

第24回経営委員会議事録

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

1 開会

2 議決事項

- （1）経営委員会規程の変更について
- （2）基本ポートフォリオの定期検証について（3）

3 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）
- （3）2018年度業務概況書（案）
- （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）

4 報告事項

- （1）平成30（2018）年度調査研究について（実績評価）
- （2）今年度のESG活動報告（構成案）について

5 その他事項

6 閉会

○平野委員長 これより、第24回「経営委員会」を開会いたします。

最初に、議決事項であります。議決事項（1）「経営委員会規程の変更について」、経営委員会事務局から説明をお願いします。

●辻経営委員会事務室長 02の議決事項（1）「経営委員会規程の変更について」をお開きください。

エグゼクティブサマリーでございますけれども、経営委員会の議決方法について、経営委員会規程に規定するということでございます。バックグラウンドとしましては、経営委

員会発足以降、議決に関して経営委員会ごとに経営委員長が確認する議決方法について、経営委員会の運営上の効率化を図ってはどうかという意見を踏まえ、経営委員会規程に定めたいとしている案でございます。

次ページ、12分の2に行っていただきまして、これが経営委員会規程の改正案でございます。新旧対照表になっておりまして、まず、第4条の第4項のところで、「委員長及び委員並びに理事長」をくくって、（以下「委員等」という。）というところを変更しております。

それから、議事のところに行きまして、同じく第5条の第1項で、「委員等」というふうに修正しております。第2項も「委員長及び委員並びに理事長」というところを「委員等」にしております。

議決、第5条の2として「委員等は、議事の議決に際し、『賛成』、『反対』、『棄権』のいずれかの意思表示をする。『棄権』の意思表示があった場合において、法第5条の6第1項及び第2項の規定の適用との関係については、出席した委員等の数に算入し、かつ、同項に規定する『否』に算入する」と。「2 委員等は、議事の議決に際し、前項に規定する意思表示を行うことなく、退席することができる。この場合、当該退席した委員等は、法第5条の6第1項及び第2項に規定する出席した委員等の数には算入しない」という項を設けております。

議事概要のところでも、第2項で「委員等」と直しております。

第9条も、第1項のところで「委員等」という形でまとめさせていただいております。

御説明は以上です。

○平野委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がありましたら、お願いいたします。よろしゅうございますか。

それでは、議決事項「経営委員会規程の変更について」の議決をとりたいと思います。

最初の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、棄権のいずれかの意思表示をしていただきます。賛成または反対のいずれにも挙手されなかった場合は棄権とします。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、出席委員数には算入しないことといたします。退席される方はいらっしゃらないということでよろしゅうございましょうか。

それでは、原案について特段の修正意見はありませんでしたので、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を願います。

（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を願います。

（反対者挙手）

○平野委員長　ありがとうございます。

それでは、議決結果につきまして、経営委員会事務室から報告をお願いします。

●松本経営委員会副事務室長　ただいまの議決事項（１）の議決結果について、報告いたします。

10名の全委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、本案につきましては、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。

それでは、次の議題に移ります。次の議題は「基本ポートフォリオの定期検証について（３）」でございます。「基本ポートフォリオの定期検証（３）」を、新井委員長代理から説明をお願いします。

○新井委員長代理　資料03をお開きください。平成30年度の基本ポートフォリオの定期検証でございますけれども、目標利回りの達成、効率性の確保、予定積立金額の確保の観点、3つの観点から検証を行いました。

前回の経営委員会で御説明したとおりでございますけれども、結論としましては、現行の基本ポートフォリオを見直す必要はないと考えられるということでございます。数字等の大部分は前回に御説明したとおりなのですが、前回は一部の数字の計算が済んでおりませんでした。具体的に申し上げますと、7分の7の右下に載っている表でございますけれども、キャッシュフローモデルの関連の計算が終わっていませんでしたので、空欄になっていましたものが、今回、計算が終わりまして、埋まりました。そういうことで、3点とも条件をクリアするということで、基本ポートフォリオを見直す必要はないという結論に達しました。

以上でございます。

○平野委員長　ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がございましたら、よろしく願いいたします。よろしゅうございますか。

それでは、議決事項（２）「基本ポートフォリオの定期検証について（３）」の議決をとりたいと思います。

原案について特段の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を願います。

（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を願います。

（反対者挙手）

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

●辻経営委員会事務室長 ただいまの議決事項(2)の議決結果について報告いたします。
10名の全委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したので、本案につきましては、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。

随分すっきりしたね。

それでは、次の議題に移りたいと思います。審議事項となります。

審議事項(1)「平成30年度業務実績評価について(案)」と審議事項(2)「第3期中期目標期間見込評価について(案)」につきましては、内容が関連しておりますので、まとめて執行部から説明をお願いいたします。

●佐藤企画課長 それでは、iPadのファイルの06、審議事項(1)(2)とまとめてありますものをお開きください。

お開きいただきまして、1ページ目が概要資料でございますけれども、昨年度の経営委員会でも年度の評価をしていただきましたが、基本的にはそれと同じものであります。エグゼクティブサマリーの1つ目の○をごらんいただければと思いますが、独法通則法云々の規定に基づき、平成30年度の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ものということでございまして、中期目標期間見込評価書というものは、昨年度はなかったものでございます。中期目標期間の最終年度、今年度は最終年度でございますけれども、最終年度においては、法律上、年度評価だけではなく、中期目標期間の見込みの評価、まだ実績が決まっていないので、見込評価というものをつくるということになっておりますので、両方について御審議を賜りたいと考えております。

下に今後の予定でございますけれども、今回、本日、審議をいただきまして、6月末の経営委員会で議決をいただく。その後、実質年度の評価、見込評価の両方ともを厚労大臣に提出をいたしまして、その後は厚労省のほうで7月下旬から8月ぐらい、ここの日程は厚労省でお決めることですので、社会保障審議会のほうで議論をいただいた上で、最終的に大臣の評価が我々のほうに返ってくる。こういう流れになっております。

年度評価のほうはそれで終わりですし、見込評価は、この時点ではこれで終わりですけれども、最終的には来年度、改めて中期目標期間中の確定の評価を行うという流れになっております。

1枚おめくりいただきまして、7分の2でございます。平成30年度業務実績報告及び自己評価(案)ということでございまして、細かい評価書は別のファイル07につけてあるのですが、100ページぐらいあります。この場で説明するのも申しわけありませんので、この7分の2の表をごらんいただきながら、要点のみかいつまんで御説明を申し上げます。

評価項目がつつらと並んでおりますけれども、これは年度計画の評価項目に沿ってそれぞれ項目があります。

左側のほうから1個ずつ、ポイントだけ御説明申し上げますけれども、「I-1 管理運用の基本的な方針、運用の目標」は、自己評価はBとつけております。要は、複合ベン

チマーク収益率をきちんと確保できているかどうかというところになります。各資産別に見た場合には、収益率を確保できているもの、それから、できていないものとあるわけではありますけれども、年金財政上求められております実質的な運用利回りにつきましては、確保できているということでありますので、自己評価としてはBにさせていただきます。これは昨年度も御説明申し上げましたけれども、Bと言うと悪いように見えますが、Bは別に悪くなくて、Bが普通の評価でして、Aになると物すごく頑張った、Sはさらにもっと頑張ったという評価になります。ベースはBということになっております。

それから、評価項目を戻りまして、「I－2 リスク管理」でございます。これはトラッキングエラーとか乖離許容幅、ストレステスト等々、あるいはValue at Risk等々で、きちんとリスク評価を行っているかということでございますけれども、これはきちんと評価を行っておりますし、経営委員会にも折々御報告を申し上げております。きちんとやるべきことはやっているという趣旨でB評価としております。

「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」というところで、これは過去3年間ずっとA評価にしておりますけれども、今年度もA評価にさせていただければと思っております。具体的にどういうことをやっているかでございますが、例えば今年度でありますと、ESGのカーボン・エフィシエント指数を選定して、新しく取り組みを始めているでありますとか、そういった取り組みを進めております。実績連動報酬といった新しい取り組みも進めておりますので、こういう非常にユニークな取り組みを始めており、頑張ってやっているという趣旨でA評価とさせていただきたいと思っております。

それから、「I－4 透明性の向上」でございますけれども、ここは例年Bであります。今年度はA評価とさせていただきたいと思っております。これは昨年度、ESGのレポートを初めて作りまして、我々GPIFとしてESGの取り組みを国民の皆様幅広く知っていただくという取り組みを進めております。『GPIFって、なに?』というわかりやすいパンフレットも作りまして、ホームページのリニューアル等々も行いまして、わかりやすく情報をタイムリーに発信していきたいということで、さまざまな取り組みを行ってまいりましたので、ここはA評価とさせていただきたいと思っております。

「I－5 基本ポートフォリオ等」でございますけれども、これは基本ポートフォリオをきちんと検証を行った上で、必要に応じて見直しを行っているかということでございますが、先ほども新井先生のほうから御説明をいただきましたけれども、検証はきちんと行っておりますので、これはきちんとやっているという趣旨でB。

次に行きまして「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評価にしておりまして、今年度もA評価ということでございますけれども、受託者責任の徹底とか、あるいはスチュワードシップ活動といったものをきちんと行っているかどうかの評価のポイントになってくるわけでございます。スチュワードシップ活動等々ということで申し上げますと、昨年度は例えばTCFDとかあるいはClimate Action 100+といったグローバルなイニシアチブに新しく参加をするとか、こういった取り組みを行っており

ますスチュワードシップ活動につきましては、引き続き積極的な取り組みを進めておりますので、A評価とさせていただきますと考えております。

「Ⅰ－7 管理及び運用能力の向上」でございますけれども、これは専門スタッフの確保、育成にきちんと取り組んでいるのかというところで、ここは経営委員会で認めていただいた定員の範囲内できちんと職員の採用を計画的に進めておりますので、淡々と進めているという趣旨でB。

「Ⅰ－8 調査研究業務」につきましても、これも計画どおりきちんと進めておりますのでB。

それから、7分の2の右側に行ってくださいまして、「Ⅱ－1 効率的な業務運営体制の確立」ということでございまして、業務量とかそういったものに依拠して、組織を定期的に見直しをしているとか、人材配置を柔軟に対応しているのかということでございますけれども、例えば今回、ポートフォリオの見直しに伴いまして調査数理室をつくるとか、そういう形で人材をきちんと適材適所に配置をしていくという取り組みをしておりますので、ここもB評価。

「Ⅱ－2 業務運営の効率化に伴う経費節減」ということで、独法でございますので、毎年度、私どもの場合には、1.34%の経費節減という目標が課せられておりますけれども、これもきちんと達成をできておりますので、B評価。

「Ⅲ－1 財務内容の改善に関する事項」というところで、例えば遊休資産とか不動産を持っているような独法であれば、そういう不要不急な財産をきちんと処分しているのかとかが挙がってくるわけですが、私どもの場合にはそういうところはないのですが、淡々とやっておりますので、ここもB評価。

それから、最後の「その他業務運営に関する重要事項」ということでございまして、これは経営委員会でもきちんと、例えば昨年度で申し上げますと、規程点検のプロジェクトをやっていたりとか、きちんとガバナンスという観点から活発な御議論をいただいておりますので、これは求められていることをやっていたという趣旨でB評価ということにしております。

こういう観点で、平成30年度の自己評価（案）を作成しております。

スライドをおめくりいただきまして、7分の3でございます。

7分の3は第3期中期目標期間業務実績見込自己評価ということで、2015年4月から今年度が終わるまでの業務実績の自己評価ということでございます。項目は先ほど申し上げた項目と全て同じでございまして、基本的には過去の実績を勘案しながら、中期目標期間の見込評価をつくるわけでございますけれども、評価につきましては、先ほど申し上げました平成30年度自己評価の案と同じような形にしております。

何よりも一番大事なことは、リターンを確保していくということでございますけれども、これにつきましては、実質的な利回りの確保はきちんとできておりますので、ここはBと書いてありますが、一番やらなければいけないことがきちんとできているという趣旨でB

評価にしておりますし、リスク管理等々につきましても、きちんとやっているという趣旨でB評価。あとは先ほど申し上げた取り組み、これは昨年度だけの取り組みではなく、この4年間の取り組みを継続して取り組んで行っておりますので、AあるいはBという評価を自己評価という形にさせていただいております。

端的でございますが、説明は以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がございましたら、よろしく願いいたします。

私から、確認の意味で幾つかいいですか。去年、前にお聞きしたかもしれません。重要度に○がついていることの意味。重要度の欄に3つ○がついていますね。これは誰から見た、何を基準にした重要度かということが1つ。

2番目は、残高評価なのか、フロー評価なのかということなのです。例えば透明性の向上のところで自己評価はAという案が出てきていますが、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、プラスアルファがついてAということなのか、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、その残高を評価してAなのか。ちょっと細かいのですが、残高評価かフロー評価かということが2つ目。

3つ目が、規程の点検プロジェクトについては、これは透明性の向上で読むのか、それとも、最後のその他業務運営に関する重要事項で読むのか、両方に係るのかという点なのですが、どうでしょうか。

●佐藤企画課長 まず、1点目、何が重要かどうかというところですが、これは中期目標。私どもの場合では、厚労大臣が中期目標をつくるわけでありましたが、中期目標の中で、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おります。

私どもの独法で言いますと、お預かりした年金資金をきちんと運用して、最終的には年金給付に返すということなのですが、そういう観点から、私どもが、何が特に業務の中で重要かということを大臣のほうから指定をした上で、それが特に重要であるから達成できているかどうかというところで○をつけるという仕組みになっております。

