

第 24 回経営委員会議事概要

1. 日 時：2019 年 6 月 6 日（木）15:00～18:00

2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 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. 議事概要

【議決事項】

（1）「経営委員会規程の変更について」

経営委員会の議決方法を経営委員会規程に規定する「経営委員会規程」の変更について、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。
質疑等はなかった。

（2）「基本ポートフォリオの定期検証について（2）」

平成 29 年度の基本ポートフォリオの検証と同様、①目標利回りの達成、②効率性の確保、③予定積立金額の確保の観点から行った平成 30 年度の基本ポートフォリオの検証結果について、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。
質疑等はなかった。

【審議事項】

（1）「平成 30 年度業務実績評価について（案）」

（2）「第 3 期中期目標期間見込評価について（案）」

独立行政法人通則法（平成 11 年法律第 103 号）第 32 条第 1 項第 2 号及び第 2 項の規定に基づき、平成 30 年度業務実績評価書及び中期目標期間見込評価書を作成することについて、執行部から説明があった。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員長 3 点確認したい。

1 点目は、重要度の欄に 3 つ〇がついているが、これは何を基準にした重要度なのか。

2 点目は、例えば透明性の向上について、自己評価は A という案になっているが、これは 30 年度において、透明性の向上のために新たな施策を打ったことについて、プラスアルファがあったので A という評価なのか、あるいは透明性のレベルにおいて、十二分な透明性を確保しているから A という評価なのか。フロー評価なのか、それとも残高評価なのか。

3点目は、規程の点検プロジェクトについて、透明性の向上で評価するのか、その他業務運営に関する重要事項で評価するのか、それとも両方に係るのか。

執行部 1点目の何が重要なのかについては、厚生労働大臣が中期目標において、特に重要度が高いものを指定するという仕組みになっている。

GPIFでは、寄託された年金資金をきちんと運用して、最終的には年金給付のために返すという観点から、業務の中で特に何が重要なのかということを厚生労働大臣が指定した上で、それが達成できているかという仕組みになっている。

2点目の透明性の向上については、うまく切り分けられるかは非常に難しいが、例えばホームページを改善しました、ESG レポートを作成しました、あるいは新しいパンフレットを作成しましたというのは、30年度の新たな取り組みなのでフローという趣旨になるが、そういう取り組みをすることによって、国民にも少しずつわかりやすい仕組みに何とかできないかという工夫を毎年積み重ねてきているという意味では、透明性の向上のレベルアップを意識しながら取り組んでいる。

委員長 水準、残高と新しい施策、フローの両方を総合的に見て判断しているとする、どうして29年度の自己評価はBだったのか。

理事 もともと中期計画を策定したときに想定されていた透明性をはるかに上回っており、また、大手海外年金との比較でも、GPIFのほうが透明性が高いと言われているので、B以上の透明性はとくに達成していると思っている。

去年はガバナンスの項目をAにしたので、Aが多過ぎることを考慮してBにしたが、今回、ESG 報告書を新たに作成したこともあり、自己評価をAにしている。

委員A 透明性について、一般国民に対してまだまだ浸透が足りないのでパンフレットを作成したとのことだが、GPIFの仕組み自体を知っている人が少ないなどのサーベイは実施しているのか。受け手の変化がわかると、より説得力があると思う。

執行部 広報活動に対する直接的なサーベイではないが、四半期のディスクロージャーの公表後に、インターネットで調査を行っている。それは報道内容を知っているかなどだけではなく、そもそもGPIFを知っているか、GPIFという組織に対して信頼を置いているか、GPIFの運用の仕組みがどうなっているかなどを聞くようにしている。

こういう取り組みを始めたこと自体がここ数年であり、時系列で見て、定量的に顕著に成果が出ているということではないが、例えば従来であれば赤字が出た場合には、そのことだけを取り上げられる傾向が強かったが、昨年度の第3四半期については15兆円マイナスだったが、その一方で累積では56兆円稼いでいる、実質的な利回りは確保できているから、年金がすぐもらえなくなることはないと思われている方が、若干ではあるが、増えている傾向があった。

