというふうに書き加えると、このグラフを見た読者に対してはより親切かもしれませんね。これだけだと、手数料は確かに

増えているのだけれども、他に比べれば低いんだぞというふうに強引に持っていつているように受けとめられるリスクはあるかもしれません。

●鎌田企画部長 それは、18ページの上の四角か何かのところに、かくかくしかじかで2017年度は少し増えたというふうを書くというお話ですか。

○岩村委員 理由があればいいのです。

●鎌田企画部長 先ほど理事が申したような話を書けばいいと。

○岩村委員 率直に書かれていいのではないですか。

○平野委員長 しかし、水準は低いですよと、その後に書く。

●鎌田企画部長 19ページのコラムは。

○平野委員長 コラムの扱いはいかがでしょうか。

○岩村委員 何かいいものがあればやってほしいですけれども。

○平野委員長 いや、このコラム。

○堀江委員 いいのがないのです。

○岩村委員 私は別にこれはこれでも構わないのですが、プラスして収益率もうまく書ければいいなと思っただけの話です。

○平野委員長 それがなかなか難しい。

○岩村委員 難しいのであれば、無理は言いません。

●三石理事 話をまた混乱させてしまうかもしれません。収益率を出すと、堀江委員とかはよく御存じだと思いますけれども、海外のそもそも目標リターンは全然違いますよね。ですから、単純にGPIFとCaIPERSとかほかの海外の年金と比べて、収益率がGPIFのほうが低いと、おかしいじゃないかと言われても、もともと目標が違うことを理解いただきたい。

●水野理事 今おっしゃったのは、CaIPERSとかの収益ではなくて、GPIFが6%もうけているのだからという話ですよ。その比較は文章上できると思うのです。GPIFの収益がこれだけ上がってきていて、その中にはアクティブの効果もあって、アクティブの分のフィーは上がっていますという説明はできると思うのですけれども、この表はそもそも海外の年金との比較感を出しているんで、これにパフォーマンスも一緒に組み合わせたという話になると、今、三石が申し上げたように、そもそも目標のリターンとかも全然違うので、こういう比較は難しいですね。

○岩村委員 目標がどうかというのはともかくとして、まず、コストの面で海外との比較をしているじゃないですか。だから、収益率も単純に比較してはどうかと、それだけのことで。

●水野理事 それは目標が違うから難しいのです。マンドートが違うので、比較する意味がないのです。こちらはコストですから、同じ運用をするのに委託運用とかそういう。

○岩村委員 マンドートが違うのであれば、コストだって意味が違うのではないですか。同じじゃないですか。

●水野理事 そうなのですけれども、透明性だけではなくて、メッセージ性があるので。

○岩村委員 意味がないという話にならないですか。

●水野理事 意味がないのですけれども、メッセージ性なので、何だったら消したらいいのではないですか。

○岩村委員 私は、0.03%で来ているというのは、ある意味すごくいいと思うのです。そんなに低くやってくれているのだと思うのですけれども。

○平野委員長 多分議論が分かれていると思うので、最初のボックスのところはさっきおっしゃった理由を書き加えていただいて、要するに今年度上がっている理由を簡単に書いて、ただし海外と比べて低いのだと。そこは直すとして、そのコラムを入れるか入れないかですね。収益のところがなかなかApples to Appleの比較が難しいので、このままのコラムで入る以外良い方法がないということでございますが、岩村委員と堀江委員はこのままだと中途半端だから要らないと。

○岩村委員 いえ、そんなことはない。これはこのままでいいのですが、収益率もあればベターかなと、それだけの話です。

●鎌田企画部長 今、その用意はできません。

○平野委員長 ほかの委員はいかがですか。堀江委員。

○堀江委員 私は削除です。

○平野委員長 私はニュートラルで。

○加藤委員 結局、出すということは何かの目的があるわけなので、その目的をもう一度、さっき水野さんに御説明いただいたのですけれども、一般の人にわかりやすく言うと何ですか。GPIFは結局何を言いたいのかというところをもう一度御説明いただけますか。

●三石理事 コストの関係なので経理の立場から申し上げますと、先ほど18ページでは0.03%ですけれども、最近になってはこういう理由で増えていますよという御説明をします。これは、特にパフォーマンスが悪いような時期に一般の方々に御説明すると、何でそんなにコストがかかっているのだと。一般の人は160兆に対して487億円がすごく低いと普通思わないのです。高いじゃないかと。それに対して、いやいや、実はGPIFというのは全体の運用コスト、これは手数料だけではなくて我々の人件費を含めての全体の運用コストは、海外の年金基金に比べると実は非常に低い水準にあるのです。その理由としては、委員長がいみじくも補足したらどうかと言われていたような、そもそもパッシブ中心であるとか、もともとインハウスの運用をほとんどやっていないとか、職員規模が小さいとか、いろいろな理由があるわけですが、そのことは一般の方々になかなか御理解をいただけないので、一般の方々向けには、先ほど水野が申し上げたのもそういうことだと思いますけれども、このグラフを見せるとそういうことですかということで、実際にこれを使って御説明すると、余り詳しくない方々は非常に納得感があるというのは実感としてございます。

○高橋理事長 実務屋の立場としますと、岩村委員からおっしゃっていただいたような形で、この手数料のグラフが、これだけオルタナティブをやると、来年、再来年と恐らく金

額そのものは結構増えていくと思うので、その都度、継続性を原則に、こういう理由で増えたということはコメントを変えていったほうがいいと思います。

その観点で、次のコラムのところは、これも継続性の観点から言うと、では今年なぜなくしたのかという話の説明がしんどいなということと、これも恐らく少し上がりぎみになってくるのは覚悟しなければいけないので、そのときにどう説明、開示していくのかということと前年との対比でやっていったほうが。ただ、あわせて岩村委員がおっしゃるように、これは財産との比率だけですから、収益額とはどうなのだという観点も、多少よってたつ目標利益とかは違いますが、それも含めて課題として認識させていただければと思います。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 あと、これも過去の苦勞の反映ですけれども、なぜコラムかというところを考えていただければと思っております。いわゆる本文のところとコラムのところはちょっと意味合いが違って、逆にコラムはそういう意味ではGPIFとしてこういうコミュニケーションをしたいというのが明確に出るのがこのコラムに落としてあるので、そこもコラムは全体の説明がフルではないのではないかとと言われてしまうのですけれども、多分そこがコラムになったという背景にしておりますので、そこを頭に入れていただければありがたいかなと思います。

○加藤委員 若干説明を加えられたほうがいいのではないですか。パッシブが多いとか。そのほうがわかりやすい。そうすると、後でまた、来年以降の場合もそういう説明を加えていけばよろしいのではないですか。

●鎌田企画部長 では、18ページは先ほどの理由を述べるというのと、19ページは、加藤委員がおっしゃったように、コラムの中の文章で、GPIFはパッシブが多いといった理由を記載すると。