○平野委員長 そうか。中期目標の中に書かれている、特に重要だということに該当するのはここだということですね。

●佐藤企画課長 そうです。ですから、私どもGPIFとして大事かどうか。もちろん全て大事なのですが、特に厚労大臣のほうからそのようにしてくれという趣旨です。

○平野委員長 中期目標を見て少し違和感を持ったのですが、指定することになっているわけだね。そうですか。

●佐藤企画課長 それから、2点目の透明性の向上でございますけれども、ここはうまく切り分けられるかどうか非常に難しいところなのですが、先ほど私が御説明を申し上げた、例えばホームページを改善しましたとか、あるいはESGのレポートをつくりましたとか、

新しいパンフレットをつくりましたというのは、新しい取り組みという趣旨。30年度に新しくやった取り組み。

○平野委員長 フローですね。

●佐藤企画課長 フローという趣旨になります。

では、フローなのですが、そういう取り組みをすることによって、より国民の、少なくともESGのレポートもそうですし、パンフレットもそうなのですが、我々としてわかりやすく情報発信をしているつもりでもありますし、情報発信の中身も多分、年々進化をしているのではないかと考えております。少しでも、業界のプロの方はもちろん御理解いただいていると思うのですが、そうではない方にも少しずつわかりやすいような仕組みに何とかできないかなという工夫を毎年積み重ねてきているという意味では、単純に昨年度の取り組み以外にも透明性の向上のレベルをアップしているといえますか、そういうことを意識しながらやっているつもりです。

ただ、このあたりは評価がいろいろとあろうかと思えますけれども、私どもの意識としてはそのような取り組みであります。

○平野委員長 今のお話は、要するに、水準、残高と新しい施策、フロー、両方を総合的に見てつけている。

●佐藤企画課長 そのように考えております。

○平野委員長 そうすると、細かいのですが、29年度に自己評価がBだったわけでしょう。これはどうしてでしたか。

●水野理事 一言言わせていただきたい。大変強い思いがございまして、もともと中期経営計画をつくったときに想定されていた透明性ということで考えると、GPIFの透明性は、はるかに上回っていると思えますし、当時想定されていた海外の大手年金との比較感においても、GPIFのほうが透明性が高いとはっきり言われていますので、明らかにB以上のものはとくに達成していると思えます。

逆に言うと、どちらかといえば、ここ数年間は執行部がこれもレポートしたいと言うと、そこまで透明性を上げる必要があるのかという意見を年金局からもらうことが多かった。2年前にAということで出したのですが、そのときにBにされました理由が、参議院選挙の前に報告をしなかったということでしたが、今回、ESG報告書もありますので、はっきり申し上げて、当初の予定よりはるかに超えているはずなので、一度ぐらいはAをもらわないという気持ちがあります。

○平野委員長 よくわかりました。

去年、自己評価をBにしたのはなぜですか。29年度です。

●佐藤企画課長 去年自己評価をBにしたのは。

○高橋理事長 ありていに言うと、無駄な戦いはやめるということにしました。無駄な戦いはやめる。

●水野理事 去年はガバナンスのところをAにしたので、さすがにそもそもAが多過ぎる

と。

○平野委員長　そうですか。バランスをとったということですか。わかりました。

どうぞ

○根本委員　透明性で質問が1つ、確かに取り組みがいろいろ充実してあったと思うのですが、すけれども、先ほどおっしゃった、プロの方は非常にわかっているのですが、一般国民が、まだまだ浸透が足りないというお話で、GPIFの仕組み自体を知っている人が少ないとか、それに対して非常に簡単なパンフレットみたいなものをつくられたりもしたのですが、そういうサーベイはしていच्छるのか。例えばどのくらい、わかるという人が上がってきたとか、受け手の変化がわかると、より説得的なのかなと思ったのですが、すけれども。

●佐藤企画課長　そういう意味では、私どもの広報活動に対する直接的なサーベイということでは必ずしもないのですが、私どもは四半期ごとにディスクロージャーを行っておりますが、そのディスクロージャーが終わった後に、 $n=1,000$ だったと思いますが、1,000人の方を対象にアンケートといいますか、インターネットで調査を必ず行っております。それは報道内容を知っているかとか、あるいは運用が黒だとか赤だとかいうことを知っているかということだけではなく、そもそもGPIFというものを知っているかとか、GPIFという組織に対してどういう信頼を置いているかとか、あとはGPIFの運用の仕組みがどうなっているかとか、そういうことをいろいろとお聞きするようにしています。

時系列的に見て、ここ数年急激に上がっているとか下がっているとかいうことは正直なくて、こういう取り組みを始めたこと自体がここ数年でもあるものですから、なかなか定量的に、顕著に成果が出ていますということでは必ずしもないのですが、例えばどうしても赤字が出た場合には、GPIF、この間だったら14兆円マイナス、15兆円マイナスということだけしか、例えば従来であればそこだけを取り上げられる傾向が強かったと思うのです。これは以前も申し上げたかもしれませんが、例えば昨年度の第3四半期であれば15兆円マイナスは出たけれども、GPIFは一方で累積では56兆円稼いでいますねとか、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のかといたら、そんなことはないということまでも御理解いただけている方は、一方で若干ではありましたが、ふえているという傾向も見えてとることができました。

こういう傾向がこれ以降もきちんと続いていくのかどうかということは、きちんとフォローはしていかなければいけないのですが、こういう地道な取り組みは、少しずつではありますが、成果として出てきているのではないかと考えております。

○根本委員　わかりました。今後もぜひ継続して下さい。

○高橋理事長　先ほど水野さんのほうからもありましたが、透明性の向上のところは確かに、例えば年度の計画についてそれまではいつ公表しますということが書いていなかったもので、いろいろ参議院選挙の前、後と憶測を呼びましたが、その議論、やりとりを踏まえて、今はもう年度の当初のときに、この日というふうに決めていまして、いろいろなやりとりの中で、全体的にはいい方向に、AとかBとか関係なく、前に進んでいるのは事実だ

というふうには思っております。

○平野委員長 どうぞ。

○加藤委員 I－1ですか、パフォーマンスのところで、年金財政上求められる運用利回りが十分なものだったという評価でAとおっしゃっていましたが、それでBということは、基本的には複合ベンチマークに対してアンダーパフォームしているので、それと合わせてB。そういう理解でしょうか。

●佐藤企画課長 評価項目といいますか、評価上は各資産ごとにベンチマーク収益率を確保するようにしなさいということになっております。例えば平成30年度、昨年度で申し上げますと、4資産中2資産、内外の債券でプラスの収益率を α で確保できているのですが、内外の株についてはマイナスになっています。そういう意味では、そこだけを切り出してみると、Bなのかどうなのか。評価の仕方がありますが、そういう評価はもちろんそうですけれども、私どもが最終的に、年金財政上求められておりますのは、きちんと実質的な利回りを確保するというございますので、そういう両方の観点から考えると、B評価、少なくとも我々に求められている役割は果たしているだろうという趣旨でB評価としております。

●三石理事 補足させていただきますと、あくまでも目標に対する実績評価。目標と実績評価は対になっているのですけれども、今の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というのは、目標には入っていないのですね。

ただ、もちろん運用の世界で複合ベンチマークは一つの指標ですので、業務概況書とか、いろいろな実績評価にも参考数値としては入れておりますけれども、目標に対してどうかという意味で入れているわけではなくて、あくまでも参考数値でありまして、目標については先ほど企画課長から御説明がありましたように、各資産ごとに超過収益を獲得すること。それから、いわゆる1.7%プラスアルファとあって、実質利回りを確保することになっておりますので、そういう観点で最終的にはB評価になっているということでございます。

○加藤委員 そのロジックはそれでいいのだと思うのですけれども、逆に言うと、対複合ベンチマークでどう評価するのかということがないということ自体が若干不自然と言えば不自然かもしれないですね。

●三石理事 そこはですから、まさにこれから、次期中期計画を議論する際に、今度また厚生労働大臣から目標が与えられるのですけれども、そこをどのように厚生労働省が考えられるのかどうかということかと思えます。

○加藤委員 わかりました。

○堀江委員 佐藤さん、3番目の質問。

●佐藤企画課長 3番目、規程点検のプロジェクトの関係でございますけれども、これは透明性の向上ではなく、最後のその他業務運営に関する重要事項というところで整理しております。といいますのも、この中、これは昨年度の年度計画の中で、その他業務運営

に関する重要事項というところで、例えば経営委員会でこんなことをやれ、監査委員会でこんなことをやれということが書いてありまして、その中に点検プロジェクトもやるのだということを年度計画の中で書いてありますので、整理をするところとしては、この最後のところで整理をするということにしております。

○平野委員長 これは去年、自己評価をAで出して、ことしはBにしてしまうというのは、そういう意味でどう考えたらいいのですか。28年度までは自己評価Aが大体4つで、29年度から3つにして、ことしも3つなのだけれども、先ほどのバランス論なのですけれどもね。別に数はどうでもいいような話なのだけれども、何というか、あえてBに落とす理由があるのかどうかをちょっと。

●佐藤企画課長 もちろんここはAでもいいと思いますので、そこは経営委員会の皆さんで御議論をいただければいいかなと思っております。

○平野委員長 そんなこだわるような話ではないですけれども、ほかに御意見はございますでしょうか。

○中村委員 Aの数は何%であるべきだというのは、最後の評価のときに考えるべきで、提案側が考えるというのは、何かすごく昔ながらの日本人かたぎなモデレートな提案で、欧米だったら、すべてAになるのではないかと思います。

高橋さんの言われる無駄な戦いはしたくないというのはわからなくもない。

○高橋理事長 表現が悪いです。

○平野委員長 これは別に戦いにならないでしょう。

●佐藤企画課長 厚労省の資金運用部会のほうで、私どものほうから御説明をすることになります。その際、理事長、理事が行って説明をするのですけれども、その場でいろいろとやりとりがあるということを戦いと言えば戦いになるのかもしれませんが、最後に評価するのは大臣ですので、そこは大臣の御判断になるのだろうと思います。

○平野委員長 いかがですか。よろしゅうございますか。

では、どうもありがとうございました。

これは次回に議決するわけですね。

●佐藤企画課長 はい。

○平野委員長 続きまして、審議事項（3）「2018年度業務概況書（案）」について、執行部から説明をお願いします。

●佐藤企画課長 それでは、引き続きまして、業務概況書について御説明を申し上げます。

まず、先にファイルの09、審議事項03をお開きください。1枚目だけで御説明申し上げますけれども、前回の経営委員会でもお話をしましたが、エグゼクティブサマリーにありますとおり、きょう経営委員会で御議論をいただくといいますか、きょうの段階で全て見切るのはなかなか難しいでしょうから、ポイントだけ御説明を申し上げますけれども、その上で、各委員から御指摘いただいた上で、その修正版を次回の経営委員会にお示しして議決をいただくということを考えております。

エグゼクティブサマリーの2つ目のポツでございますけれども、私どものほうで修正を行い、印刷をかけていくという作業上、概況書（案）の内容に関する御意見でございますが、例えば内容を追加して記載をするとか、そういった大幅な修正、こうしたほうがいいのではないかという御意見を頂戴できます場合には、6月13日、ちょうど今から1週間後までにいただければありがたいと思っておりますし、いわゆる「てにをは」レベルの軽微な修正でございましたら、6月20日までにいただければと思っております。

今後のスケジュールでございますけれども、6月20日までにいただいた意見を私どものほうで集約した上で、印刷業者のほうにお返しした上でフィードバックをして、経営委員会の前にiPadのほうにアップをして、6月28日に概況書をこの場でもう一回御説明して御確認をいただいた上で、議決をする。その上で、7月5日に公表するという段取りを考えておりますので、大変恐縮ではございますけれども、そういうスケジュールであるということをお理解いただければと思っております。

業務概況書の案の冊子につきましては、お手元に印刷物もあるかと思ひますし、iPadのほうにも入っておりますので、両方のページを御紹介しながら御説明を申し上げます。

まず、お手元に印刷してあります紙でございますけれども、もちろん未公表の数字も入っておりますので、取り扱いにつきましては、十分御留意いただければと思っております。そういう前提であるということと、この業務概況書の案でございますけれども、実は私どもの中でもまだ十分修正できていない部分とか、文言をもうちょっと本当はこう直さなければいけないとかいう部分とか、あるいは図についてもまだ修正が終わっていない、グラフもそうなのですが、そういう部分もございます。いわば途中の段階のものであるということについては御了承いただければと思っております。

ポイントだけ御説明を申し上げます。お手元の紙で言いましたら、まず、5ページ、iPadで言いますと、ファイル10。iPadのほうがページが1枚多いので、6ページになります。お手元の紙でした5ページですが、6ページにまず、経営委員長のメッセージがありまして、その後ろに理事長の挨拶があつて、紙で言ったら7ページ、iPadの8ページでございますが、2018年度の運用実績がございまして、これは数字が確定しておりますので、数字を入れております。それから、下に累積の収益額を入れております。

紙で言いますと9ページ、iPadは10ページ、11ページでございますけれども、主要な取り組みということでございまして、写真は仮となっておりますが、昨年度の主要な取り組みといたしまして、スチュワードシップ責任を果たす取り組みの推進ということで、先ほどもお話ししましたが、TCFD、Climate Action等々の話、ESGを考慮した取り組みの推進ということで、グローバル環境株式指数の選定とか、ESGレポートの報告。

紙の10ページ、iPadの11ページはオルタナティブ投資の充実ということで、マネジャー・エントリー制度を活用した運用機関の選定、リスク管理体制の強化、こういった取り組みをピックアップしております。