こういう傾向が今後も続いていくのか、きちんとフォローはしていかなければいけないが、地道な取り組みは、少しずつではあるが成果として出てきていると思っている。

理事長 透明性の向上については、それまでは年度計画に運用報告をいつ公表するのか

を書いていなかったが、今は年度計画に公表日を記載しており、AとかBとか関係なく全体としてはいい方向に進んでいると思っている。

委員B I－1のパフォーマンスについて、年金財政上求められる運用利回りは十分なものだったが、複合ベンチマークではアンダーパフォームしているので、合わせてBと評価したという理解でよいか。

執行部 評価については各資産ごとにベンチマーク収益率を確保するようになっている。例えば30年度は、4資産中2資産、内外債券はプラスの超過収益率を確保できているが、内外株式についてはマイナスになっている。GPIFに求められている役割は、最終的には、年金財政上求められる実質的な利回りを確保することなので、両方の観点から考えると、我々に求められている役割は果たしているという趣旨でB評価としている。

理 事 目標と実績評価は対になっているが、厚生労働大臣から与えられている目標では、複合ベンチマークをプラスにすることは入っていない。

もちろん運用の世界では複合ベンチマークは一つの指標なので、業務概況書や実績評価にも参考数値としては入れているが、あくまでも参考数値であり、目標は各資産ごとに超過収益を獲得すること、実質利回りを確保することとなっているので、そういう観点から最終的にはB評価になっている。

委員B それでいいと思うが、対複合ベンチマークが目標にないということ自体が若干不自然に感じる。

理 事 厚生労働大臣から次期中期目標が与えられるが、その点を厚生労働省がどのように考えるのかということかと思う。

執行部 規程の点検プロジェクトについては、昨年度の年度計画の中で、その他業務運営に関する重要事項の項目で、規程の点検プロジェクトを実行することを書いているので、透明性の向上ではなく、その他業務運営に関する重要事項の項目として整理をしている。

委員長 その他業務運営に関する重要事項について、去年は自己評価をAで出して、ことしはBにするのはどうしてなのか。28年度まではAと自己評価しているのが大体4つで、29年度から3つにして、今年も3つだが、あえてBに落とす理由があるのか。

執行部 Aでもいいと思うので、経営委員会で議論をいただければと思っている。

委員C Aの数は何%であるべきだというのは、最後に評価側が考えるべきで、提案側が考えるというのはモデレートな提案であり、欧米だったら、みんなAになるのではないかと思う。

(3)「2018年度業務概況書(案)」

2018(平成30)年度業務概況書(案)について、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

- 委員D 短期資産ファンドの説明について、会計検査院からも丁寧に説明するようにとの指摘があったが、業務概況書ではどこで説明しているのか。
- 執行部 自家運用の項目の④短期資産ファンドのなお書き、運用資産額・構成割合（年金積立金全体）の項目の注書き等で記載している。
- 委員D 資料集の中で、例えば運用受託機関別のサマリーや支払手数料の表があるが、合計額を入れたほうが、数字が合っているのか、何をあらわしているのかなどがわかりやすい。
- 執行部 支払手数料は各アセットマネジャーに対して3年累計で幾ら払っているという記載となっている。
- 委員D 前のほうには合計額が出ているので、それとリファレンスができるほうがいい。
- 委員B 国内株式と外国株式の超過収益率について、業種ベースの評価をしているが、GPIF は業種ベースのパフォーマンスを予想してファンドを選択しているのではないと思う。例えば投資スタイル、地域といったレベルでファンドを選択していると思うので、GPIF の運用担当者がどういう選び方をして、それが結果としてよかったのか、悪かったのかわかるほうがより投資の成果に近いのではないか。
- 委員E 実績連動報酬は、あくまでもアクティブ運用の成果を高くするためにインセンティブを与えることが目的なので、手数料率を下げるのが目的のようにとられてしまう記載は修正すべきではないか。
- 理 事 委員の御指摘のとおりなので修正したいと思う。実績連動報酬については、パフォーマンスが悪いマネジャーにはフィーを下げてもらうが、パフォーマンスが出たら、フィーを多く払うというαの安定化が、一番の効果だと思っている。フィーが下がっているということは、選んだアクティブマネジャーのパフォーマンスが悪かったということなので、べつに喜ぶ話ではない。
- 委員F 海外公的年金との運用コスト比較のコラムについて、低いことをいいことのように言うのは反対である。実績連動報酬についても、これから成果が出ればコストが上がることになる。それを長期的には国民に訴えるべきなのに、運用コストが低いことを言うのは、手数料が下がった今のタイミングでやめたほうがいいのではないか。
- 執行部 管理運用委託手数料は実額としては大きいので、過去に国民の皆様から高いのではないかという疑念、意見があった。それに対して、GPIF は諸外国と比べて大幅に運用コストが低いという説明をするために、このコラムがあったというのが経緯である。
- ただ、こういう状況の中で、考え方はいろいろとあると思うので、どうするかということは検討したい。
- 理 事 GPIF は500億円もフィーを払ってコストをかけ過ぎではないかという意見が多かったためこのコラムを書いたが、業界関係者から見るとGPIF は低過ぎるぐらいではないかという意見もあり、業務概況書の読者を誰と捉えるかということだと思っている。