○平野委員長 運用手数料が低いというのは、その背景にパッシブが多いというような事情がもちろんあるわけです。さらに加藤委員のご指摘を踏まえて、私がここに書いたものをもうちょっと詳しくわかりやすく展開してはどうかと思いますがどうでしょうか。

●鎌田企画部長 委員長からいただいた①で大宗を占める運用手数料が低いところに、パッシブが中心でありといった文言にして、その後のスリムな組織で効率経営に努めていることも入れる。

○平野委員長 スリムな組織にいろいろな意味が入っているのだけれども、どうせ説明するなら、この際そこを入れたらどうかと私は思ったのですが、もしそれで御異存がなければ。

●鎌田企画部長 では、加藤委員がおっしゃったパッシブの話と、委員長がおっしゃった2つを合体した形で、19ページのコラムには入れるということにさせていただきます。

業務概況書につきましては論点は一応全てやりましたが、最初に委員長からありましたけれども、あさってには業者に出す予定にしておりますので、特段のものがありません。

あすの午前中までにいただいて、あとは委員長と御相談させていただきたいと思っております。

説明は以上です。

○平野委員長 ありがとうございました。

それでは、本日の議論を踏まえました最終校正案につきましては、私に御一任いただくということにいたしまして、この議論を終えたいと思います。ありがとうございました。

続きまして、審議事項「平成29年度業務実績評価について（案）」につきまして、執行部から説明をお願いします。

●鎌田企画部長 29年度業務実績評価（案）です。資料が3つございまして、きょうは審議なのですけれども、次回28日には議決をいただきたいと思いますと思っている案件です。

議決いただくものは、きょうは開きませんけれども、05の審議事項1の3というものです。これはページ数が多いございまして、きょうは説明は03と04で行いたいと思います。

まず、先に03の審議事項1の1をお開きください。経営委員会で業務実績をやるのは初めてではなかろうかと思しますので、最初にどういったものかというのを説明したいと思います。時間の関係もありますので、ざっくりさせていただきます。

2/10ですが、「GPIFの業務実績評価の実施方法」ということで、左側にGPIF、右側に厚生労働省、端っこに資金運用部会とございますけれども、GPIFではまず自己評価書の作成というのが規定されておりまして、これは6月末までに主務大臣に、厚生労働大臣ですけれども、提出して、速やかに公表となつてございます。

これは何のためにやるのかというのは下のほうに書いてございますけれども、どういうことかということですが、主務大臣評価に向け情報提供のため、客観性のある評価書であることが必要ということで、次回、12回の経営委員会で議決いただくとしております。

評価の方法としては、定量的なものにつきましては、そこにありますような指標について目標と実績を比較するということがあります。これを6月28日で議決していただいて、厚生労働大臣に出す。そうしますと、厚生労働大臣のほうで我がほうにヒアリング等もございまして、資金運用部会に厚生労働大臣から諮問して、資金運用部会から答申があるということでございます。

どういったものに使うのかというのは、下のほうに評価結果の活用ということで5点ほど書いてございます。年度中期計画の見直し等に使うとか、組織体制の見直しに使うということになっております。

評価はどういうふうにしているのかというのは3/10でございまして、方針についてというのが上の箱に書いてございますけれども、法人の自己評価ですが、主務大臣が行う評価のための情報提供に資するという観点でやるということになってございまして、自己評価をA以上とする場合には、根拠として目標に対する成果と言えるものを明確に説明せよとなっております。

評価の考え方が下にありますけれども、5段階、S、A、B、C、Dとありまして、B

が標準となつてございます。Sは、そこにありますように、達成度120%以上、プラス質的に顕著な成果。Aは、中期計画における所期の目標を上回る成果。成果とはと書いてございますけれども、120%以上達成するとAだということです。Bというのは、所期の目標を達成しているとありますけれども、100%以上120%未満。超えていても2割増しまで到達していないものは標準、Bという評価になります。ですから、Aをとるには120%以上達成しないといけないというのが、独法の評価の考え方となつてございます。

4/10は飛ばします。

参考として5/10ですけれども、「独立行政法人の役員退職金に係る業績勘案率の算定ルール」とありまして、最初、どういうことに使いますかということで、年度計画の見直し等と言いましたけれども、上から2つ目の○で、厚生労働大臣による業務実績評価に基づき決定される「業績勘案率」を用いて役員（常勤）退職金の算定等にも用いられるとなつてございます。

6/10は、諮問・答申の場となります資金運用部会の委員の先生方の名簿になってございます。

7/10からが業務実績評価（案）。我々の案ですけれども、議決の対象となる資料が、先ほど分厚いと申しましたので、一覧の形でまとめたのが7/10からになります。ざっくり説明します。

I、IIとございまして、Iのほうが「国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項」とありまして、例えばI-1ですけれども、「管理・運用の基本的な方針、運用の目標」ということがあります。今年度につきましては、我々としてはBではないかと思っております、そこに自己評価理由が書いてございます。この中に、10月1日からの経営委員会、監査委員会を設置したとか、その経営委員会、監査委員会での審議の模様とかにつきましても、この中で自己評価ということになってございます。

I-2が「リスク管理」でございまして、これは過去と変わらずB評価で出そうかと思っております。赤字にしたところですが、フォワードルッキングなリスク分析として、ポートフォリオ全体のリスク管理システム搭載の仮想シナリオによるストレステストを実施とありまして、やっちはいるのですけれども、顕著な成果を得られたというほどではないかなということで、Bと思っております。

I-3「運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項」ですけれども、これは従来からA評価で出しております、A評価をいただいているものです。これにつきましては、別添の資料で後ほど説明させていただきたいと思います。

8/10、下のほうですけれども、「透明性の向上」。ここで言う透明性の向上は、議論の透明性というよりは、データを出していますかみたいなところの透明性の向上でございます。③で言いますと、平成29年度に広報戦略を策定しましたとか、フォロワー数が増えたとか、広報の効果測定を実施ということではありますけれども、120%を超えてというほどでもないかなということで、B評価で出そうかと考えております。

9/10ですけれども、I－5「基本ポートフォリオ」ですが、これはBということで、粛々
と行ったと考えております。

I－6「管理及び運用に関し遵守すべき事項」ということで、これも例年Aで出して
おまして、ことしもAで出そうと思っております。これにつきましても、詳細は別添の資
料で説明したいと思えます。

I－7「管理及び運用能力の向上」ですけれども、これはBで出そうかと思っております。
どういうことをしたかという、センシティブティ分析に基づく資産構成割合への影
響度を分析しましたとか、仮想シナリオによるストレステストを実施したとか、あと先物
外国為替及び株価指数先物を取り入れるといったこと。あと、専門的な人材等の受け入れ
に当たって早出遅出勤務制度の見直しを行った等、こういったことをやりましたけれども、
標準ではなかろうかと思っているところでございます。