紙の11ページ、iPadの12ページ以降が昨年度の管理及び運用状況ということでござい

して、ここは数字をただただ並べていくところでございますけれども、紙で言いますと13ページ以降、iPadでしたら14ページ以降が昨年度の運用実績を少し細かく書いているところでございます。収益率、収益額、紙で言ったら14ページ、iPadの16ページですと、インカムが昨年度は3兆円でした。市場運用を開始した2001年度以降、18年度の累積は33兆円でしたということを書いております。

ちょっとページが飛びまして、紙の18ページ、iPadは19ページでございますが、昨年度末、3月末時点の運用資産額構成割合ということで、ポートフォリオが35%、25%、15%、25%という内側の円に対して、外側が国内債券であったら43兆、短期だったら12兆云々という形で実績はこうなっております。短期資産については、昨年度、経営委員会でも議決をいただきましたけれども、足元の市場環境を踏まえて、当面の対応として国内債券と短期資産を合算して乖離許容幅を管理しておりますということを、紙で言ったら18ページ、iPadの19ページのグラフ、表の注4に、字が小さくて恐縮ですが、そこに書いております。

1ページ飛びまして、紙の20ページ、iPadの21ページでございます。ここは管理運用委託手数料ということでございまして、昨年度の管理運用委託手数料は295億円となりました。運用資産額に対する手数料率は0.02%ですと書いております。そのすぐ下にグラフがありまして、2017年度の運用手数料が487億円であったものが、昨年度、2018年度は295億円ということで、200億円弱減少しております。その要因として、紙の20ページの一番上の箱の真ん中に「手数料額は、運用残高が増加する一方、目標超過収益率を下回るアクティブ運用機関が多かったことから、前年度比193億円の減少となり」ということが書いております。これまで2014、2015以降、増加傾向にあったわけでございますけれども、特に2015年度以降はポートフォリオを見直して株の比率を上げましたので、必然的にそれまでと比べて手数料が上がってくるとか、あるいはそもそも運用資産額が膨らんでくるから手数料が上がってくるとか、2016年度については、外債のアクティブのパフォーマンスがよかったから手数料がふえたのだと。こういった説明をこれまでしてきたわけでございます。

2018年度については、運用残高はふえているわけでございますけれども、この場でも以前、経営委員会でも御報告を申し上げました実績連動報酬を導入したわけでございますが、その関係、もともと実績連動報酬は手数料を下げるためにやっているわけではないのですが、実績連動報酬を導入して、たまたま昨年度については目標超過収益率を下回るアクティブの機関が多かったために減少したということになっております。

ページを少し飛ばしまして、紙の23ページ以降、iPadで言いますと24ページ以降でございます。運用リスク管理というところでございますが、ここは会計検査院のほうからリスク管理については丁寧に説明をなさいということを指摘されている部分でございます。

紙で言いますと24ページ、iPadは25ページになりますけれども、コラムの上のところにいろいろと書かせていただいております。運用リスク管理は運用リスク管理規程、これは経営委員会で議決をしていただきましたけれども、管理規程に基づいてトラッキングエラーとかValue at Risk、ストレステスト等を用いて管理をしていますと。ポート全体の運用

リスクの把握、分析のためにTEとかVaR、過去の実証、仮想シナリオに基づくストレステスト等々の分析を行っていますと。リスク管理に当たっては、特定の指標だけを重視するのではなくて、さまざまな指標を複線的にモニタリングしていくことが重要なのだと。ただ、こういった指標は短期の指標なので、長期のリスク管理という意味では、ポートの定期検証なども行っていますとか、こういった部分の記述を昨年度よりもふやして対応しているということでございます。

それから、紙の25ページ、iPadは26ページは、下のグラフは年金積立金全体の推定トラッキングエラー及びValue at Riskの推移ということでございまして、Value at Riskにつきましては、昨年度の業務概況書では1標準偏差しかグラフとしては書いていなかったわけでございますけれども、今回の概況書では信頼水準95%、 2σ についても記載をすることによってさせていただいております。

飛ばしまして、紙の44ページ、iPadの45ページ以降でございます。オルタナティブの関係です。オルタナティブにつきましても、会計検査院のほうからいろいろとわかりやすく充実をするようにという御指摘をいただいておりますので、そのあたりを充実させて記載しております。実際に投資が進捗しているということもありますので、投資の事例、写真なども追加をしております。

例えば紙の46ページ以降、iPadの47ページ以降でございますけれども、インフラでしたらこういう案件に投資をしていますということです。去年も写真を入れておりますが、紙の47、iPadの48ページ以降はインフラ投資事例1、風力発電のこういうところに投資をしていますとか、紙の48ページ、iPadは49ページで通信タワー、太陽光発電、こういう事例など。

ちょっと飛びまして、紙の51ページ、52ページ、iPadで言いますと52ページ以降になるわけでありまして、不動産につきましては、例えば米国の商業施設、こういうところに投資をしていますとか、米国のオフィス、日本の商業施設、日本の物流施設、こういうところにも投資をしていますという事例を、わかりやすく写真を載せて、国民の皆様にご理解いただけるような工夫をしているというのが今年度の特徴でございます。

それから、ちょっと飛びまして、紙で言いますと56ページ、iPadは57ページ以降でございます。スチュワードシップ責任ということでございまして、スチュワードシップ活動のこれまでの実績とか目的とかを丁寧に書くというのは、これは昨年度と同じ考え方でございますけれども、例えば紙で言いましたら58ページ、59ページあたり、iPadは59ページ、60ページあたりでございますが、先ほど申し上げましたTCFD、Climate Action、運用受託機関の役職員の報酬体系の調査、新たなビジネスモデルのパッシブの運用受託機関とか、昨年度にいろいろと行った取り組みを充実して記載するようにしております。

こういう形で、スチュワードシップ活動についての取り組み、特に私どもで頑張っている取り組みを書かせていただくとともに、ESGの関係で言いますと、66ページ、67ページ、iPadでしたら67ページ、68ページになりますけれども、昨年度、カーボン・エフィシエン

ト指数を選定しましたので、こういう指数を選定して、今、これだけの残高を投資していますという記載などもするようにしております。

飛ばしまして、紙の75ページ以降、iPadは76ページ以降でございますけれども、これは中村委員から何回か指摘をいただいております、年金制度をわかりやすく書けないかというところで、これだけでわかりやすくなるわけではないのですが、文言をふやしたりして、少しでもわかりやすく書くようにしたつもりでありますし、あるいは厚労省のホームページのリンクなども紹介するようにしております。

紙の76ページ、iPadの77ページは図がまだ完成していませんけれども、パンフレットなどにいろいろと使っているわかりやすい図があるのですが、そういう図を入れるようにしていますが、済みません。まだ権利関係の処理が終わっていないものですから、入れられていませんけれども、そういう取り組みを工夫するようにしたいと思っております。

紙は80ページ、iPadは81ページ以降でございますが、これは経営委員会の項目でございます、昨年度、2018年度経営委員会はこういうことを開催して、こういう取り組みを行いましたということを記載させていただいております。

紙の81ページ、iPadの82ページに監査委員会の項目もございまして、監査委員会の昨年度の取り組みといったものを記載するようにしております。

後ろのほうは資料集になりますので、それぞれのマネジャーの運用実績とか残高といったものを書くようにしておりますが、基本的には数字の羅列になっておりますので、余り細かい説明はこの場ではいたしませんけれども、紙で言いますと98ページ、iPadで言いますと99ページです。ここは運用機関、アセマネへの手数料をずらっと前のページから書いてあるところなのですが、紙の98ページ、iPadは99ページの上のほうに、字が小さい注が書いてありまして、注の6に、ステート・ストリート信託銀行のうち、オルタナ資産に関する手数料は6134万円ですという数字を書いたり、あるいはレンディングの費用などをその下の表で書いたりしています。このあたりを新しく書いておりますけれども、これは会計検査院からの指摘に対応するために記載を充実させているという趣旨でございます。

ざっとした説明になってしまいますけれども、この場で申し上げておくべき事項としては以上でございます。

あとはまた中身等々をごらんいただければと思いますし、何かあればこの場でまた御意見等々を賜ればと思っております。

説明は以上でございます。

○平野委員長　ありがとうございました。

それでは、ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がございましたら、よろしくお願いいたします。

どうぞ。

○小宮山委員　2つほどあるのですが、短期資産ファンドの説明なのですが、会計検査院からも丁寧に説明しろという御指摘がある中で、今、業務概況書の説明としては、

18ページの注と、あと、どこかにあるのでしょうか。

●佐藤企画課長 短期資産の関係でございますけれども、済みません。説明をちょっと飛ばしてしまったので恐縮です。紙で言ったら40ページ、iPadは41ページになりますが、例えばここに自家運用という項目がありまして、自家運用の④に短期資産ファンドとあります。文言を少し直さなければいけないところがまだ反映できていないのは申しわけないのですけれども、この文章で言いますと、④のなお書きのところなのですが、短期資産の残高が7.6兆円となったのは、投資判断に加え、厚生年金基金の代行返上等により、想定に反してキャッシュインが続いたことによるものですという形で記載をさせていただいておりますし、先ほど説明としても割愛といいますか、ちょっとだけ触れさせていただいたりした部分でもあるのですが、紙で言いますと、例えば18ページ、iPadの19ページに、運用資産額の円グラフがあります。

円グラフの下に表があって、国内債券、国内株式、資産額が幾ら、構成割合が幾らというところにも、例えば注4で、これは直接的な書き方ではないかもしれませんが、近時の市場環境を踏まえ、当面の対応として弾力的に管理していますとか、あと、今すぐに何ページですと申し上げられないのですが、同じような記述、代行返上がふえていますねという記述はいろいろと書くようにしております。

○小宮山委員 ありがとうございます。

あと、資料集のほうで恐縮なのですけれども、例えば紙の92ページの右上の小さい箱なのですが、これは左側の運用受託機関別のサマリーみたいなものだと考えていいのですか。92ページです。合計とかも出ていないので、これが何だかよくわからないので、せめて合計とかを出していただけると、数字が合っているのかとか、何をあらわしているのかとかかわかりやすいような気がするのです。

●三石理事 92ページの右下の表。

○小宮山委員 右上です。上からつながっている表ではないですね。

●佐藤企画課長 これは左側が運用受託機関で、右上のほうは資産管理機関なのです。

○小宮山委員 そういうことであれば、合計額を入れていただいたほうがいいかなと思うのですけれども、大体こういう数字があったら、例えば手数料のほうも合計金額が入っていなかったような気がするのです。

●佐藤企画課長 手数料は各アセマネに対して3年累計で幾ら払っていますというアセマネごとに書いています。

○小宮山委員 そうなのですけれども、合計ベースで出したほうがわかるというか、どれだけ払っているのかということが、余り出したくないわけではないのです。

●佐藤企画課長 御指摘は理解をしました。どういう工夫ができるかどうかもあると思うのですけれども、ちょっと一旦引き取らせていただいて、検討させてください。

○小宮山委員 そうですね。前のほうには合計が出ているので、できればやはりそことリファレンスができただけのほうがいいような気がするのです。

●佐藤企画課長 わかりました。

○平野委員長 どうぞ。

○加藤委員 紙で言うとは33ページと37ページ、国内株式と外国株式の超過収益率の説明のところなのですが、これは業種ベースの評価をしているのですが、この評価だと、個別銘柄を選んだ結果の評価みたいな感じになっています。GPIFで言うと、個別銘柄の業種ベースまで想定をして、ファンド選択をしているのではないと思うのですね。もうちょっとセミマクロというか、例えば投資スタイルとか、地域とか、そういうレベルの選択をしているのだらうと思います。どこがよかった、悪かったからということの評価するのであれば、スタイルとか地域とか、そのレベルの、要するに、GPIFの運用担当者の方がどういう選び方をして、それが結果的によかった、悪かったという評価にしたほうが、より投資の成果に近いのではないかという気がしました。もし可能であればそういう要素も入れていただくとわかりやすいと思ったのです。

●佐藤企画課長 またちょっと一回そこも検討させてください。

○平野委員長 いいですか。御検討いただくということで。

●佐藤企画課長 どういう形で書けるかどうかということがありますので、少し一旦引き取らせてください。

○平野委員長 新井さん、どうぞ。

○新井委員長代理 紙のほうで行きますと20ページなのですが、先ほどの御説明の中にもありましたとおりなのですが、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ようにインセンティブを与えるという目的なので、ここの文章で「減少となり、手数料率は」とつながっているのは、ちょっと矛盾ではないかと思います。少なくとも文章を一回切るべきだと思います。193億円の減少となりましたというところですね。今の文章のままであると手数料率を下げるのが目的みたいな意味にとられてしまう恐れがある。

●佐藤企画課長 書き方は修正させていただきます。

○平野委員長 どうぞ。関連して。

●水野理事 新井先生のコメントについてですが、今の御指摘はそのとおりです。で直したほうが良いと思いますが、私たちはフィーの説明のときに、インセンティブをつけてパフォーマンスを上げてもらいたいということは、実は言ってきていません。そうすると、今まではフィックスなので、真面目に運用していなかったのかという話になってしまうので、どちらかといえば、 α がネガティブになったマネジャーに同じフィーを払っていることによって、全体のアクティブのパフォーマンスが出ないので、パフォーマンスが出ていないところにはフィーを下がってもらおう。逆に出たら、多く払うということで、実は α のパフォーマンスの安定化が私たちからしてみたら一番の効果だと思います。御指摘のとおりで、このフィーが下がっているということは、私たちにとってはいい結果ではなくて、選んだアクティブマネジャーのパフォーマンスが去年は出なかったということですので、べつに喜ぶ話ではないと思っています。