理事 GPIF のコストは、我々や業界関係者などは小さいということはわかっているが、一般国民の皆様からは 400 億円とか 500 億円というお金を使って何をやっているのだという批判もあるので、海外年金と比較すると GPIF のコストはこの位であり、それはこのような特徴を持っているので低いという説明が業務概況書のどこかには必要だと思っている。例えば GPIF のコストと手数料の説明とは場所を分けるとか、検討したい。

委員長 個人的な感想になるが、コストが高過ぎるのではないかという批判に対しては、十分に答えるだけの材料があるので、言い訳がましく説明をする必要があるのかと感じる。ただし、今までに疑問が提示された経緯もあるので、それに対して答えていく必要があるのかもしれない。

委員 A ガバナンスの仕組みについて、GPIF として非財務情報が財務や業務リスクなどに影響すると言っているので、GPIF の業務概況書にも例えばダイバーシティや職員教育などは入れないのか。

理事長 前向きに検討したい。

委員 C ESG 活動について、E と S は指数もあって指数の考え方の記載もあるが、G は該当なしになっている。

GPIF はずっと ESG 投資だと言ってきたが、本来一番大事なのは G だと思っている。新聞でも報道されていたが、委託している信託銀行などの運用会社が、取締役の独立社外取締役の数で賛成票か反対票かを判断するなど、スチュワードシップを発揮している。世間では ESG の G が一番大事だと言っているのに G が何もないのはどうかと思う。

理事 GPIF の場合は、運用会社に ESG について、投資におけるインテグレーションと投資先へのエンゲージメントを行うことをスチュワードシップ活動原則で求めている。運用会社が定型的なルールにする、あるいは別のアプローチとして、定型的なルールではなく個別の企業で判断することにしても、GPIF としてはどういう背景、どういう考え方でそうしているのかを聞いて、彼らの説明に合ったようなエンゲージメントや議決権行使行動をしているかをチェックしていくことになる。この ESG 活動の中で、G の考え方を書くとすると、ほかの E や S のそれぞれの項目についての考え方や現象を書くことになるので、業務概況書の内容としてはやや細か過ぎると思っている。

理事長 企業向けアンケートに関する項目でも記載しているし、運用受託機関の考える重大な ESG 課題の中でも、国内アクティブ機関の 1 番の 이슈 は取締役会構成・評価、2 番目も少数株主保護となっており、G が出てきている。それを受けて、インテグレーションをきちんとやってくださいということにはなっているが、G に絞った記述がないので、書き方を工夫したい。

委員 G オルタナティブについて、会計検査院から収支、費用などの具体的な係数を含む運用の実態を丁寧に説明するようという指摘があった。前年度の業務概況書のほうが、より詳しく書いているように感じるが、どのように理解すればいいの

か。

執行部 前年度よりページ数はふえており、例えば不動産投資事例の私募リートについては、これまで時価総額をまとめて出していたのを表として個別に出しているとか、オルタナティブの信託報酬の内訳を出すとか、かなり細かく記載している。