最後のページ、10/10ですけれども、「調査研究業務」ということで、運用会社のビジネ
スモデル、あとOLGモデルについて共同研究を行ったということでございますが、標準であ
ろうということで、Bと。

IIが「業務運営の効率化に関する事項」ですけれども、これは事務的なお話でございま
すので、一応Bで出そうということでございます。

それで、先ほどAで出してはどうかというものにつきましては、その根拠を示さねばと
いうことですので、それをもう少しだけ詳しく書いた説明資料というのがありまして、そ
れが04審議事項1の2の説明資料になります。

I－3が18ページになりますので、ページ番号をジャンプしていただければと思えます。

評価項目I－3「運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項」というこ
とで、自己評価Aで出そうと思っているものです。対比するのは中期目標の内容とかを書
いてございますが、下のほうに目標と実績との比較ということで、①ですけれども、アク
ティブ運用において、4資産中3資産についてプラスの超過収益率を確保することができ
た。これは何に対応するかといいますと、上のI、中期目標の内容の①の後段ですけれど
も、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すこととございますので、
これに対してプラスの収益を確保したということでございます。次いで、アクティブ運用
の運用制約緩和、そこにありますような永久債、バンクローンへの投資等を行ったとい
うことと、国内債券の評価ベンチマークの変更について審議を経て議決ということもありま
す。

②でアライメントの強化とセルフガバナンスの向上を目的に、実績連動報酬体系の導入
を決定したということがあります。同じく②ですけれども、投資一任契約形態で投資を行
う運用機関の公募を行い、インフラ2社、不動産1社を選定し、運用を開始と。あと、伝
統的4資産全てにマネジャー・エントリーを拡大いたしましたというのが②でございま
す。

③は、運用対象の多様化ということでもあるのですけれども、LPS（リミテッドパートナ
ーシップ）への直接投資を行うための人員体制及び予算措置について決定しましたとか、

先物外国為替及び株価指数先物を取り入れるといったことも行いましたと。

④としまして、ESGにつきましては、2社3指数を選定し、先ほども説明がありましたけれども、同指数に連動するパッシブ運用を開始したと。環境に関しましては、グローバル株式を対象としたベンチマーク指数の公募を実施し、11社から15指数の応募があったということがありまして、これは顕著な成果であろうということで、我々としてはAで出そうと考えております。

それぞれの説明資料は、19ページ以降にございます。

続いて、34ページをお開きください。34ページはもう一つAで出そうと考えているものです。「管理及び運用に関し遵守すべき事項」ということで、過去の主務大臣の評価でAをいただいているものです。

目標と実績との比較ということで、②ですけれども、運用受託機関向けの「スチュワードシップ活動原則」及び「議決権行使原則」を策定し、管理運用法人として初めて原則という形で運用受託機関に対して考え方、期待する事項を明示したと。あと、株主総会における個々の議案に対する判断を管理運用法人として行わない一方、長期的な株主利益の最大化に資する株主議決権行使を求めたと。自分ではしないけれども、求めるということを言っております。

③ですけれども、改訂された日本版スチュワードシップ・コードの趣旨に賛同し、29年8月1日に「コード改訂に伴う対応」を公表するとともに、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を更新いたしましたと。

続いて、29年10月につきましては、投資原則においてスチュワードシップ責任を果たす活動の対象を株式投資から全資産に拡大しておりますし、先ほども少し話が出ましたが、双方向のコミュニケーションを重視した「エンゲージメント」モデルへ転換し、企業向けアンケートも実施しております。所期の目標を上回る成果が得られていると考えまして、我々としてはAで出したいと考えてございます。

35ページ以降は、その詳細な資料になっております。

説明は以上です。

○平野委員長 御意見、御質問がございましたら、どうぞ。

○岩村委員 今回の業務実績の評価の中で、経営委員会であるとか、監査委員会であるとか、このあたりの活動をどう評価するかというのは大きなポイントではないかと思っております。

中身はいろいろな評価があるのかもしれませんが、少なくとも独立行政法人の中では業務そのものの運営について格段に透明性が高まった。その辺は、単に法律が変わったからそうだけというだけではなくて、現にそれをきちんとやっている。かつ、事務方も含めて、それは大変な努力をしてそういう実績を今形成している。そういうことを透明性の向上という観点からは少なくとも自信を持って言えるのではないか。これをどこかで評価できないものかという問題意識があります。

一つは、Ⅰ－４の「透明性の向上」というところで書けないか。例えば、これをBからAにできないのか、こういうことを考えたのですが、どうもここは非常に技術的な透明性の問題で、議事録の公表であるとか、数値の公表であるとか、そういったことのようにありまして、定義自体が枠をはめられている。

そうであれば、例えばⅠ－１「管理・運用の基本的な方針、運用の目標」のあたりで、単に制度が入りましたというだけではなくて、透明性が高まったのだ、これは非常に画期的なことなのだ、しかもそれは実現しているのだという観点で盛り込んだらどうなのかなという印象を私は持っておりまして、場合によってはここをBからAにするという案はあり得るのではないかと思います。

○平野委員長　いかがでしょうか。どうぞ。

●鎌田企画部長　書くとしたら、委員がおっしゃるとおりⅠ－１のところになろうかと思っています。

比較の対象、120%と言っているのはどこかというところ、運用委員会と比べて120%ではなくて、法が規定した、10月2日に変えた中期目標なり中期計画で想定している経営委員会のイメージから、今の120%ですというところにして、私が言うのは憚られるので、委員の皆様で、法が想定した経営委員会より2割増し以上ですということであればと。私はちょっと言いづらいので。

○平野委員長　どうぞ。

○古賀委員　基準は運用委員会のと比べてではなくて、法に書いてあるそのことと比べてということですか。

●鎌田企画部長　法に書いてあることと比べてです。

○平野委員長　経営的に見ると、法律、規定ができるということと実行されるということは別物でして、法律ができたということと、法律がちゃんとその趣旨を踏まえて実行されるというのは全然別の概念です。鎌田さんがおっしゃったのは、文字どおり、字句に忠実に解釈すればそうかもしれないけれども、実際、経営というか、組織の実態からするとどうなのだろうか、そういうふうな解釈でいいのだろうかという気が私はいたします。どうぞ、御意見はございませんか。

そういうことで、実は業務概況書の67ページに新しく、経営委員会及び監査委員会の設置を中核とするガバナンス改革については後ほど触れますが、これにより管理運用法人の組織運営の透明性の向上が図られていますと。これは③の「運用の目標、リスク管理、透明性の向上等」というところで、今の文章はそういうふうになっておりまして、これで行くとすれば、経営委員会としての自己判断としては、事実として透明性の向上が図られていると判断しているということになります。