○中村委員 もっとポジティブに書けないのですか。

●水野理事 書き方は考えます。

○堀江委員 それに関連して、21ページのコラムですが、以前、私は出すのに反対したのですが、運用コストが低いことを殊さらしいことのように言うことに違和感があります。今回は超過リターンも出ておらずコストが低くなっている。これから成果が出ればコストが上がり、そのことを我々はよしとするわけです。成果が上がればその分コストが増加していくことを長期的には国民に訴えるべきなのに、コストが低いコラムを表示することは、コストが下がった今の時期にやめたほうがいいと思います。上がったときにやめるよりは、下がったときにやめたほうがいいかと思うのですけれども、どうでしょうか。

●佐藤企画課長 もともとコラムというところをつくっているのは、費用が安い、相対的に、ことしであれば2ベースなので圧倒的に安いのですけれども、実額ベースで言ったら、過去で言ったら300億、400億あったわけでありますので、やはり国民の皆様からしたら高いのではないかという疑念、御意見があるだろう。それに対して、いやいや、そうではなくて、GPIFは諸外国と比べてむしろ圧倒的に低いのですよと。そういう御説明をしたために、このコラムというものがあったという経緯はございます。

ただ、こういう状況の中で、これを置くのかどうかとか、あるいは分けるべきかどうかということは、考え方はいろいろとあると思いますので、ちょっと御意見でもございますので、どうするかということはまず、1点。

●水野理事 この間の中村委員の御意見とも似ているのですけれども、見る人によって受けとり方が違って、これをつくったときのオーディエンスは、どちらかといえばGPIFは500億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のをこれを出しているのが、堀江委員のように業界で見るとGPIFは低過ぎるぐらいではないかという御意見の方からしてみると、これは逆の効果があるわけで、もうオーディエンスを誰と捉えるかということなのだろうと思います。

●三石理事 どうしても、これは手数料と並べているので、手数料と比較してどうかという話になってしまいます。場合によっては、そもそも経営の効率化とか、経営全体のコストはどうなのだという意味では、先ほどから水野や企画課長が説明しましたように、GPIFのコストは、我々なり業界関係者は小さいということは非常にわかっているのですが、一般国民の人たちは400とか500億というすごいお金を使って何をやっているのだと。こういう批判はありますので、実際は海外と比較するとこんなものなのですよと。それは何となればここに書かれていますような特徴を持っているので、低いのですよという説明がどこかには必要だと思っているのです。

したがって、例えば場所を分けるとか、そこら辺の工夫はできるのかなとは思いますが、ちょっとそれもまた内部で検討させていただければと思います。

○平野委員長 私が感想を言っただけとはいけないのかもしれないのですけれども、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わけですね。

だから、別にその批判について、言い訳がましく説明をする必要があるのかなという、これはちょっと個人的な感想なのですけれども、ただ、今、おっしゃったように、どこかでそういう説明は、疑問が今まで提示された経緯もあり、それに対して答えていく必要があるといえそうかもしれないし、そういう感じがするのですけれども。

ストラテジックに考えると、そういう議論だったら幾らでも受けて立つぞという立場なわけでしょう。そうでもないのですか。難しいですね。

●水野理事 いつも説明が足りないと言われるます。

○平野委員長 済みません。余計なことを言いました。

ほかにございますでしょうか。

○根本委員 済みません、79ページにガバナンスの仕組みがあって、特に意見ではないのですけれども、ESGという切り口はあるのでしょうか。法人のスタンスとして、非財務情報とか、財務的なものとか、業務リスクにも影響しますというお話をされていると思うので、何というのでしょうか、Gは説明があるのですけれども、例えばダイバーシティとか職員教育とか、そういうものは入れなくてもよろしいのか。民間企業と違うというくくりで見ればよろしいのか。ちょっと確認までなのですけれども。

○高橋理事長 前向きに検討します。ありがとうございます。

私どもから直接言い出せなかったもので、ありがとうございます。

○平野委員長 これは根本委員のほうでもアイデアがあったら、それこそ13日までに出していただければと。

○根本委員 そうさせていただきます。

○高橋理事長 ありがとうございます。

○平野委員長 どうぞ。

○中村委員 1つは余り大したことではないのですけれども、5ページと6ページのところの写真が去年と一緒の写真なのですが、ちょっと原価低減を意識し過ぎではないかと思います。写真を変えるぐらい大したコストではないので、普通は毎年変えるものだと思います。去年は立っていたので、ことしは座ろうかとか。

●水野理事 女性を前に出すとかですね。

○中村委員 そうです。活動した成果で随分と雰囲気が変わりましたという印象になります。ここから入って次の高橋さんも去年と同じ写真だし、この写真はいつも新聞に出てくるものと一緒です。だから、写真を変えることで、ちょっと変わったという印象になり、以降のページも何か変わったのではないかという期待が出るように思うので、ここは考えられたらどうかと思います。

○平野委員長 間に合いますか。

●佐藤企画課長 実は再来週までに原稿を全部納品しないと、次の経営委員会に間に合わないのです。

○平野委員長 きょう撮らないと間に合わない。

●佐藤企画課長 理事長を含めて10人全員がそろっているところでない、写真にならないものですから。

○中村委員 まずいですね。みんなネクタイをしていますね。きょうは女性以外は全員ラフな格好ですが。

●佐藤企画課長 例えばきょう終わった後に写真を撮らせていただいて。

○平野委員長 いい写真が撮れたら、それにかえたほうがいい。

●佐藤企画課長 カメラマンはしょうがないから誰か我々のスタッフが撮るようにいたします。

○平野委員長 では、そうしましょう。

○中村委員 もう一つは、根本さんが言われたESGのうちのGです。66ページにE、S、Gがあって、テーマ指数は該当なしになっています。きのうの新聞でも、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と言っています。もうすぐ出るCGS研究会のグループ・ガバナンス・ガイドラインでも、上場子会社をベースにして、独立社外取締役の数を増加すべきとなっています。

ずっとESG投資だと言ってきていますが、本来一番大事なのはGだと思います。委託している運用会社が、きのうの新聞にあるように独立社外取締役の数で反対票を入れることで、スチュワードシップを発揮しているわけです。

GPIFが運用を委託している先はたくさんあると思いますが、そのような流れは他事考慮になるから一切書かないのか。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います。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 よろしいですか。他事考慮になることは全くないと思うのですが、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エンゲージメントを行ってほしいということをスチュワードシップ活動原則で求めているので、その運用会社がああいう定型的なルールみたいなものを出すのか、別のアプローチとして、例えば、定型的なルールではなく、個別の企業で判断するというものを出されたとしても、GPIFとしてはそれはどういう背景、どういう考え方でそうされているのですかということを知りたい、彼らの説明に合ったエンゲージメントや議決権行使行動をしているかということを確認していくことになります。このESG活動の中に、中村委員が言われたようなものを書くとなると、ほかのEとかSのそれぞれの項目についての考え方や現象を書くということになるので、ちょっと業務概況書で書く内容としては細か過ぎるなと思っているので。

○中村委員 個別に書かなくてもいいのだけれども、EとSは指数もあってこうやっていますとあるのに、Gは該当がないと書いてあるので。

●佐藤企画課長 指数として該当がない。

○中村委員 何かないといけないと思います。

●水野理事 Gもやっていますということを何かの形で書いたほうがいいという御意見で

すね。

○中村委員　そうです。ESGと言っていて、EとSをきちんと見るのはガバナンスで、Gが一番大事であると言われているのに、Gは該当なしで終わりとなっているので。

○平野委員長　エンゲージメントのところでどこかに書いてあるのか。

●水野理事　エンゲージメントのところでも、ESGとは書いてあるのですけれども、指数のところは指数運用を行っているということなので。

○高橋理事長　62ページというか、iPadでは63ページに、企業向けアンケートに関する項目の中で、Gについてもどうしていますかということ GPIFはここに、上のほうの文章で、GPIFの期待としては、対話の働きかけ云々ということとか、次のところでも、運用受託機関が考える重大なESG課題として、例えば次のページの右上のほうの国内アクティブ機関の一番の 이슈は取締役会構成だとか評価で、Gのところ。2番目も少数株主、Gのところがちゃんと出てきていることにはなっているのです。それを受けて、5番目のところでインテグレーションをちゃんとやってくださいねということにはなっているのです。

ただ、Gということに絞った記述がないので、書き方をちょっと工夫してみます。

●水野理事　66ページのところで、ガバナンスはあえて該当なしと書いてあるのですけれども、今、言われて気づいたのですが、書く必要がないかと思いました。やっているものだけ2つ並んでいればいいのではないかと。

○平野委員長　これはそうだね。これは確かに。

○高橋理事長　おっしゃるとおり。

○中村委員　それならいいですね。

●水野理事　何かあえてやっていないみたいな感じになっているので。

○中村委員　ガバナンスが関係ないと言っている感じがありますので。

●水野理事　ガバナンスは先ほど申しましたように、企業の背景や文化によってもいろいろと違います。指数だとどうしても決まった1年度内に合わないのではないかとということで、今まで選んでいないということです、消したほうがいいと思います。

○中村委員　私もそう思います。

○高橋理事長　工夫してみます。ありがとうございます。

○平野委員長　ほかにいかがでしょうか。

どうぞ。

○古賀委員　先ほど小宮山さんから会計検査院の話が出たので、比重としては小さいのですが、オルタナティブについても検査院が収支とか費用とか、具体的な係数を含む運用の実態を丁寧に説明するようにということがあったと思うのです。

44ページ、45ページ、46ページ以下を含めて、前年のほうがより詳しく書いていませんでしたか。オルタナティブについて、前年の概況書のほうが、そんな感じがするのです。前年導入して、その検査院の指摘にこれで応えられているというのであれば別にいいのですけれども、どういうふうに見たらいいのですか。

●佐藤企画課長 前年度よりページとしてはまず、ふえていますし、あと、例えば紙で言いますと53ページ、iPadは54ページなのですけれども、ここに不動産投資事例の私募リートという表があるのです。これは去年、時価総額というものをまとめて出しているのです。

こういう面では、個別に出しているとか、あとは先ほど説明のときに、わっと説明してしまったので恐縮ですけれども、オルタナティブの信託の報酬とか内訳をきちんとオルタナティブは幾らですというものを出したりとか、かなり細かく出すようにしています。

ただ、どうしても出せるものと出せないものが正直あるのはありますので、我々として出せる範囲できちんと御説明できるような形をお出ししていますので、そういう意味では、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くという形で対応しております。

○平野委員長 会計検査院は、具体的な改善ポイントを念頭に置きながら指摘をされたということなのですか。

●佐藤企画課長 例えば信託報酬の内訳を出しなさいとか具体的に書いてあるものと、よりわかりやすく説明するために何か検討しなさいみたいな。

○平野委員長 何がわかりにくいということですね。

●佐藤企画課長 そのあたり、抽象的な書き方にしているものとか、両方ありまして、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おります。抽象的なものについて、これで十分かどうかということは、多分、いろいろな見方があるのだと思うのですが、私どもとして現時点でできる範囲のことをしているということです。

○平野委員長 このベストエフォートを疎明できればいいということですね。

○高橋理事長 例えば、これは幾つか写真を出しているのですが、これは実は従来基準だったら、まだ投資してお金を入れていないので、写真にする必要はないのです。やはりちゃんとビジュアルにして、やり始めて決まっているものは出そうということで、先ほどニューヨークのタイムズ・スクエアの部分でありますとか、幾つかちょっと小さく、例えば116分の53、ページで言うところ、上のボストンのものとかは、下にかけているのは、本件の投資は2018年度中に検討を開始して、ことしの5月に実行されています。したがって、実績とか残高にはないけれども、あえて見せて開示しますということで、一応ベストエフォートベースでは、なるべく開示しようと。

○平野委員長 ほかに御意見はございますか。

どうぞ。

○堀江委員 紙の83ページ目の内部統制体制ですが、最初の5行は、規程の点検プロジェクトの改訂内容が反映されていません。業務の適正を確保するために云々という文言は、以前はそれを経営委員会で決めていましたが、それを改訂し内部統制の基本方針を経営委員会で定めるという形に変えたはずですが、ここについては変更をお願いします。私を変えられるのだったら変えますが、どうされますか。監査委員会で引き取って変えるのか、それとも、執行部で修文していただくか。

○高橋理事長 執行部のほうで。

●佐藤企画課長 私どものほうで修正しますので、申しわけありません。

○平野委員長 ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。

それでは、先ほど冒頭に佐藤さんが言われたことをもう一度確認させていただきます。

公表の日次につきましては、年度計画で定められております。7月5日ということでございます。これを前提に考えますと、印刷等の関係から原案を6月21日金曜日までに固める必要がある。したがって、本日の今、御説明を受けました概況書（案）につきましては、内容に関する御意見について、大幅な修正を伴う場合には6月13日木曜日までに、軽微な修正は6月20日木曜日までに経営委員会事務室宛てに御連絡いただければありがたいと思います。

それ以外の本日御確認後の細部の表記の取り扱い及び各委員からの御意見等を踏まえた最終校正案につきましては、委員長である私に一任していただきたいのですが、そういう段取りでよろしゅうございましょうか。

（「はい」と声あり）

○平野委員長 それでは、本日の議論及び各委員からの御意見等を踏まえた最終校正案については私に御一任いただくことといたします。

私からの追加的なお願いなのですが、特に6月13日までの大幅な修正でございますけれども、委員方にも疑問がまだいろいろあるかもしれませんが、できれば御意見として文書でまとめて、それを事務局にお渡しいただいたほうがよろしいかと思います。