ただ、どうしても出せないものもあるが、出せる範囲できちんと説明するようにしている。会計検査院からの指摘に対して、我々としても真摯に受けとめた上で、対応が可能なものについては対応している。

委員長 会計検査院からは、具体的な改善ポイントを指摘されているのか。

執行部 具体的なものと抽象的なものがあり、具体的に言われているものについてはきちんと対応している。抽象的なものについては、現時点でできる範囲の対応をしている。

理事長 オルタナティブについて幾つか写真を掲載しており、従来の基準ではまだ投資していないので、2018 年度末の実績や残高にはなく写真を掲載する必要はないが、ベストエフォートとして、決まっているものは出そうということで開示している。

委員 F 内部統制体制について、規程の点検プロジェクトが反映されていない。経営委員会が内部統制の基本方針を定めるという形に変えたので、修文してほしい。

(4)「平成 30 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）」

平成 30 事業年度財務諸表等について、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 E 高度専門人材の確保等のための経費の実績が予算を大幅に下回った理由として、高度専門人材の採用が難しいとの説明があったが、なかなかいい人が来ないのは給与面に満足が行かないのかあるいは転職規制など民間企業に比べてさまざまな制約が多いことがボトルネックになっているのか。今後、プロフェッショナルとしてすぐれた人を GPIF にできるだけ多く採用してほしいと思っているので、給与の面など緩和できることがあるなら、緩和したほうがいいのではないかと思います。

理事 給料ばかりで断られているわけではないし、GPIF の場合、運用専門職として求めているが、日本の金融機関の方の場合はどちらかといえばゼネラリスト的な人が多くて、その方が思っている自分価値と市場価値が違う場合もあり、条件が合わない色々なパターンがある。

経営委員会で考えていただきたいと思っているのは、法案改正の際に新たに転職規制が加えられたが、在職中に転職活動ができないので、転職をしようと思うと退職しなければいけない。まだオファーもない状態で、退職しなければいけないというのは相当精神的にはハードルが高く、それが採用には響いている。

理事 GPIF 法による転職規制については、国家公務員に準拠してつくられているが、国家公務員の制度は、今でこそ転職する人もいるが、基本的には転職を想定して

つくられていないので、それに準拠したものを GPIF 法の中に入れるとなると、なかなか実態にそぐわないという面がある。

委員C 高度専門人材を設けた目的は、公務員に運用してもらうのではだめだからだと思う。守秘義務はきちんと持たなければいけないが、公務員と同じように縛ってしまうと、その目的を達成できないので、実現できるルールをつくらなければいけないのではないかな。

理 事 職員は金融機関には転職できるが、在職中に転職活動をしてはいけないことになっている。

この経営委員会が制定されたGPIF法の改正によって、運用専門職の転職規制も法律に入っており、規制を見直すとすれば法律を改正しなければならない。

委員C 転職活動をするということは、いろいろな金融機関に売り込みに行くことだと思うが、再就職支援のためにGPIFの人事担当が代理として行う仕組みをつくれればいいのではないかな。

委員長 今の法律では、GPIFにいる間に求職活動ができないというのが原則で、普通の職員の場合は再就職は規制されていない。その間をブリッジするような機能をどこかで持てるかどうかは経営委員も含めて考えたいと思う。

委員H 会社の状況を見るときは、まず、貸借対照表と損益計算書を見るものなので、時期がずれて間に合わないということはあるのだろうが、業務概況書に基本的な決算関係の資料がないのは、どうなのかと感じる。例えば、GPIFの運営そのものにどのくらいコストがかかっているかを示すことは大事ではないかな。

委員C 企業の統合報告書にも、簡単な貸借対照表と基本的なフローはある。

貸借対照表にある科目は、資産側は金銭等の信託、負債側は寄託金になっていて、資本勘定がある。損益計算書の運用利益は、普通の企業であれば配当金で分配することになるが、独法の場合には、それを予定していない。

GPIFの貸借対照表を見たときに、年金財政上計算されたこれだけは用意されていないといけないという部分がわかるようになってない。

委員長 そのチェックは基本ポートフォリオの定期検証で実施している。将来キャッシュフローをシミュレーションして、積立金の不足が生じる確率が想定されているよりも低いという安全性のチェックを行っている。