それがこの基準に照らして本当にそうなのかという議論はまた別にあると思うのですが、いかがでしょうか。どうぞ。

○根本委員　私も透明性の向上はA評価でもいいように思うのです。この経営委員会の役

割とか、そのほかさまざま取り組み、ESGに関するそういうパフォーマンスとか。でも、前回A評価がB評価になった、その理由がもしわかれれば教えていただきたいのです。

○平野委員長 どうぞ。

●三石理事 厚労省から言っていた方がいいのかもしれませんが、独法評価は、先ほど鎌田のほうで申し上げましたように、まず目標があつて、A評価を得るためにはそれを120%以上達成しなければいけないというのはかなり厳しく言われておりまして、従来は厚生労働大臣所管の独法は、3年ぐらい前までは割と評価をする委員の方々も、この程度だったら顕著だろうというのでA評価をたくさんもらっていたのですが、政府全体を仕切る総務省の評価委員会がございまして、そちらがどうも厚生労働省の独法評価は甘過ぎるということで、2年ぐらい前から120%を本当に達成しているかどうかというのを厳しく評価委員会は問うようにということが言われました。

したがって、昨年も、例えば透明性の向上については、それこそ全銘柄の公開というのは、イベントスタディーまでやって、かなり気を使いながら、しかし最終的には個別銘柄の開示まで至ったということで、かなり顕著な功績だろうということでA評価を出させていただいたのですけれども、そのときに評価委員会から言われたのは、では海外ではどうなのですかと。GPIFが海外に先んじて最初にやったのでしょうかとか、海外に準じてというのであれば、それで果たして世界に先んじてみたいような顕著な功績と言えるのでしょうかと、かなり厳しく言われました。ですから、今度の資金運用部会で御説明した際には、やはり同じようにかなり厳格に評価をされるのだと思います。

そのときに、いま一度立ち返っていただきたいのが、目標は何かということですが、もちろん、ちょうど今お手元のところに中期目標というのがあると思いますが、昨年の10月に経営委員会ができた際に、7番のところに中期目標がありますけれども、2ページの2番、国民から一層信頼される組織体制の確立というところで、経営委員会あるいは監査委員会の役割というのが入れられまして、これが結局ある種の目標ということになっておりまして、これを120%以上達成したかどうかというのがまた説明を問われることになろうかと思っています。

これ以上は経営委員会で御判断されることでございますので、御議論いただきたいと思いますが、評価される際にはかなり厳しく問い詰められるということを申し上げたいと思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

○中村委員 この表にも目標とすべきデジタルな数字がありませんが、120とか119とか121というのは一体どうやってデジタルに評価できるのですか。人によっては121だと言って、私は119だと言ったら、その2%の差はどうやったら出てくるのかよくわかりません。経営委員会では、Aなのか、Bなのかというのが出ないように思います。

●鎌田企画部長 定量的な指標がない場合というのは、先ほどの03の資料の4/10ページに、定量ではないのでこういう書き方になっているのです。＜主務大臣による「A」評定の判

断ポイント>ということで、2に「定量的指標がない場合」とございまして、原則は所期の目標を上回る成果があると言える根拠、理由を明確に示す必要がありますと。そこに書いてあるとおり、定量ではないので定量ではないことが書いてあるのですけれども、そうだと思うかどうかということになろうかと思います。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 これは本当に本来のもともとの想定よりも上回ればAであるとする、GPIF一昨年やったことは当初想定されている以上のことをやっているのだから120%で出したのですけれども、足りないと言われてましてBになったという経緯があるのです。その際の議論の中でも、なぜAなのか証明してほしいとずっとと言われてまして、それで頑張つてAをとっても、私と理事長の退職金が0.何%増えるか、というくらいなのです。経営委員会の方がAでとおっしゃるならAで出しますけれども、その場合にも何でAなのだとその場で問われることになりますので、その場合には、経営委員会の方が自己評価でAとおっしゃっておりますと言わざるを得ない。

○平野委員長 これはBにすると、特に説明は要らないわけですね。

●水野理事 要らないです。

○平野委員長 Aにしたときには、証明せよということで。

●水野理事 厳しく問われることになります。

○平野委員長 コストパフォーマンスが悪いじゃないかという話ですね。

いかがでしょうか。

○中村委員 この延々とやってこられた作業によるアウトプットとかアウトカムというのは、要するにあまりないということですか。役員の退職金の評価係数の0.0から2.0に使われるだけですか。

●水野理事 それだけです。

○高橋理事長 国全体とすれば独立行政法人を横串で刺して、それぞれのパフォーマンスのでこぼこではかるというのはあると思います。

それから、若干誤解があるかもしれませんが、厚生労働省さんが甘いわけではなくて、総務省からの文章では、幾つかの役所は所管の独法の評価が甘い、Aばかりつけているということがあったので、それで一律に全部厳しく見直してくださいという指導が出ているのは事実であります。

評価委員会に行くと、やはり目線は、おまえら自分たちでAとつけてきたでしょうということで、いっぱい質問を受けて、いやいやそんなことはありませんという作業があるのは事実ですけれども、それは多分横串を刺して全部の独立行政法人がきちんと機能を果たしているかどうかという観点からやっているということなので、制度そのものが役に立っていないということではないと思います。

●厚生労働省宮崎資金運用課長 いろいろ矛盾点もあって、独立行政法人を一律にかけていますので、やりづらい面が多々あるのは今お話があったとおりです。けれども、この独

立行政法人評価の場というのは、この経営委員会の場とはまた別に、いろいろな有識者も含めた資金運用部会という全くのオープンの中で、独立行政法人の1年間の業績についてアピールをしていただいて、それに対しての意見を頂くもので、昨年の審議の中では確かに透明性の向上について、例えばツイッターをやっている、そんなのは普通だよねと言われたりして、GPIFとしては大変進んだと考えたものが余り評価されなかったという面もありますけれども、一方で、例えばESGやスチュワードシップについては、当時、その場の議論でもよくやっているという言葉が複数の委員から出ました。そういう意味で第三者的な評価を聞く、しかもオープンの中でやっていますので、それを法人にフィードバックする、そういうプロセスであります。

ですので、これまでも独法評価委員会の場で理事長に出させていただいて、ディスカッションをしていただいて、こういう意見が出ましたというのを生かしていきたいという形で、業務運営の中に反映していただいてPDCAが進んでいる。

ただ、S、A、B、Cの評価のところはなかなか、Bというと余り褒められていない感じがするものですから、何となく実感と合わない部分があるのだと思います。プロセスとしては独法運営の透明性の向上なり、一般の被保険者代表として経営委員会に入られておられるので、経営委員会というものができたというのは非常に大きなポイントだと思いますけれども、それと同じような意味でも、資金運用部会で毎年1回評価するというプロセスが重要なものだと思います。なかなかわかりづらい面はあると思うのですが、AなのかBなのかは別として、もしこの部分はぜひ評価委員会の場でよくアピールしてほしいということがあれば、それは執行部が出席されますので、そういう趣旨を伝えていただければいいのかなと思います。