それはそうですね。

●佐藤企画課長 そのほうがありがたいです。

○平野委員長 質問は質問でいいのですが、言ってみれば、私はこうすべきだという案を出していただければ、多分まとめやすいのかなと思いますので、そこはひとつよろしく願いいたします。

改めまして、2018年業務概況書（案）につきましては、お取り扱いに十分留意いただきますようお願いいたします。

どうもありがとうございました。

続きまして、審議事項（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）」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、審議事項（4）について御説明させていただきます。

資料のほうは12をお開きいただければと思います。よろしいでしょうか。

まず、1ページ目ですけれども、法人全体の貸借対照表の総資産額になります。平成30年度末で前年度比2兆8316億プラスの159兆2170億円となりました。主な増要因ですが、資産運用損益が2兆3795億、寄託金の受け入れが1兆6283億。主な減要因でございますが、国庫納付金7300億、寄託金の償還が4000億円、経常費用として345億円となっております。

ます。

2 ページ目をお開きいただきたいと思います。こちらのほうは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につきましては、前年度比マイナス 7 兆 6831 億円の、プラスの 2 兆 3459 億円となりました。資料の右側から、資産運用損益が 2 兆 3795 億円。これに雑益の 9 億円、こちらは消費税の還付金になりますけれども、足し合わせたものが経常収益 2 兆 3804 億円になります。そこから管理運用委託手数料とか人件費、システム経費等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 30 年度の総利益が 2 兆 3459 億円ということになっております。

経常費用を前年と比較したものが下の表のほうにありまして、こちらの合計欄をごらんいただきたいと思います。29 年度は 533 億円だったものが、30 年度につきましては 345 億円ということで、189 億円ほど減っております。こちらの要因につきましては、先ほどもお話に出ておりました管理運用委託手数料のマイナスということになります。こちらが 193 億円あったということで、マイナスになっております。それから、利益剰余金、右側ですけれども、前年度比プラス 1 兆 6159 億円の 46 兆 4977 億円となっております。

次の 3 ページ目につきましては、法人全体の貸借対照表について、科目ごとに億円単位で前年度と比較したものでございます。主な増減の内訳につきましては、次の 4 ページ目のほうに御紹介させていただいているものになります。

それから、次の 5 ページ目は法人全体の損益計算書について、科目ごとに億円単位で前年度と比較したのものになります。主な増減の内訳につきましては、前のページと同じように、次の 6 ページ目ですけれども、ポイントを御紹介させていただいております。

ここまでの財務諸表に関するもので、次の 7 ページ目からが決算報告書になります。7 ページ目につきましては、総合勘定について前年度との比較。

8 ページ目につきましては、予算との比較ということになります。備考のところに内訳を書かせていただいています。増減の内訳ということで、ほとんどのものが年金特別会計との関係で発生しているものになります。ここで御確認いただきたいのは、7 ページ目、8 ページ目ともにそうですけれども、支出の部分の一般管理費、業務経費の内訳になります。

それを 9 ページ目以降で御説明させていただいているものになります。まず、9 ページ目につきましては、一般管理費の前年度比較を、先ほどまでは億円単位だったのですが、今度は 100 万円単位でお示ししたのになります。主な内訳についても、左下のところに出ているものになります。

10 ページ目につきましては予算との比較になります。予算の残額のポイントを下のほうに記載させていただいております。

それから、11 ページ目になりますけれども、こちらは業務経費の前年度比較になります。こちらの増減要因を次のページにお示ししておりますけれども、特に先ほどもお話が出ておりましたように、運用委託手数料につきましては、新実績連動を導入したことによって、

多くのアクティブ・ファンドの運用成績がそれぞれの目標 α に届かなかったということで減少しているというような状況になっております。

13ページ目につきましては、こちらが予算との比較になります。予算の残額を見ていただいて、残っているものになりますけれども、その部分について14ページ、15ページでお示ししておりますが、主なものを少し御説明させていただければと思います。

まず、14ページ目の上から3つ目の旅費につきまして、こちらの特に大きなものですが、オルタナティブ投資のLPSに係る現地調査の時期が後ずれしたことで、実際には使用しなかった、残額が発生しております。その下にシステム関連経費（GPDR）というものがありますけれども、こちらは2つほど要因がありまして、予定していたハードウェア追加について、運用方法の改善を行うことで追加的な対応を見送ったということ。もう一つ大きなものとしては、リース機器更改を予定しておりましたけれども、構築完了時一括払いということで、支払い方法を見直したことによって30年度の費用が発生しなかったということで残額が出ております。

それから、その下、分析ツールでございますけれども、こちらにつきましては、デリバティブ取引につきまして、導入に向けて継続して検討中でありまして、費用自体は発生しなかったということで、残額が出ております。大きなもので行きますと、ポツの2つ目ですが、インハウス運用支援業務サービスの調達というものがあつたのですが、調達の際に新規業者が選定された場合には、並行稼働期間等もございまして、必要な経費が発生するということで予算計上をしていたのですが、実際に調達をしてみたところ、既存の契約先が相手方になったということで、新規業者に対する経費が発生しなかったということで、残額が発生しております。

それから、次の15ページ。調査研究、コンサルティング、その他委託等経費になりますが、こちらは大きく分けて2つほど。まず、AIを活用した業務効率化について、複数年度で契約しておりまして、実際の支払いにつきましては翌年度になっているということで、実際の30年度の支払いはなかったということで、残額が出ております。大きく分けると、オルタナティブの関係で、例えばオルタナ投資に関するコンサル、あるいは法務、弁護士費用につきまして、オルタナティブ投資の進みぐあいにより時期が後ずれしたということで、残額が発生しております。

それから、運用委託手数料のところでも多額の予算残額が出ておりますけれども、3つほど挙げさせていただきたいと思います。まず、予算策定時の想定に比べまして、アクティブ比率が低い水準になっているということと、先ほども出ております新実績連動報酬の導入による効果、オルタナティブ資産については委託機関の公募による選定が進行中であつて資産残高がまだ積み上がっていないことによる。こういったものによって予算残額が発生しているというふうに考えております。

最後の16ページは年金特別会計等厚生年金勘定あるいは国民年金勘定、総合勘定の資金の流れをお示ししたのになりますので、参考までにごらんいただければと思います。

一旦こちらの資料を閉じていただいて、今度は資料11をごらんいただきたいと思います。こちらにエグゼクティブサマリーを記載させていただいておりますけれども、まず、財務諸表（法人全体）のところで、1つ目の重要な会計方針の変更というものは、今年度はございません。2ポツ目、3ポツ目、決算報告書、総合勘定のものについては、今し方御説明させていただいたとおりになります。もう一点、科目の変更を行っております。こちらにつきましては、貸借対照表に合わせる形で、キャッシュフロー計算書の科目名の一部変更を行っております。

左下に今後の予定がございます。本日、御審議いただきまして、次回の6月28日の経営委員会で議決していただきたいと思いますと考えておりますけれども、議決いただいた後、同日付で厚生労働大臣のほうに承認申請を行います。例年ですと、8月上旬に大臣承認がおりまして、9月下旬に官報掲載というようなものになります。

1ページおめくりいただきまして、こちらが平成30事業年度の財務諸表等（案）の表紙でございますけれども、下から1つ目、2つ目の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は、本日まだついておりません。一応予定ですが、監査委員会の監査報告が6月24日予定で、トーマツ様のほうからの会計監査報告につきましては6月17日に出てくる予定になっております。6月28日の議決の際には、全てそろえた形で議決していただきたいと思いますと考えております。

ページをちょっとジャンプしていただいて、83分の62になります。こちらにつきましては事業報告書という形で、下のほうに検討中とあります。平成30事業年度の取り組みについて記載させていただく部分なのですが、先ほど御説明させていただいております業務概況書との表現ぶりを合わせるということで、本日は検討中ということになります。6月28日の議決の際にはこちらのほうも適切に記載させていただきますので、御了承いただければと思います。

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。

ただいまの説明につきまして御意見、御質問がございましたら、よろしくお願いします。どうぞ。

○新井委員長代理 資料12の16分の13と16分の14にかかわるところなのですが、高度専門人材ということで、予算では31名だったのが、平均支給人数が21.6名ということで、予算時に比べてかなり少ないのですが、これはどういう理由があったのでしょうか。

●三石理事 私からですが、経営委員会のほうで定員を認めていただいて、いわゆるプロ職員の採用を人事中心に、総務を中心にさせていただいているところでございます。しかしながら、いろいろな事情がございます。1つはいろいろなヘッドハンティングとかを使って声かけをさせていただいているのですが、まず、GPIFへの、基本的には民間金融機関からの転職という形になりますが、その転職をしていただくような方がなかなか見つからない。それから、見つかったとしても、交渉の最中で、給与面その他の条件

でなかなか最終的な採用までたどり着かないというところがございます。

なお一層努力をしていきたいと思っておりますが、ただ、今、業界全体が割と売り手市場というところがありまして、マーケットそのものがタイトな状況でございますので、努力はしてまいりますけれども、なかなか厳しい条件にあるということは御理解いただければと思います。

○新井委員長代理 財務諸表云々ということではないかもしれないのですが、今の御説明の中で、GPIFに転職をするということについて、なかなかいい人が来ないということですが、その原因は、給与面に十分満足が行かないのかあるいは別の理由があるのか。高度専門人材については、民間企業に比べて制約が多いですね。転職規制とかですね。その辺のところがボトルネックになっているのか。もしある程度おわかりになったら、教えていただきたい。今後、GPIFには、プロフェッショナルとしてすぐれた人をできるだけ多く雇っていただきたいなというふうに私などは思っているのですが、給与の面だとか、その他の面で緩和したほうがいいようなことがあったら、緩和したほうがいいのではないかと思いますので。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 実際に採用候補者と給与等の交渉も行ってきましたので、その感じをフィードバックさせていただきますと、基本的には相手によります。給料ばかりで断られているわけでもないです。GPIFの場合、運用専門職、プロ職として求めていますので、実際、日本の金融機関の方の場合、どちらかといえばゼネラリスト的な人が多くて、給与を決めるときに、専門のコンサルタント会社の方にも面談をしてもらって、この方の市場の価値はどのぐらいだというものも出してもらっているのですが、それとその方が思っている自分の市場価値が違う場合もありますし、いろいろなパターンがございます。

ただ、新井先生にせっかく言っていたいただいたので、一つ経営委員会の方に考えていただければありがたいと思っているのは、今回、この法案を決めるときについた条件で、転職に関する制約があります。特に日本で、今まで終身雇用的に来た人に、ここに2年、3年の契約で来てもらう。最初はやはり皆さん自信もない中で、転職のときには、やめるまで転職活動ができませんという規定はかなりハードルが高くなります。

それは当時、法案の議論のときにも私たちから意見をお伝えしたのですが、結局そういうルールになっているのですが、私は、これが結構採用には響いているのではないかと、実際のやりとりの中では感じています。

○平野委員長 いかがですか。

どうぞ。

●三石理事 今のことに関連して、ちなみに転職規制については、国家公務員に準拠してつくっているのですが、私自身も国家公務員ですのでわかりますが、基本、国家公務員は、今でこそ転職する人もいますが、基本的には余り転職を想定してつくられている制度ではございませんから、それに準拠したものをGPIFの法律の中に入れるということに

なりますと、なかなか実態にそぐわないという面がございますので、そこが先ほど水野が経営委員の方々に御理解いただきましたかったところだと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○中村委員 高度専門人材というものを設けた目的は、公務員のような人に運用してもらうのではだめだから入れたのだと思いますが、その人を公務員と同じように縛ってしまうと、目的が達成できないと思います。守秘義務をきちんと持たなければいけないということもあるが、その目的を達成するために、こういう高度専門人材を採用するために、何を直すかということを考えて、それを実現できるルールをつくらなければいけないと思います。

それにチャレンジしないと、成果は出せ、けれども、出すための人材はいないとなってしまう、そういう禅問答のような事業運営を業務方針の中に織り込むというのはよくないと思います。何のために独法をつくったのか、形さえつくれば後は知らないというのはよくないので、どこかコンサルを使うといいと思いますが、チャレンジしたらいいのではないかと思います。

●三石理事 これは、根拠は今回のこの経営委員会ができるGPIF法の改正によって、運用専門職の転職規制も法律で入れられておりますので、手をつけるとすると、法律を改正しないといけないのですね。

●水野理事 当時もそれでは採用が本当に難しいということで、かなり抵抗したのですが、法律に入ったという記憶があります。

○平野委員長 17条の2ですね。離職後2年間職務上の行為をするように要求しまたは依頼してはならない。職務上の行為。

●三石理事 だから、職員は別に金融機関には転職できるわけです。ただ、転職活動を在職中にやってはいけない。

○平野委員長 転職はできるわけですね。

●三石理事 職員はですね。

○中村委員 転職活動をするということは、いろいろあちこち行って、私はどうでしょうかと金融機関に売り込みに行くのだと思います。それはしてはいけないとしても、その代理としてGPIFの人事担当が再就職支援のために、こういう能力があるのですけれどもという仕組みをつくって、例えばその人が手を挙げたときに、どうですかとやるのはいいのではないか。

●水野理事 多分、行き先がなくなって、それを就職支援しましょうというパターンではなく、GPIFに転職してくる人たちは、ある程度自分は転職してできると思って来ていて、しかも2年、3年の契約で来ています。普通に考えれば、仕事をしている中で、ちょっといい話があれば、そこで議論をしたりして行くか決めて、移るのですが、今のルールだと、そういう活動を一切してはいけないとなっているので、転職をしようと思った瞬間に退職しなければいけないのです。まだオファーもない状態なので、それが相当精神的にはハー