委員C 例えば年金財政上求められている収益は維持されていて、それを超えている部分はその他の利益剰余金にたまっているので、まだ余裕がある、安心してほしいという情報がないのではないかな。貸借対照表を単に専門家向けだけにつくっても、わかる人はわかるけれども、ほとんどの人はわからないし、特にGPIFの貸借対照表は全くわからない。

委員E 企業年金のDBプランの会計処理の考え方にに基づく発言だと思うが、それとは制度のたてつけが違うので、積立不足だとか、余剰が幾らだとかいう形では出てこない。

理 事 委員長の御発言のとおり、基本ポートフォリオの定期検証において、現在の積

立金の時価総額をベースにして、将来の積立金がどのぐらいになるかというモンテカルロ・シミュレーションを実施して、積立不足になる確率は当初予定していたよりも小さくなっていることを検証することで、国民に対しては説明をしている。

【報告事項】

(1) 「平成 30 (2018) 年度調査研究について (実績評価)」

平成 30 (2018) 年度に実施した「ESG に関する情報開示についての調査研究業務」、「運用受託機関の役職員の報酬体系 (インセンティブ構造) についての調査研究業務」、「人工知能 (AI) によるファンド行動学習についての調査研究業務」、「債券投資における ESG についての共同研究業務」、「世代重複 (OLG) モデルによるマクロ経済予測についての共同研究業務」の 5 つの調査研究・共同研究について、いずれも「期待通り」または「期待以上」の成果が得られたことについて、執行部から説明があった。質疑等の概要は以下のとおりである。

委員長 インセンティブ構造についての調査研究に関して、Laggard、Average、Leading と 3 分類したとあるが、この報酬体系とインセンティブの構造について、Laggard、Average、Leading と分類できるほどの標準化された評価体系のようなものはあるのか。

理 事 GPIF の長期的かつ持続的なリターンの向上という運用会社に対する要求と運用会社のインセンティブ構造がマッチングしているかという観点で、委託調査研究を実施した。委託した人事コンサルティング会社の定義では、Leading は長期のインセンティブづけが明確にされているグループ、Average は平均的なグループ、Laggard は、インセンティブや報酬体系を戦略的に活用していないグループになっている。

委員 B 債券投資における ESG の調査研究の結果については、ESG 要素を考慮した ESG 債への投資は、利回りを犠牲にしないという理解でよいのか。

理 事 一般論として ESG を考慮することで運用のリターンを犠牲にしているのではないかという ESG 初期にあった意見に対して、リターンを犠牲にしていないという回答を示しているだけであって、グリーンボンドについては、明確に議論されていない。

引き続きのテーマの一つとして議論していきたいと思っているが、世界銀行グループとのプログラムによって、実際にグリーンボンドへの投資が行われており、GPIF のマネジャーは、少なくとも自分たちで運用上マイナスではないと評価して購入しているので、今後は彼らからフィードバックを受けていきたいと思っている。

委員 F インセンティブ構造の調査研究については、運用会社のシェアホールディングの関係が運用会社のインセンティブスキームに大きなインパクトを与えるのでは

ないかと思う。親会社が変わったら、運用会社の運用のあり方も変わるので、インセンティブスキームのサステナビリティは、長くないのではないかと思うが、調査研究を受託したコンサルティング会社はそれを評価した上で分類したのか。

また、OLGモデルについては、足元のTFPのレベルに極めて大きく依存するので、長期の賃金上昇率の構造を見るにはよかったと思うが、基本ポートフォリオの定期検証で用いるというレベルのものではなかったと思う。

執行部 OLGモデルについては、TFPにかなり依存するが、TFPの長期予測がうまくできるのであれば、定期検証でも使える可能性はまだ残っていると思う。

委員F 個人的な感想になるが、TFP自体が誤差項みたいなものなので現実的には難しいと思う。

理事 最初の質問については、今回は、GPIFの運用受託機関のエグゼクティブの報酬体系が、その企業の文化や運用者の行動にどういう影響を与えているかというところまでしか検証していないので、さらにその上のシェアホールディングの関係が運用会社に与える影響についてまではカバーしていない。