○平野委員長 わかりました。

○岩村委員 したがって、AかBかというのはともかくとして、自己評価の理由のところに項目を書いているわけですが、単に設置ではなくて、設置したことによりこうなったみたいな、議論が多様化されたとか、透明性が格段に向上したとか、何かそんな書き方をするというのも一つの手なのかなと思ったりしたのです。つまり、透明性というのが下のI-4にあるのに、そこでは拾えないというのはいかにも。

○古賀委員 拾えないということではないのでしょうか。

○岩村委員 定義が非常に狭いらしいのです。

●水野理事 経営委員会で透明性が格段に向上した、では何が向上したのですかと言われたときに、どうやって説明を。

○古賀委員 そこを執行部の皆さん方、あるいは我々がどう考えるかですよ。今までこうだったものがこういう透明性が増したのだということが2つでも3つでも大きな項目としてあれば、それは透明性の向上のときに堂々と書けばいいのですけれども、我々も何となく向上したのではないかみたいな抽象的な概念でやると、今みたいな話になると思うのです。

私も評価する側の委員会の委員の経験もありますが、その立場になると数字的なことなど細かいことも率直に聞くことになるんです。今回の場合その種のものがあるのかなのか、ということだと思います。

●鎌田企画部長 きょうは開かないつもりでした資料を開いていただいて、05審議事項1の3、86ページものがありまして、その31ページからが透明性の向上となっています。下のほうに、表になっていまして、左から中期目標、中期計画、年度計画とあって、これらに比べて120%以上頑張ったかどうかという話でして、透明性の向上というのは、そこに書いてありますように、運用手法ですとか、管理運用委託手数料、何とか何とかとあって、年度の業務概況書等の公開資料をより一層わかりやすくするとか、あと、32ページに入っていますけれども、運用受託機関の選定等に関しては経営委員会の審議を経て議決ですとか、そういった意味での透明性というのはこちらに入ってくるという整理ですので、今いただいている議論の透明性の向上というのはここで読むというのはちょっと違うのかなという気がしております。それであればI-1のほうではないかと思っています。

○平野委員長 いかがですか。

自己評価ですから、結果としてどうなるであろうということを付度してやるべきものではないので、筋から言えば、自己評価として我々が経営委員会として自信を持った見解があるのであれば、それはきちんと書くべきだということがあります。

その場合、最終的な評価のところまで、そこをどう判断するかというのはそれぞれ委員によって違うのでしょうけれども、さっき岩村委員が言われたI-1のところ、資料03の1/4の透明性の評価のところ、経営委員会に絡むものをこの「透明性の向上」の欄で読むのは難しいという鎌田さんの御説明がありました。それはそうとして、入れるとすればI-1であると。I-1の自己評価の説明のところ、⑤で経営委員会云々かんぬん議決を行ったという表現になっているけれども、その結果どうだという話をここに付記するかどうかというポイントが一つあると思います。

●鎌田企画部長 それで言うと、今開いていただいている10ページものの資料は、別にこれ自体は議決の対象ではなくて、先ほど開いていただいた86ページものが議決の対象になります。

○平野委員長 その表現はどうだったかな。

●鎌田企画部長 それで、3ページ目からが「国民から一層信頼される組織体制の確立」という中期目標が書いてございまして、それに対してどうだったかということを書くことになろうかと思しますので、これの一番右端の欄のどこかに。

○高橋理事長 その前に書いてある。2ページ。

●鎌田企画部長 どの辺ですか。

○高橋理事長 2ページ目の右の真ん中下の段落です。平成29年10月以下。

●鎌田企画部長 真ん中から下のほう。我々の評価はそこに書いてございます。05の資料の2/86の真ん中から下のあたりが、I-1のうち、経営委員会、監査委員会に関する我々

の書きぶりです。目標は3ページ以降のところに書いてある。

○平野委員長 これをざっと読んだ感じは、先ほどの岩村委員の御指摘が一応ここに書き込まれているとも読めますが、言葉としては「透明性」という言葉はないということです。 「国民から一層信頼される組織体制の確立に努めた」と。もしここに問題提起的な意味で「透明性」という言葉を入れるのであるならば、「透明性の向上に努めつつ」云々かんぬんという挿入はできると。鎌田さん、それでいいですか。

●鎌田企画部長 具体的に言いますと。

○平野委員長 今具体的に言ったのだけれども。

●鎌田企画部長 何行目かなと思ひまして。

○平野委員長 「また相互に密接な連携を図ることより、自律的なPDCAサイクルを機能させ、透明性の向上を図りつつ、」。

●鎌田企画部長 そこから、「国民から一層信頼される」と。

○平野委員長 そういう挿入でもしよろしければ。では、そこはそういうふうに改めていただいて。

●鎌田企画部長 では、評価は。

○平野委員長 評価は、経営委員会はできたばかりだし、とりあえずコストパフォーマンスも余りよくないということなので、B。

どうぞ。

●水野理事 余り御満足ではないところかもしれないのですけれども、IV-1の「その他業務運営に関する重要事項」で、27年度にGPIFがAで出した。

○平野委員長 資料は幾つですか。

●水野理事 03の10ページ目に、過去にGPIFがどういうふうに出してどういう評価になったかというのが出ていますけれども、10/10の一番下の「その他業務運営に関する重要事項」を2年前にAで出してBになっているのです。今度はそこが改善したと言えるのではないかなと。

○岩村委員 大分厳し目のコンプライアンスになっていますよね。

○中村委員 Aにしたらいいいのではないですか。

●鎌田企画部長 最後のところですか。

○平野委員長 今のそういう理由だったら、そこは改善したことになるので。

○中村委員 評価制度委員会のヒアリングがあるじゃないですか。何人かわつと来て。それでまとめた結果を評価制度委員会でやって、みんな一応説明するのだけれども、説明資料が86ページとかあって、これは議事録からカット、聞いている側からしてもわからない。要するに、Aなのか、Bなのか、全くわからないですよ。

この業務運営を実際にやっている上で、あれをやっているのは目的は独法の活動をいかに効率よく、困っていることを改善するようにしようということで、あそこでは委員長は言っていると思うのだけれども、やはりこういうところが困っているぞというのは随分言

っておられるから、一生懸命これをやったって誰にメリットがあるのかわからないのならちょっとよろしくないから、ヒアリングに来られたときに、こういうのが困っていますよというのは言ったらいいのではないか。書かなくて。まだ来ていないですよ。これからでしょう。もうすぐ評価制度委員会があるな。最後ではないか。そこは口頭で言われたら伝わりますよ。

○平野委員長 わかりました。ありがとうございました。

なかなか難しいけれども、今の岩村委員と中村委員がおっしゃったことを踏まえて、文言の修正は考えていただければいいと思います。

それから、自己評価については、私ちょっと聞き漏らしたのですけれども、中村委員はこれはBではなくてAで出したらどうかと。

○中村委員 はい。

○平野委員長 特に御異論がなければ、水野理事がおっしゃった最後の「その他業務運営に関する重要事項」については自己評価をAとして出す。そういう前提でお願いできればと思います。