ドルが高い。

○中村委員 本人はやらないけれども、本人から頼まれてこういう人がいますという情報をつくって、ほかの人がやればいいではないかと思うのですが。

●三石理事 それはあっせんですね。

○平野委員長 運用機関からすると、私の聞いた話だと、GPIFに勤めている高度専門人材についてはリストがあって、そろそろこの人は出ていくのではないかみたいな、むしろそちらのほうの引きも相当強いということのようですが。

●水野理事 私が運用会社の立場だったら、GPIFの人を抜くのは相当考えるはずですが。今まで終身雇用のつもりで働いていたのを思い切ってGPIFに来るときに、次にかわるときは会社をやめてから転職活動してくださいと言うのは、精神的にハードルが高過ぎることなのだと思います。現実にはどれぐらいそういう案件があるのかということよりも。

○平野委員長 公務員の場合は今、どうなのですか。

○古賀委員 公務員は官民人材交流センターがあります。そこに登録してマッチングできたらというものでしょう。

●三石理事 ただ、実際上はほとんどワークしていないですね。

○加藤委員 解釈としては、GPIFの場合は現職中に求職活動をする、権限を濫用する可能性があるということですね。

●三石理事 国家公務員に準拠しているのは、国家公務員で規制しているのはそういう趣旨だったのです。

○加藤委員 そこを防ぐ何か。

○中村委員 これは天下りではないと思うので、本人がやらなければいいのではないかと、制度としてつくればいいのではないかと思います。

●水野理事 転職サイトみたいところに登録するのもだめなのかということは当時議論になった記憶があります。

○平野委員長 わかりました。現実的にどういう対応があり得るかということを考えますか。要するに、法律は法律だから曲げられないので、今の法律では、GPIFにいる間に就職の依頼、求職活動ができないというのが原則で、再就職は、普通の職員の場合は別に規制されていない。その間をつなぐ何か、ブリッジするような機能をどこかで持てるかどうかについては、経営委員も含めて考えてみたいと思います。

どうぞ。

○加藤委員 ちょっと別件で、利益剰余金が46兆4977億円とありますね。先ほどの業務概況書で2001年からの累積収益額が65兆と。この差は、経費と国庫納付金ですか。

●沼田総務部次長 そうです。一番大きなものが国庫納付金ということになります。

○加藤委員 そういうことですね。逆に言うと、この65兆円は、経費は抜いていないということですね。要するに、運用経費は抜いていない。この65兆円は。

●沼田総務部次長 そうですね。

○加藤委員 だから、アフターコストの運用収益は、数字はわかっていないというか、出ていないという理解でいいですか。

●三石理事 その数字は控除前ですね。ただ、経費は毎年開示していますので、控除後だったら幾らということは、計算すれば出てきます。

○加藤委員 出そうと思えば出る。ちなみにこれだと幾らですか。きっと46兆と65兆の間ぐらいの数字になるわけですね。そういうわけでもないのですか。

○高橋理事長 経費のほうが、桁がえらく小さいので、ほぼ65兆から数百億とか数千億を引けばというレベルで、それよりも勘定間の移動のほうが何兆、何十兆とやっているのというイメージです。

●三石理事 手元にキャッシュが幾ら残っているかというのと、先ほど経理から説明しましたように、むしろ国庫納付のほうが大きいので、国庫納付分を差し引かないと数字は出てこない。

○岩村委員 ちょっといいですか。それにもちょっと関連するのかもしれませんが、業務概況書に決算関係の資料は出てこないのですね。

●沼田総務部次長 業務概況書には、はい。

○岩村委員 時期がずれて間に合わないということはあるのだろうけれども、業務概況だと、基本的な決算関係の資料がないということが、何となくわかりにくいのかもしれないなという印象があって、例えば運用手数料は出ますね。でも、そもそもGPIFを運営するのは、どれだけ金がかかっているのだとか、そういうものが出てこない。そのようなイメージがちょっとあって、何か工夫はないのかなという感じがしているのです。

●水野理事 多分、これもオーディエンスの話だったと思うのです。業務概況書はGPIFの運用の内容をわかりやすくという目的で始まっていて。

○岩村委員 目的が違うのかもしれない。だけれども、何か極めて基本的な数値なので。

●三石理事 ただ、先ほどの業務経費というか、経費に当たる部分とか、決算の中の非常に重要と思われる部分については、業務概況書にも基本的には記載していますね。

○岩村委員 それを決算書の形では出せていないということですね。

●三石理事 決算書ですと。

○岩村委員 BS/PLという形では載らない。

●三石理事 そうです。なかなかちょっと一般の方にはわかりづらいので。

○岩村委員 会社のこういう状況を見るときは、まず、BS/PLを見るものだから、それがちょうど業務概況書にはないということが何か、本当はどうなのかなという感じはする。

●三石理事 言われたことがない。

○中村委員 企業の統合報告書にも、簡単なバランスシートと基本的なフローはありますが、確かにありません。私も聞きたかったのですが、バランスシートにある科目は、資産側は金銭等の信託で、負債側は寄託金になっている。あと、資本勘定がある。PLでは運用利益を出しています。運用利益は、普通の企業ならそれを配当金で分配することになるが、

独法の場合には、それを予定していません。

最初のほうにあった年金財政上求められている運用利回りを達成するということは、年金の財源のグラフで言うと、1割ぐらいがこの積み立てた基金から払い出していくことになっていて、この借り方にある資産をいつかは払い出すことになります。もうかっているものは利益剰余金に積み上がって、その部分は金銭の信託に再投資されてふえているのだと思います。

今はいいのだけれども、取り崩しを始めるときは、このバランスシートはどうなってしまうのか。損が出るということですか。

●沼田総務部次長 損は出なくて、例えば。

○中村委員 この積立金はどうなってしまうのか。最後は1年分だけになるとすると、金銭の信託が大幅に減ることになります。積立金はずっと残っているとおかしくなってしまうではないか。

○平野委員長 損益の話とバランスシートの収支はちょっと違うのではないですか。

●沼田総務部次長 バランスシート上のお話でよければ、11の資料です。ちょっとお待ちください。資料11です。それで説明したほうがよろしいかなと。

例えば83分の6ページが資産の部なのですが、7ページ目の積立金で今、44兆とあるのですが、バランスシート上、これが減る形になるのですね。先ほどの6ページ目の上の金銭等の信託の金額が減りますので。

○平野委員長 だから、大きな意味では、減らすときは寄託金を返すわけでしょう。それで資産、負債は両建てで下がるということ。それが一番大きな財源になるはずですね。

○中村委員 バランスシートを見たときに、将来の支払うべき、要するに、年金財政上計算されたこれだけ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。こちらのグラフで言うと予定されている利回りよりもたくさん利回りを上げていますと書いてありますが、本来利益積立金のところには、年金支払いに充てなければいけない分、それを上回っている分が幾らかということが見えるようになっていないといけない。累計では予定されている利回りよりも高い利回りなので安心してくださいというバランスシートになっていけばいいのだけれども。

○平野委員長 そのチェックは定期検証でやっているということになっているのだと思うのです。先ほど議論した。キャッシュフローで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ですよということで、一応その安全性をチェックしたという格好になっているのではないですか。ただ、100年伸ばしたときにどうかということについては、不確実性が高いという感じもしますが。

○中村委員 例えばきちんと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て、まだ余裕があります、安心なさいという情報がないのではないかなと思って言っているのです。バランスシート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のバランスシートは全くわからない。

○新井委員長代理 中村さんがおっしゃっているのは、企業年金のDBプランの会計処理のお話だと思うのですが、それとは制度のたてつけが違うので、積立不足がどうだとか、余剰が幾らというような形で出てこないのがGPIFの仕組みだと思うのです。

○中村委員 だからよくないのです。だからみんな不安なのです。わからないのは当たり前でしょうと言っている、このスタンスがよくないのです。不安を助長します。

●三石理事 済みません。ですから、そこは先ほど委員長がおっしゃったように、3月末の積立金の時価総額がありますね。それをベースにして、冒頭新井先生のほうからPTとして定期検証をやって、この3月末の時価総額をベースに、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やってみると、積立不足になる確率はこの程度ですと。それは当初予定していたよりも小さくなっていますという検証をしました。だから、御安心くださいという検証をやっていただく。そこで一応国民に対しては説明をしているということだと思います。

●水野理事 中村さんがおっしゃっているのは、要するに、国民の不安は運用成績以外のところにあるわけです。GPIFの業務概況書の範囲で説明するというのは、はるかに超えていて、本来は厚労省とか政府の仕事なのですから、時々先ほどのいろいろなグラフを入れてみたりして、少しでもその周辺の不安を和らげようという努力はしているのです。先ほどの御質問で、私がちょっと不安なのは、GPIFのBSとかPLを載せると、より不安にしかたらないのではないかと。見ても何のことだかわからないし、これもオーディエンスの問題ですが、企業のアニュアルレポートは、企業の評価をしようという人たちの目的でついていると思うのですが、今のもののサマリーを載せたら、私たちですらどれがどの数字かもわからない。

○平野委員長 国庫納付のところのグラフがあったでしょう。ぱっと出てこないのだけれども、あれには結構肝になる要素が絵では描かれている。バランスシートそのものが載っているわけではないけれども、運用資産がこれだけあって、利益がこれだけ出て、運用資産がこうなりますと。国庫納付が幾らでと。要するに、もうかっていますと、国に少しお金を返すだけの余裕はとりあえずありますと。あとは定期検証は、これは信じてくださいという。そういう話なのですからね。

○中村委員 バランスシートの利益剰余金に目的積立金があるわけでしょう。別途積立金ではなくて、国庫納付をするためのものが積んでいるのでしょうか。

○平野委員長 なっていない。

○中村委員 これがわかりにくいのです。例えば財政計算上の利回りの分だけ、後で国民の年金支払いに充てるわけです。それがわかるようにバランスシートの利益剰余金のところに、その分は目的積立金でちゃんと積んであって、それを越えた分がその他利益剰余金というように。

○平野委員長 それはそうならないと思います。積立金を崩すわけではないので。

○中村委員 積立金を崩すのではないのですか。

○平野委員長 いずれ崩すのだけれども、それは年金支払いのごく一部だから。

○中村委員 そうです。ごく一部なのです。もともと1割を担当しているわけでしょう。

○平野委員長 それは後日挿入のところでどのくらい執行部がいいものを出していただけるかにもよるのだと思うのですけれども、今のフローのスコープからすると、ちょっと中村さんのものは宿題が大き過ぎるという感じです。御趣旨を踏まえて今後工夫できる分には工夫するということにさせていただければと思います。よろしくお願いします。

○高橋理事長 この議論はこれでよろしゅうございますか。

○平野委員長 とりあえずこれで。

○高橋理事長 一回休憩ということにさせていただいて、別室をとってありますので、ちょっと写真を撮っていただいて、写真を撮ったときに、おトイレとかに行っていただいて、それでまたここで再開させていただきます。

(休 憩)

○平野委員長 おそろいになった。よろしゅうございますか。

それでは、平成30事業年度財務諸表等の審議は、これでとりあえずきょうのところは打ちどめとさせていただきます。大臣承認は8月の下旬と先ほど御報告がありました。昨年は8月10日でございます。それまでは非公表の資料になるということでございますので、議事概要のまとめ方につきましては、簡便な記載にいたしたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

続きまして、議題は報告事項となります。報告事項(1)「平成30(2018)年度調査研究について(実績評価)」について、執行部から報告をお願いします。

●陣場調査数理室長 それでは、項番の13、報告事項(1)「平成30(2018)年度調査研究について」という資料をごらんください。

20分の1ページ、エグゼクティブサマリーをごらんください。昨年度、委託調査、共同研究を含めまして5つの研究に取り組んでございます。その5つにつきまして、PDCAサイクルを回す観点から、実績の評価を行ったというものでございます。エグゼクティブサマリーの最後を書いてございますとおり、いずれも「期待通り」または「期待以上」の成果が得られたものというふうに総括をしているところでございます。

20分の3ページをごらんください。実績評価のまとめということで、5つの研究につきまして、サマリーをまとめさせていただいております。順番にかいつまんで説明をしてまいります。

まず、1番目がESG、情報開示に関する調査研究でございます。得られた知見としては、ポツの最初でございますけれども、エンドユーザーの投資家のESG戦略によって、重視されるESG情報の性質が違う。ポツの3つ目でございますけれども、海外の公的年金では、情報

開示によってインベストメントチェーン全体に影響を及ぼすことを重視しているということが確認をされたというところでございます。

こちらの今後の活用でございます。得られた成果をもとに、私どものディスクロージャーの改善でございまして、運用会社へのエンゲージメントに使いたいと考えてございます。また、この成果を企業等ステークホルダーに還元することによって、各主体のESG情報開示に関する理解の向上を促すということでございます。既に私どもホームページにこの委託調査の概要についてはアップをしているところでございます。

事後評価でございますが、企画内容、実施体制、資料作成能力

評価をしてございます。

続きまして、2番目の運用会社役員のインセンティブ構造についての調査研究でございます。こちらはマーサー・ジャパンを使って内外の運用機関の報酬体系について調査をいたしまして、得られた知見としては、ショートターミズムを助長するような報酬体系になっている先はないということが確認できたということでございます。また、各社の報酬体系の分類をいたしまして、Laggard、Average、Leadingという3分類に分類ができたというところでございます。こちらの調査につきましては、運用機関へのエンゲージメントに活用するとともに、私どもの運用受託機関の総合評価にも反映をいたしたいと考えてございます。事後評価としては、企画内容、実施体制、ところ