委員E GPIFの報酬体系はまさにLaggardになると思うので、運用機関だけではなく、GPIFの報酬システムについても考えたほうがいいと思う。

(2)「今年度のESG活動報告（構成案）について」

今年度のESG活動報告の構成案について、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員B 効果測定については、ESG評価・対応強化と市場の持続可能性・長期的なリターンの向上の間に、社会的インパクトの創出・社会的リターンの創出というもう一つ歯車があると考えている。

つまり、ESG投資をすることによって、社会にポジティブなインパクトを与えることができ、それが長期的にリターンに結びつくというロジックになると思う。特にGPIFのように、短期的な α を求めない、市場全体の底上げをするということであれば、本当にポジティブな社会的インパクトを与えているのかという評価が重要であると考えている。

最近、欧州の年金基金もその評価を求めるようになってきている。リターンについては、短期的には大きな超過リターンへの期待は難しく、長期的であれば10年待たなければいけないということになるので、短期的にはポジティブな社会的インパクトをもたらしているかどうかということが評価の基準として重要になってきている。

GPIFは、特に短期的な超過リターンではないということであれば、そういう評価を行うことが重要であると考えているので、ぜひ検討いただきたい。

執行部 ESG評価の裏側には当然に社会的なインパクトにつながるものもある。昨年においても女性活躍に関するデータなど、単にESGのレーティングが上がったという

こと以外の部分も載せており、ESG 評価の中に包含される部分もあると思っている。
より抜き出して、より強調した形にするかについては、検討したい。

委員 B それは十分理解しているが、基本的に ESG 評価は、現状で良いところを選んだという話であって、ソーシャル・インパクトは結果的にどうだったというところに、より重点を置いている。

理 事 いろいろな取り組み方や説明の仕方があると思っている。GPIF はこれまで市場の底上げや全体のリスクを下げると言ってきたおり、GPIF の運用によって将来の負の外部性や期間を超えて発生するリスクを最小化するというような取り組み方をしてきた。

例えば女性活躍についても、女性活躍によるインパクトとして捉えているアセットオーナーもいれば、それがないと企業にリスクが起きるので減らそうというリスクアプローチとして捉えているアセットオーナーもあり、アセットオーナーによっていろいろと違うと思っている。

GPIF は、これまではリスクアプローチとして説明してきたが、特に欧州のアセットマネジャーも含め、投資家はインパクトを計測するべきだとなってきた。欧州の一部などでは、例えばグリーンボンドのプライシングの差を説明するのはインパクトであると言い始めている人たちもあり、しばらくの間は人によって見方が違う状況で進まざるを得ないと思っているが、提案をいただいたので、もう少し具体的な、直接的なインパクトの計測についても考えたい。

委員 F 対話を行った企業の割合は、まさに委員の言う代表例であると思う。

委員 A ESG 指数のパフォーマンスについては長期的に見るものだと思うが、1 年間のパフォーマンスを出しているのは、どういう意味があるのか。

執行部 指数自体ができて 1 年しか経っていないためであり、今年は 2 年間のパフォーマンスを出そうと思っている。1 年経つごとに 3 年累計、4 年累計となっていくと思う。

委員長 去年、初めて活動報告を出して、世の中はどのように受けとめたのか、いろいろな人の話を聞いてみたが、相当なインパクトがあると感じた。

ESG を牽引している GPIF がみずから出していることが大きいのかもしれないが、類似のものがなく、フェアに書かれているということが大きいと思う。ESG 評価について、ESG 評価間の相関が定まっていない、まだいろいろな課題も多いという書きぶりが評価されているのではないか。

委員から問題提起のあった ESG の中の G についてもきちんと業務概況書で書いたほうがいいのではないかという意見については、GPIF が ESG を重視する理由など冒頭のところに盛り込んで書いたらどうかと思う。

最後に今後の課題は去年書いたもの以外にまだ課題を掲げるのか教えてほしい。

執行部 昨年出した課題は、基本的には解決していない課題が多いが、新たに幾つか書こうと思っている。

【その他事項】

議事録の作成及び議事概要の公表（6月6日開催分）について承認を得た。

以上