●鎌田企画部長 I-1は。

○平野委員長 I-1はそのまま、文章は直す。

○古賀委員 「透明性」というのは入れる。

●鎌田企画部長 それは入れますけれども、評価はそのまま、最後の項目はAで出す。

○岩村委員 たしか国家公務員倫理法上、義務づけられていない、努力義務になっていない委員に倫理規定をかぶせたとか、そういう極めて厳しい対応をしているわけですよ。その辺は評価できるのではないかと思います。

●鎌田企画部長 修文いたします。

○平野委員長 ありがとうございました。

この件については審議を終了させていただきます。次回は議決するわけですね。そこに反映していただければと思います。

それでは、次の審議事項に移ります。「平成29事業年度財務諸表並びに事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他会計に関する重要事項について（案）」を、執行部から説明をお願いします。

●沼田総務部次長 それでは、説明させていただきます。10の審議事項の3の1の資料をご覧くださいと思います。

こちらにつきましても、次回の6月28日の経営委員会において、最初のページの表題にございます、財務諸表、事業報告書、決算報告書及び利益の処理についてまとめて議決をいただきたいと思いますと考えております。

事業報告書につきましては、先ほどの業務概況書において29年度の業務内容について御審議いただいておりますので、本日は主に財務諸表、決算報告書を中心に御説明させていただきますと思います。

なお、利益の処理の案につきましては、財務諸表の中で当該年度の総利益を厚生年金勘定及び国民年金勘定に寄託金残高の割合に応じて案分するというものになっております。

まず、1 ページ目のエグゼクティブサマリーのところでございますけれども、財務諸表の法人全体のところで、年度末の総資産額は156兆3,854億円で、当期の総利益につきましては10兆290億円となっております。決算報告書の総合勘定では、収入が22兆8,875億円、支出が22兆8,883億円となっております。

下のほうに目を移していただきまして、バックグラウンドのところにありますとおり、独立行政法人通則法に基づきまして、財務諸表等を作成して、6 月末までに厚生労働大臣に提出し、承認を受けるものとなっております。

今後の予定でございますけれども、28日の経営委員会で御審議いただきました後、翌日の29日に厚生労働大臣のほうに承認申請をいたします。その後、昨年ベースになりますけれども、8 月上旬に大臣承認、その後、速やかにホームページで公表いたしまして、9 月下旬に官報掲載となります。

1 ページおめくりいただいて、「平成29事業年度財務諸表等（案）」がございます。下のほうにあります2 つですけれども、監査委員会からの監査報告、会計監査人である監査法人トーマツ様からの会計監査報告につきましては、本日の時点ではまだ付いておりません。28日の議決の際には全てそろえた上で議決いただきたいと思いますと考えております。

何分これはページが多くて、これをもとに説明するとかなり大変になりますので、一旦閉じていただいて、11の審議事項3 の2 をご覧いただきたいと思います。右肩に「説明資料」とあるものになりますけれども、こちらで御説明させていただければと思います。

まず1 ページ目、法人全体の貸借対照表の総資産額になります。先ほども御説明いたしましたが、29年度末で前年比プラス11兆4,801億円の156兆3,854億円になりました。主な増要因につきまして、右側のほうに少し書かせていただいておりますけれども、資産運用損益で10兆810億円、寄託金の受け入れで3 兆1,780億円となっております。主な減要因につきましては、国庫納付金が9,096億円、寄託金償還が8,250億円、経常費用が533億円ございました。

続きまして2 ページ目、法人全体の損益計算書の当期総利益になります。当事業年度の総利益は前年比プラス2 兆1,365億円の10兆290億円となっておりますけれども、まず右側のほうから、資産運用損益が10兆810億円、これに雑益の13億円、これは主に消費税の還付金となっておりますけれども、足し合わせたものがその左の経常収益という形で10兆823億円となります。そこから、管理運用委託手数料あるいは人件費、システム経費などの事業を行う上でかかった経常費用を差し引きますと、平成29年度の総利益10兆290億円が出てまいります。

経常費用を昨年度と比較したものを下の表にお示ししてあります。合計の欄を見ていただきますと、昨年と比べて94億円ほど増加しておりますけれども、その主なものにつきましては管理運用委託手数料の87億円となります。

そして、右のほうに目を移していただきたいのですけれども、利益剰余金につきましては、昨年度比 9 兆 1,194 億円増えておりまして、年度末で 44 兆 8,818 億円となっております。

次の 3 ページ目、貸借対照表の法人全体部分につきましては、科目ごとに億円単位で前年度と比較したものになります。増減も示しておりますけれども、その増減の要因につきましては、次の 4 ページ目のところでポイントをお示しさせていただいております。

5 ページ目は、損益計算書の法人全体部分につきましては、貸借対照表と同じように科目ごとに億円単位で前年度と比較したものになります。増減につきましては、ポイントを 6 ページ目のところでお示しさせていただいております。

ここまでが財務諸表に関するものになりまして、次の 7 ページ目からは決算報告書の御説明になります。

7 ページ目につきましては前年度との比較、8 ページ目につきましては予算との比較を掲載しております。

ただ、こちらの 7 ページ、8 ページ目ですけれども、主な増減要因のほとんどのものが年金特別会計との間で発生するものになります。7 ページ、8 ページ目で御確認いただきたいのは、真ん中より下の支出の欄の「一般管理費」あるいは「業務経費」についてということになります。

ですので、9 ページ目からになりますけれども、一般管理費の前年比較を、今まで億円単位だったのですけれども、今度は単位を百万円単位でお示ししたことになります。何が増えて何が減ったかというのが目で見てわかるように棒グラフもつけさせていただいております。また、増減要因につきましてはポイントを絞って、左下のところに記載させていただいております。

10 ページは予算との比較になります。一番右側のところに予算の残額を載せさせていただいております。その残額のポイントにつきましては、下の部分でお示ししているところでございます。

11 ページ目は業務経費についての比較になります。同じように棒グラフで、何が増えたか、何が減ったかということをお示ししておりますけれども、その要因を 12 ページ目で御紹介させていただいております。

ここで、特に 12 ページ目の一番下の運用委託手数料が増えておりますけれども、この増えた要因が、運用資産残高、ここでは平均残高比になりますけれども、こちらが増加したということが主な要因となっております。

13 ページ目は、今度は予算との比較になります。予算との残額につきましては、14 ページ目でお示ししてありますけれども、同様に運用委託手数料のところでかなりの残額が出ておりますけれども、こちらにつきましては、この予算の数字というのが中期計画予算を作成したときの数字になっております。その時点と比べましてアクティブ比率が低い水準になったこと、あるいはオルタナティブ資産につきましては、委託運用機関の公募が始まった段階にありまして、資産残高がまだ積み上がっていないことによるものと考えております。