続きまして、3番目のAIを活用した運用会社の選定・管理でございます。ソニーコンピュータサイエンス研究所へお願いしているところでございますが、こちらにつきましては、来年の3月末が期限でございまして、中間的な状況ということで、昨年度末までの時点において、国内株式における分析の対象銘柄数の拡大でございまして、あと、新たに外国株式についても分析の対象にしたということでございます。今後、こうしたモデルについて、マネジャー管理への活用を1年弱になりましたけれども、真剣に検討してまいりたいと考えてございます。

続きまして、4番目、債券投資に係るESGについての共同研究ということで、世銀との共同研究でございます。こちらは既に報告書等もホームページにアップしてございますけれども、得られた知見としては、債券投資におけるESG要素は、信用リスクに影響を与える。そして、ESG要素のインテグレーションはリターンの犠牲にはならないということがわかってございます。また、ESGの実践として、グリーンボンド等いろいろな手法があるということがわかってございます。今後でございまして、我々の債券ポートにおけるESG投資のあり方について引き続きこれを材料に検討を行いたいと考えてございます。

最後、5番目でございまして、OLGモデルによるマクロ経済予測についての共同研究ということでございます。こちらは東京大学の北尾先生との共同研究でございまして、得られた知見としては、今後の女性の労働参加の進展、非正規の就業形態がマクロ経済に

与える影響は非常に大きいということがわかったところでございます。こちらのモデルの今後の活用でございますが、今年度の定期検証には間に合わなかったところでございますけれども、来年度以降、基本ポートフォリオの定期検証において、このモデルから出てくる賃金上昇率の長期的な水準を活用するかどうか、引き続き検討をしてみたいと考えているところでございます。

簡単ではございますが、私からは以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がありましたら、どうぞよろしくお願いいたします。いかがでしょうか。

では、私のほうから1つだけ、説明会のときにもちょっとお伺いしたのだけれども、インセンティブ構造についての調査研究に関してであります。得られた知見の中の2つ目のポツの最後に、Laggard、Average、Leadingと3分類したと書いてあるのですが、この報酬体系とインセンティブの構造については、何か標準化された評価体系みたいなものはあるのですか。Laggard、Average、Leadingとすっきりくっきり分類できるほどのきちんとしたフレームワークがあるかどうかについてお伺いしたい。

●水野理事 私のほうでお答えします。

これはマーサーが名づけたのですけれども、今回、GPIFがお願いしたのは、GPIFの長期的な、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ことを調べてほしいということです。加えて、GPIFには特に海外の会社の報酬体系が行動にどういう影響を及ぼすかということを理解するノウハウがないので、それもマーサーにお願いした。マーサーは、これを3つに分けてきたのですけれども、Leadingというのは長期のインセンティブづけとかが明確になされているグループ。Averageは平均的。Laggardにどういうところが入ってきたかという、日本の運用会社が大半ここに入ったのですが、だめというよりは、これはマーサーがこう言ったのですけれども、インセンティブや報酬体系をマネジメントに活用していない。

日本企業の場合、ボーナスとかをいろいろ変えることによって運用者の行動パターンを変えようという発想がないので、それが活用されていないということでLaggardになったところが多いのですけれども、名前としてはLaggardは負け組という意味ですが、というよりは、長期のインセンティブ構造が戦略的に行われていないという人たちがここに入った。

ついでにお答えしますと、これを評価に使おうと言っていますけれども、そのときにLaggardだからマイナス点にするとか、そういう使い方をするというつもりはないです。というのは、企業によっても違うと思いますし、ただ、運用会社との議論の中で、やはり報酬体系的にもう少し考慮するべきではないですかということは言うかもしれませんし、Averageのところに対しては、ほかの運用会社ではもっと長期のインセンティブを多くするような形でやっていますが、そういう考え方はありませんかというような形では使っていないと思っています。Laggardだからマイナス1とか、Averageだからゼロ、Leadingだから

プラス1みたいな感じにするというふうには考えていないです。

○平野委員長 そうすると、総合評価への反映を予定というのは、ちょっと書き過ぎだということになりますか。

●水野理事 ただ、Leadingのところで、明らかに収益、報酬体系が先進的ですから、と思えば、当然プラスの評価はしようと思っけていますけれども、この3つの分類に合わせて単純にやるつもりはないです。

○平野委員長 わかりました。

○加藤委員 債券投資のところなのですからけれども、私はレポートはまだ読んでいないので、ちょっと恐縮なのですが、結局ここにも書いてあるのですが、結論としては、ESG要素を考慮したこのグリーンボンドというか、ESG債の利回りは、結局それを考慮しないものと変わらない。要するに、利回りを犠牲にしないという結論という理解でよろしいですか。

●水野理事 グリーンボンドのプライシングについては、結論は出ていません。これはグリーンボンドというよりも、一般論としてESGを考慮すると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議論の初期に言われたことに対して、そういうことにはなっていないという回答を報告書が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ません。

引き続きのテーマの一つとして、グリーンボンドのプライシングについては、議論はしています。ただ、実際にグリーンボンドの投資が行われていますけれども、GPIFのマネジャーは、そこは自分たちで判断してやっているということです。GPIFのマネジャーは、今、グリーンボンドを買うということについて、少なくとも運用上マイナスではないという判断の上で買っているということだと私たちは結論づけているわけですが、研究の中で、グリーンボンドに関しての何らかの結果が出ているというわけではないです。一般的なESGの話でとどまっています。

○加藤委員 それは今後やろうと考えていらっしゃるということですか。

●水野理事 実は、このときも、グリーンボンドのプライシングがそもそも一般債と変わるべきかどうかということについて、第1年目でもその議論をしたかったのですが、データ不足とかいろいろで、そこまではたどり着かなかったということです。ただ、この後も話そうとしたのですけれども、GPIFの運用会社がどんどんグリーンボンドを買っていますので、彼らはプロですから、彼らなりにどのように考えるかということの評価しているはずですので、そのフィードバックは今後もらっていこうと思っています。

○加藤委員 彼らはリターンを犠牲にしないから、ちょっとグリーンボンドを余計に、ESG対応ということで買っているのか、あるいは逆に実は利回りとしてアノーマリーが存在していて、高い利回りが得られるから買っているという可能性もある。

●水野理事 可能性もありますね。実際に前にお話ししたのですけれども、ワールド・バンク・グループとのプログラムでも、運用会社によって買いたいと言っているデュレーションも違いますし、通貨も違いますので、彼らはそれぞれ考えてやっていますから、今後

はフィードバックを受けてやっていきたいと思っていますし、世銀のほうにもそのフィードバックを渡して検討してもらおうと考えています。

○加藤委員 わかりました。

○平野委員長 私の狭い限られた経験で言うと、これは運用会社サイドから見たグリーンボンドの研究になるけれども、グリーンボンドというか、今のお話はそうなのですが、発行体から見ると、グリーンボンドはえらくコストが、手間暇がかかったという印象です。その分のコスト・リーケージがあるので、パフォーマンス上その辺はどうなのかなという感じが素朴にするのだけれども。

●水野理事 それはグリーンボンドが、ボンド市場全体の1%ぐらいまでぎゅっと伸びたところで、今後伸びるかどうかは多分、そこにかかっていると思ってまして、現時点だと、借りるほうからしてみれば、面倒くさい借り入れだと。買うほうからしても、パフォーマンスが一緒だったら、グリーンボンドは、リクイディティが低いとネガティブに言う方もいますけれども、一方で、売りたいという人もいないということで、買うのも面倒くさい。

だからこそワールドバンクがアレンジをしないと買えないということなので、今、売り手にも買い手にも、ある意味で、面倒くさいというか、コストのかかる商品になっていますから、ここが解決されないと、なかなか今後伸びていかないのではないかと考えていますが、ここも鶏と卵で、多くの人が参加すればその辺のコストも下がったり、いろいろ練られてくるのではないかとと思っています。もうすぐドイツが国債をグリーンで出すと言っていますし、イシューアーもふえてきてコストも下がってくると思います。多分、平野委員長がやられたときは、最初の初物ぐらいだと思いますから、相当コストが高かったと思いますけれども。

○平野委員長 面倒くさかった。

○加藤委員 東京都も何か一生懸命出そうとしていますね。

○堀江委員 よろしいですか。2つ、最初の②で、平野さんの質問に関連するのですが、これは調査が始まる前に、運用会社の株主構成が、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指摘しました。要は、親会社が変わったら、運用会社の運用者の成功報酬制度は大きく変化するので、このインセンティブスキームのサステナビリティはあまり長くないという点です。その評価はマーサーができるとは最初から思っていなかったのですが、その辺はちゃんと評価した上でレーティングをしたのかということが1つ目の質問。

2番目は、⑤のOLGモデルなのですが、報告会でも新井さんと加藤さんが指摘されていましたが、基本ポートフォリオの定期検証に用いるレベルの内容ではなかったと記憶しています。つまり予測値が、足元のTFPのレベルに極めて大きく依存するものであって、長期の賃金上昇率の構造を見る分には非常に良いと思いますが、定期検証で用いるレベルのものではなく、今後の活用の仕方について、私は異論があります。その2点です。

●水野理事 2つ目は、先ほど陣場が、こちらが検討するように言ったのですけれども、PTにおいて検討するので、検討された結果、使えないというふうに思われればということなのではないでしょうか。

○堀江委員 検討するかどうか決めていないから。

●水野理事 検討するかどうか決めることの検討ですか。

○堀江委員 そういう決め方をしていませんけれども、使えるレベルなのかなと。そういう疑問があったということです。コメントです。

●陣場調査数理室長 結局TFPにかなり依存することがわかっていますので、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のかなと。

○堀江委員 TFP自体が誤差項みたいなものだという議論はさんざんしました。活用するにはちょっと現実的には難しいという感触のほうが多かったような気がしました。個人的な感想です。

最初の質問のほうはどうでしょうか。

●水野理事 最初の御質問については、堀江委員が言われたのは、日本だと銀行、ファイナンシャル・グループの下に入っていて、シェアホルダーは安定しています。外資だと、シェアホルダーそのものがかわる場合もあって、当然それが影響するのですけれども、今回は、今あるGPIFの運用受託機関の中のエグゼクティブの報酬体系が、その企業の文化や運用をする人たちのBehavior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できませんので、さらにその上で、もともとの親会社が日本みたいにファイナンシャル・グループ系のところもあれば、プライベートですけれども独立したところも持っているところもあったり、あるいはアメリカには上場している運用会社もあって、その差によってどういうところが起きるかというところまでは、おっしゃるとおり、マーサーのエクスパティーズの外だと思いますし、そこまではカバーしていません。

それは多分、誰にもノウハウがないので、GPIFがやらなければいけないところかなというふうには思いますけれども、ついでなので申し上げますと、今回、私が一番よかったと思うのは、特に外資の場合は、報酬のインセンティブの設計によって、人々の働き方が変わるので、それはやはり外資で働いたことがない人はなかなかかわからないと思うので、今回、マーサーがそれをわかりやすく分析してくれたということも、GPIFにとっては大変な財産になるのではないかと考えております。

○高橋理事長 多分、正確な回答ではないかもしれませんが、ここで書かれているLaggardという分類では、例えば、日系のアセットマネジメント会社の場合、報酬体系は属する金融機関グループ、親会社に倣っているケースも多く、あまり裁量はないのではないかな。あくまでもグループの一員ということで、報酬体系を活用するというインセンティブはないのですけれども、やはりずっと皆さん聞いてもらおうと、たとえ株主がかわっても、外国の場合は自分が株主から任されているという意識が非常に強くて、報酬を活用していかに従業員にインセンティブを与えて行動してもらおうかを考えている。最初は非上場を理由にそ

んなことを聞かれたこともないと聞いても話してくれないのですけれども、長期にわたって、パートナーとしてつき合っていくためには、運用会社が何をどう考えて行動しているか知りたいのだと言うと、初めて、実はこういうカルチャーでこういう報酬体系にしているのだということを言うってくれるので、その場合は多分、欧米のほうは非上場であっても、株主が経営者に対して給与体系だとかボーナス体系も含めて任せているという感じの差は一番出ているなと思いました。

○平野委員長　いかがですか。

どうぞ。

○加藤委員　契約金額の決まり方なののですけれども、これは積み上げで行っているのですか。それとも、何か競争条件で決まってくるのですか。例えばニッセイアセットとマーサーは結構違うわけなのですが、これは何かコストとして積み上げてこれだけ違ってくるのか。要するに、例えばマーサーしか頼めないのも、そうすると、結局高い。競争条件で決まってくるのか。

●三石理事　よろしいでしょうか。基本的に企画競争でやっておりますので、いい企画の提案をしてきたところと契約するという形をとってしまして、したがって、価格ありきではないですね。ただ、そうは言っても、契約審査会に入られている方は御存じかと思いますが、一応手を挙げそうなところに参考見積もり、大体幾らぐらい必要です、かかりますかという金額を提示していただいて、例えば3者に提示していただいたら、その平均額を概算所要額という形で立てて、それで改めて手を挙げてくださいと言ってやったのが、基本的にこの金額ですから、結局マーサーのように高いところについては、高い見積もりしか出てこないですし、ニッセイアセットの場合でしたら、他社も含めて割と低い金額のものも出てきたので、このぐらいの金額で、概算所要額で決まった。そういう経緯だと思います。

○加藤委員　わかりました。

○新井委員長代理　2番の関係で、ちょっと思うのですけれども、先ほどの議論に戻るのですが、GPIFの報酬体系はまさにLaggardだと思うのですね。そういうことで、運用機関だけではなくて、GPIFの報酬システムについても一緒にお考えになられたほうがよろしいのではないかと思います。