す。

最後のページになりますけれども、こちらのほうは年金特別会計と厚生年金勘定あるいは国民年金勘定、それから総合勘定の資金の流れをお示したものにしますので、参考までにごらんいただければと思います。

駆け足になりましたが、私からの説明は以上になります。

○平野委員長 ありがとうございます。

御意見、御質問があれば、どうぞ。

○中村委員 さっきの続きになりますが、バランスシートの未収金は、運用手数料の関係での消費税の未収還付金ですので、確定債務になります。さきほど議論になったファンドの中にある株式の期末評価には未収配当金が入っているということでしたが、未確定資産は、会計上、通常、収益の見積もり計上はしないと思いますが、これはファンドの運用機関から期末の評価として出してくるのですか。

●沼田総務部次長 はい。

○中村委員 その額に基づいて期末の運用資産が評価されているということになるので、期末時価の適正性が会計的にはキーになりますが、そのチェックは会計士がやっているのですね。

●沼田総務部次長 そうです。

○中村委員 そのチェックが妥当かどうかを監査役がチェックしなければいけないので、どうやって期末の評価が出ているのですか。事業会社は計上しません。これは資産の運用の問題で、期末の時価という点では、通常の会社のバランスシートと違うような気がしますが、どういうルールでしょうか。

●沼田総務部次長 実際には、資産管理機関などから上がってくる信託帳票の中でどういう評価されているかということで、経理としてはそちらの数字をもらって財務諸表のほうに反映させていただいていることになります。

ただ、今、中村委員がおっしゃったように、時価の適正性というものについては、監査法人のほうでも原課のほうから必要に応じて資料を要求して、そこで確認しております。

○中村委員 これは毎年継続してやられているわけでしょう。

●沼田総務部次長 そうです。

○中村委員 評価はされていると思いますが、会計士がちゃんとやらなければいけない。

○平野委員長 今のところの御指摘のポイントについては、会計士ともう一度確認をされて、次回の懇談会ないし経営委員会の冒頭で御説明いただければと思います。懇談会でいいかな。よろしくお願いします。簡潔な御説明、ありがとうございました。

続きまして、本日最後の議題でございます。報告事項「調査研究について（2017年度実績評価および2018年度計画）」につきまして、執行部から報告をお願いします。

●鎌田企画部長 資料は、12報告事項とあるものです。時間の関係もありますので、手短かにしたいと思います。

「調査研究について」ということで、区分、報告となっております。

エグゼクティブサマリーですけれども、これは2017年度、もうやったものの実績評価と、2018年度、これからの計画について報告するとなっております。

17年度は、そこにありますように、AIということでソニーとアクセンチュア、あと運用会社のビジネスモデルということでアクセンチュアに対して委託調査研究を実施したとございます。18年度は、そこにありますようなものについて共同研究なり委託調査をやるかと思っております。

バックグラウンドですけれども、この調査研究業務については、年度計画において議決いただいておりますけれども、管理運用手法の高度化を進める観点からということでやることとされております。

1 ページめくっていただいて、17年度の委託調査研究です。これはソニーに対してやったものですけれども、この字面だけでは研究のイメージが湧かないと思いますので、59ページまで飛んでいただければと思います。これは報告書の一部ですけれども、AIの普及の本質はどこだということで、能力・スキルのコモディティー化ということで、属人的になっていきます経験から引き出される知識とかスキルといったものを、右のほうですけれども、組織として共有したいということです。

そのためにどういうことをしたいかということですので、まず、我が法人でどのような活用ができるのかというのが隣の60ページ目になっていまして、マネージャー管理というのが我々の中核的な業務ですけれども、そこにあるような課題を抱えていますということです。例えば、AIファンドが来たときどうするのだといったことがあります。我々は、AIで何か個別銘柄を選ぶというわけではなくて、AIを使ってマネージャーとの対話力の強化をしたいと。その際に、属人的なものではなくて、組織として底上げを図りたいということでやりたいと思っております。そこにありますように、リターンにかかわらずファンドの行動のモデル化でそれが実現できるのではないかと考えた次第です。

隣の61ページ、何か印刷がかすれたような感じになってはいますが、そうではなくて、これは個別の会社ごとの、縦軸が時間軸、横軸が時価総額順に並べたものになっていまして、要は左のほうの軸のものは時価総額になっていまして、赤とか青はそれぞれの売買という行動をあらわしています。だから、リターンではなくて売買、先ほどありましたけれども、行動を示しています。ですから、いつごろやった売買なのかというのが縦でわかりますし、どういう大きさのところをやったのか、大きいところをやったら左側に赤、青がいっぱい出てくる。色がいないところは、やっていないということになります。やっていないというか、そんなに頻度が多くないということになります。

これは結局、数値ではなくて画像になるわけですね。それをどうするのかということですので、ちょっと飛びますけれども、63ページ、これをDeep Neural Networkというものに突っ込みます。数字ではなくて画像として突っ込むというところで、画像処理ということでAIを使う。

何をするのだというところですが、この画像をNeural Networkに突っ込みますと、Investment Stylesというのがその右に茶色で8つほどありますけれども、それぞれ画像を見て区分するというのがこのAIになります。

出てきたものは何かといいますと、64ページにありますけれども、ファンドマネージャーの分析結果が出てきます。これは横が時間軸で、縦がスタイルの割合みたいなものです。ですので、横に見て変わらないものは時間とともにスタイルが変わらないということなのですけれども、上下に振れているものはスタイルが変わったというものです。

右から2番目、上から2番目、凡例の上ですけれども、がありますけれども、ここは横に見ていくと、緑が途中できゅっと下がって、紫がきゅっと上がるという形で、ちょっとスタイルの変更が見られるということが先ほどの赤青の点々の画像からわかるということです。

これをもう少し詳しく見たのが65ページ目でして、左下のの図は先ほどの図と一緒にです。緑と紫になっていますけれども、黄緑がMomentumになっています。市場の調子にのっとってやるというのはMomentumですけれども、それが2014年から2016年の終わりぐらいまではその割合が高かったのですけれども、2017年の頭ぐらいで傾向が変わった。緑が下がって、そのかわり紫。紫は何かというとGrowthというスタイルになっています。こちらに変わっているというのが、隣の三次元を二次元に落としたような軸になっています。

それで、の左の四角を、黄色と肌色というかピンクで描いてあるのですが、それを平面に落としたのが右になっていまして、右の図に黄色の丸と肌色の丸があるのですけれども、点々の赤はリターンがマイナスということになっています。ここをスタイルの変更と同時に、リターンがプラスからマイナスになっていますので、そのあたりを実際にコミュニケーションをとってやる。実際ここはどういうことが起きていたかということ、マネージャーがかわったということが確認されています。ですから、マネージャーがかわったからこういうことになったのか、リターンがマイナスだからマネージャーがかわったのかといったコミュニケーションもとれますし、変えるにしてもなぜこのようなスタイルにしたのかというのが、我々もこのデータを持つし、相手にも見せてやるということで、属人的なものではなくて、組織でできるということです。

67ページは、今後の発展の可能性ということでざっくり、「ナマズから地震」とかありますけれども、いろいろ発展の可能性を考えているというのがソニーのものになります。

それで、2ページに戻っていただいて、これがソニーの研究でして、先ほどの国内株でやったということでございます。

3ページ以降、時間の関係もありますので簡単にやりますけれども、同じくAIでアクセントをやってございました。これにつきましては、下のほうに「今後の活用」ですけれども、データプラットフォームを構築すべきだといったこともございましたので、この方向に向けてやっていきたいと思っております。

4ページ目は、運用会社のビジネスモデルについての調査研究。これはアクセント

ですけれども、運用会社のビジネスモデルについて調査研究をしたということでございます。

今後の活用ですけれども、下から2段目ですが、いろいろやったのですけれども、もう少し深掘りをしたい。どこを深掘りするのだということですが、なお書きのところにありますが、経営者・従業員に対する金銭的インセンティブについては、より深掘りの余地があるということで、こちらを深掘りしていきたいと。我々はアライメントもいろいろ取り組んでおりますので、そういった観点からこれについてはもう少し深掘りをしたいと考えているところです。

今までの17年度の結果でございまして、18年度はどういうことを計画しているのかというのが5ページ目にございます。そちらにある5点を計画しておりまして、下線を引いた3点、ESGに関する情報開示についての調査研究、先ほど申しました運用会社役職員のインセンティブ構造、AIを活用した運用会社の選定・管理、これは国内株以外の資産についても広げたいと考えております。こちらは新規案件で、ほかの2点は継続となっております。

その後、まだ現時点では決まっていないのですけれども、共同研究についてはこれらのほかにRFIを実施して、さらに大学研究機関等に対してやって、ちょっと広げたいなと思っております。これも含めて、期中に追加があれば別途報告したいと思っております。

後のページについては、後でござんいただければと思っております。

説明は以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

御意見、御質問があれば、どうぞよろしくお願いいたします。

○新井委員長代理 御説明いただいたAIのスタイルドリフトの分析は非常に興味深いと思います。ぜひこの結果をリスク管理にフルに活用していただいたり、マネージャーセレクションに活かしていただきたいと思います。

もう一つは、私の見方が狭いかもしれませんが、調査研究テーマの中にGPIFの本来の業務とちょっと距離があるようなテーマも含まれているように思います。やはり本来の業務に密接に関係するテーマを戦略的に選択するというので、今後、調査研究を進めていただきたいと思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかにはいかがでしょうか。どうぞ。

○加藤委員 私もこのAIの研究は興味があって、これから重要なテーマであり、GPIFも積極的に利用したらいいと思うのですけれども、スタイルについては具体的にどうするのかということもあり、もしよろしければ一度どこかで時間をとっていただいて勉強会とかをしていただければいいのではないかと思いますので、御検討をよろしくお願いいたします。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 ありがとうございます。

ソニーの研究は、当初の私たちの予想を超えたクオリティーのプロダクトが今出てきております。これは将来的に本当に商品化することが可能なくらい、多分、世界で今AIでマネージャーセレクションやマネージャーのスタイルドリフトをビッグデータで見ようなどと思っているところはないので、この調査研究でどういう内容をやっているかということについても、委員の方々には当然ぜひ見ていただきたい。内容については業界にもかなりインパクトがあると思っているが少しソニー側もセンシティブになっているので、ちょっと御留意いただきたいと思っています。

これに関しては本当に結果も出ていますし、方向性も先ほど「ナマズから地震」なんていうのも出ていますけれども、せっかくなので追加させていただきますと、66ページに図があるのですけれども、これは何を言っているかという、実はマネージャーのスタイル分散をしても、全てのマネージャーがこういうように同じ動きをしているときがあって、スタイルによって運用が離れるときがあるというのがわかってきています。ナマズで地震というのは、要するにみんなが同じ運用行動をしているときはバブルのリスクがあるのではないかとすることを逆に読めるのではないかと議論をしまして、それはナマズの動きを見て地震を予測するみたいな話だということで、ソニー側がこういうことを見つけてきて提案されています。設備投資が要るかもしれませんから、今までとは違うレベルの資金というか、私たちもコストをかけないとこの先に進めないのではないかと考えています。これは大きな研究にしようかなと思っておりますので、事前にそのあたりはお伝えしておいたほうがよろしいかなと。

○平野委員長 ありがとうございます。

今、水野理事がおっしゃったことで、センシティブな情報があるということなのだけでも、これは議事概要の書き方についてもそこは注意しなければいけないということになるわけですか。

●水野理事 議事概要は、この中身は出さないでしょう。

●鎌田企画部長 それは注意して。いずれホームページで最終版は出しますけれども、それまでの間は済みませんけれども。

○平野委員長 わかりました。

どうぞ。

○堀江委員 調査研究のテーマの立て方について注文があります。今年度はこれでいいと思いますが、先ほど新井先生からもあったように、フロントだけのテーマに偏っているような気がします。その意味でリスクマネジメントのテーマというのは私は絶対一つは調査研究の中に入れてほしいと思っています。

これまでの経営委員会でも意見として出ていたように、予算を立てるプロセスの中で、ちょっと早目に、来年度の調査研究については経営委員会の意見も入れていただけるような場を入れていただきたいと思います。そのように、来年度の調査研究テーマについては

考えていただきたいと思います。

○平野委員長　ありがとうございました。

ほかにございますか。

それでは、この議論はこのくらいにします。2つございまして、1つは投資のスタイルドリフトに関してソニーの研究につきましては、しかるべきタイミングで勉強会を企画していただければと思います。2番目は、今、堀江委員からお話があった、予算のプロセスとも関係するけれども、来年度の調査研究の対象をどうするかということについては、どこかで経営委員会を含めて議論をする場を設けさせていただきたいということであります。これは、予算のプロセスについていろいろ議論をしたときに出てきた同じ問題だと思うのですけれども、よろしくお願いいたします。

そうということで、本日の議題は以上となります。事務室から連絡事項があればお願いします。

●辻経営委員会事務室長　13の「今後の経営委員会等の予定」を開いていただきたいと思います。

次回、第12回経営委員会は、ここは今、懇談会がないという予定で9時からという予定にしておりましたけれども、先ほど、未収配当の会計処理の件について、会計監査人に確認してという話がありましたので、その分だけ懇談会が入る可能性があります。それで、9時から12時。

第13回監査委員会が6月27日水曜日の9時から11時となっております。

机上の関係法令ファイルにつきましては、終了後に置いたままをお願いいたします。

事務室から以上です。

○平野委員長　ありがとうございました。

長時間にわたりありがとうございました。これにて第11回経営委員会を終了いたします。お疲れさまでございました。