●水野理事　次回はぜひ。

○平野委員長　報酬体系はなかなか外に出さないものだけれども、よくマーサーがとれますね。

○高橋理事長　実は、これはGPIFがマーサーに頼んで、GPIFの調査であることを明確にして、マーサーが私はGPIFの代理人ですと言って、どこにも出しませんからということでやらせていただいた。

○堀江委員　超コンフィデンシャル情報ですね。

●水野理事　事前にこちらからレターを出して、それでも、やはり最初はかなり抵抗され

ましたけれども、GPIFとしては運用会社の内部がどういうインセンティブで動いているかということが極めて重要だということで、レターを送ったり、うちのスタッフも一緒に行かせて説明して、情報を得ています。ただ、運用会社によってもかなり温度差があって、かなりオープンにディスカッションしてくれるところと、うちはプライベートですと言うところがありましたが、粘り強くお願いしました。

岩村先生から、本当にこれだけの金を払って、何も情報が出なかったらどうしてくれるのだと言われておりましたので、いろいろと工夫しました。マーサーも最初はどこまで情報を出してもらえとは思っていなかったと思います。

○堀江委員 普通は買収するときにはしか出さないような情報です。

○平野委員長 そうだし、委員会設置会社は別にして、通常の日本の会社の場合は、取締役会にすら余り開示していないのではないかというぐらいの情報です。だから、すごいなと思うのだけれども

●水野理事 そうなのですよ。

○岩村委員 だから、契約金額を半額にしてもらってはどうかと。

●水野理事 最近のGPIFの調査委託研究は、ほとんどがほかは誰もやったことがないので、GPIFが委託してから調べているものが多いです。マーサーなどは、今後、今回の経験をかなり使えると思うのですが、GPIFの調達プロセスでは、なかなか向こうの言ってきたものを半額にしてほしいというのはやりづらいところがありまして、そこはなかなかうまくいかないのですが、おっしゃるとおりで

○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。どうもありがとうございます。

次の報告事項に参ります。報告事項（２）「今年度のESG活動報告（構成案）について」、執行部から報告をお願いします。

●塩村投資戦略部次長 14をお開きください。今年度のESG活動報告の構成案について御報告します。

バックグラウンドになりますが、ESG活動報告はESG投資が金融市場の持続可能性向上とか、あとはリスク調整後のリターンの向上につながっているのかを確認する。PDCAサイクルを回すためにつくるものになります。ESGに関する取り組みの効果については、当然パフォーマンスというところもこのESG活動報告でも開示するわけですが、企業のESG評価の変化とか、あとは多面的な評価を行うことを考えております。

今後の予定としましては、第26回の経営委員会で原案を報告いたしまして、最終的には8月中に公表することを予定しております。印刷物は4,500部、英語版については1,000部ということで、昨年度よりも若干ふやす予定であります。

2ページをごらんください。このESG活動報告の位置づけになりますけれども、左の図は昨年も御説明したのになりますが、基本的にはGPIFの取り組み全般については業務概況

書で開示しているものになりますけれども、この中で特にESG活動についてはESG活動報告で深掘りをして、より丁寧な説明を行うということを考えております。前回、ESG活動報告を出した後に、いろいろな有識者の方とか運用会社に御意見もいただきまして、そこでいただいたより読みやすくとかわかりやすくということを踏まえたものを今年につくろうと考えております。

3 ページをごらんください。効果測定の考え方になりますけれども、こちらも昨年と同様なのですが、左の下図にありますように、ESG投資、ESG推進活動、これが最終的には市場の持続可能性とか長期的なリターンの向上につながるわけですが、ここに行くまでにはかなり時間がかかると思いますので、その前の段階、ESG評価とか対応強化ということがはかれ、しっかりこの歯車がかみ合っているのかをチェックするというのがこのESG推進活動の効果測定の考え方になります。

右のグラフは、こちらも昨年使ったものと同じになりますけれども、企業の変化という意味で言いますと、MSCI社がESG評価をつける過程で、企業と対話を行った割合を出しておりまして、日本企業は主要国の中で最も高い対話の率となりまして、企業の関心の高さがより高まってきているということがうかがえる材料だと思います。

4 ページをごらんください。具体的な構成案になりますけれども、昨年と違う部分を赤字にしておりますが、まず、冒頭にGPIFとESGということで、GPIFがなぜESGを重視するのか。また、GPIFの組織そのものの簡単な説明、こういったものを冒頭に置くことによって、より読みやすい形にしたいと考えています。

第1章につきましては、ESGに関するガバナンス及び組織・体制というものを新たに加えております。これはTCFDで求められていることになります。今まで経営委員会でも幾度となくESGに関して御議論いただきましたので、そういったことを簡単に御紹介しようと考えています。あとは新しい取り組みとしては、環境指数とかTCFDの賛同、Climate Action 100+への参加といったものを加える。また、オルタナティブにつきましても、去年は触れていませんでしたので、新たに加えております。

第2章では、気候変動リスクの検証、シナリオ分析、カーボンインテンシティ、これらもTCFDへの対応ということで、加えることを予定しております。

私のほうからは以上になります。

○平野委員長　ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がありましたら、よろしくお願いします。どうぞ。

○加藤委員　効果測定のところなのですが、4分の3ページで、3つ歯車になっていますが、私の最近の理解では、もう一個の歯車があって、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みたいなものがあるのではないかと考えています。

つまり、何を言っているのかというと、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ていますということがあって、さらにそれが、したがって、長期的にリターンに結びつくのだという議論があるのではないかと。特にGPIFのように、短期的な α を求めるということではない、底上げをするということであれば、ポジティブな社会的インパクトを与えるということが本当に行われているのかどうかという評価が重要ではないかと最近考えています。

最近、欧州の運用会社の人たちに聞くと、どうも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。もちろんリターンの話もあるのですが、短期的に、爆発的にいいリターンが出るわけでもない、また長期とすれば10年待つという話かもしれないので、短期的に見ると、やはり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ということかなと。

ちなみにそれは今、私の最近の研究テーマでもあるのですが、押しつけるようで申しわけないのですが、ですから、これはすぐにやれという話ではないのですが、特にGPIFのようなところはそういう評価を出していくということが重要で、特に短期的な α ではないということであれば、社会的リターンを出すことが重要なと研究で考えているので、ぜひ御検討いただければと思います。

●塩村投資戦略部次長 ありがとうございます。

こちらは3つの歯車になっていますけれども、実はESG評価の裏側には当然社会的なインパクトにつながるようなことはあるわけですし、昨年においても女性活躍に関するデータとか、単にESGのレーティングがこう上がりましたという話だけではない部分も載せておりますので、そこはESG評価の中にも包含される部分もあるかと思います。ただ、より抜き出して、より強調した形にするかどうかということは、また検討させていただきたいと思いますが、今の中でも一部は入っているというふうに考えております。

○加藤委員 それは十分理解しているのですが、基本的にESG評価は、要するに、言ってみれば現状でいいところを選びましたよという話であって、ソーシャル・インパクトはどちらかというところと結果的にどうでしたよというところに、より重点を置いているという感じがするので。

●水野理事 よろしいですか。ありがとうございます。

いろいろな取り組み方や説明の仕方があると思ってしまして、GPIFは今まで市場の底上げとか全体のリスクを下げると言ってきましたので、そういう意味では、GPIFの運用によって将来の負の外部性とか、タームを超えて起きるようなリスクをミニマイズするというようなやり方でやってきました。

例えば女性活躍も、女性活躍によるインパクトという捉え方をし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しましょうというリスクアプローチの人たちもいて、これは多分、アセットオーナーによっていろいろ違うと思います。GPIFは、今までのESGの経緯の中では、他事考慮ではないかとかいろいろ言われながらやってきたこともあり、どちらかといえばリスクアプローチで説明してきたのですが、

特に欧州のアセマネも含めて、投資家はインパクトの計測をするべきだというふうになっています。GPIFも、そういうものを計測し始めるということは、大変いいアドバイスをいただいたと思いますが、それが具体的にインパクトがあるからリターンが減っていますという説明をすると、またフィデューシャリーの議論に逆戻りをしてしまうので、インパクトは追加ですという考え方をするとか、それとも、特に欧州の一部などですと、例えば先ほどの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いますので、そのあたりは多分、しばらくの間はいろいろな人がやっているアプローチをいろいろと入れてみて、人によって見方が違うという感じで進まざるを得ないかなと思っています。せっかくそういうものもいただきましたので、もう少し具体的な、直接的なインパクトの計測みたいなものも来期以降は考えてみようかなと思います。

○加藤委員 わかりました。

○堀江委員 3 ページ目の右の絵は、加藤さんがおっしゃったようなものではないのですか。対話を行った企業の割合はまさに代表例のような気がします。これでどうしたと言われるリスクよりも、これが高リスクな影響を与えているでしょうという一つの証左ですね。

○加藤委員 ちなみに3年で科研費をとったので、これから3年かけてやります。

●水野理事 本当にいろいろなアプローチを試していますので、ちょっとここに書いているのですけれども、今、米国の年金基金が真剣にやっているのは、フィジカルリスクです。きょうCDPからレポートも出ていますけれども、今後10年ぐらいの間に世界の企業が100兆円以上のフィジカルリスクにさらされる。そのような話とかもやっていかなければいけないと思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

根本さん、どうぞ。

○根本委員 ちょっと細かいというか、4 ページでESG指数のパフォーマンスというものがあって、恐らく去年出されたものも出されるのかなと思ったのですが、この意味するところがちょっとわかりにくくて、1年間のパフォーマンスを見ていらして、GPIFの投資、運用期間とも異なりますという。おっしゃった効果を割と長期的に見るものとして、1年のものを出されるというのは、どういう意味なのかということを伺いたいのです。

●塩村投資戦略部次長 これは指数自体ができたのが、正直に言って、1年しかなかったからというところでありまして、ことしは2年で出そうと思っていますので、1年ずつ3年累計、4年累計となっていくというふうに思います。

○加藤委員 ちなみに対TOPIXでどういう感じでしたか。

●塩村投資戦略部次長 1つFTSE Blossomが対TOPIXで若干マイナスですが、それ以外はプラスで、全体としてはプラスです。

○平野委員長 私からちょっと2〜3、1つは去年、これを初めてされたわけですね。これを出して、世の中はどのように受けとめたのかなということについて、注意して何人かの話聞いたのですが、これは相当インパクトがあるなということが結論です。

類似のものが無いし、この運動を引っ張っているGPIFがみずから作っているということが大きいかもしれませんが、もう一つは内容的に見ると、何というか、フェアに書かれているということが結構大きいのではないかと。フェアというのは、最後のESG評価についてはまだまだいろいろな課題が多いのだと。そういうことも含めて書いてあるということがフェアな書き方をしているというふうに受けとめられている部分があるのではないかと。

もう一つは、ESG評価間の相関が、まだそこも定まっていない。課題も多いのですという書きぶりが非常にある意味で評価されているというところがあるのではないかとというふうに思いました。これはコメントです。

それから、アドバイスみたいな話なのですが、きょうは中村委員からの御提案、問題提起があって、ESGの中のGについてもきちんとどこかで書いたほうがいいのではないかとということなのですが、「該当なし」のところは当然業務概況書と平仄を合わせた書き方をするわけですね。それと同時に、GPIFがESGを重視する理由とか、冒頭のところで、いろいろなことを書き加えられるわけだけれども、その中にも先ほど中村さんが言われたような話もちょっと織り込んで、ESだけやっているわけではないと。Gも含めてというようなことも盛り込まれて書かれたらどうかなという気がします。

3つ目は、今後の課題なのだけれども、今後の課題は去年書いた今後の課題以外にまだ課題を掲げられるのかどうか。その辺の現時点でのアイデア。

●塩村投資戦略部次長 昨年出した課題は、基本的には解決していない課題ばかりですが、同じことを書いてもつまらないでしょうから、新たに幾つか書こうとは思っています。例えばカーボンの計測において、企業を評価する場合と債券、社債の場合はまだいいのですが、国債をどう評価するかとか、インデックス対比で分析する際に、我々みたいに政策ベンチマークが国債だけ、実際に運用している部分は国債と社債が入っているもの。それを比べることについて意味があるのかとか、比べることの難しさとか、そういうテクニカルな部分は既に課題としてはあります。実際にそれを出すかどうかは、まだ検討中でありまして、これから最後にまとめる段階で考えていこうと思っています。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。よろしゅうございますか。どうもありがとうございました。どうぞ。

●水野理事 最後に、GPIFが、今、やっている活動の中で、今月中に何らかのメディアの掲載やカバーが予想されるので、事前に皆さんにお伝えしておこうと思うものがございます。

まず、1つは、来週月曜日に記者会見を行う予定ですが、GPIFと経団連と東京大学、この3者でSociety5.0 for SDGsということで、提唱されているSociety5.0と、ESGの投資をどういう形で結びつけていくか。東京大学は、未来ビジョン研究所という、こういうESGやSDGsやSociety5.0について、いろいろな知の提供をしていくという研究所をつくっ

ておられます。この3者で、Society5.0 for SDGsですので、SDGsを実現するためのSociety5.0がつくる新しい社会や経済的な付加価値や必要な投資みたいな分析等ができる
といいのではないかと考えていまして、GPIFは投資家の観点からお手伝いさせてもらいま
す。月曜日に、経団連の國部副会長と東京大学の五神総長と高橋理事長の3人で記者会見
を行うことになっていますので、御報告させていただきたいと思います。

もう一つは、世銀グループとのグリーンボンドのプログラムなのですが、EIB、欧州投資
銀行から同じようなプログラムをやりたいという希望がありましたので、今、進めていま
す。先方の欧州投資銀行としては、G20前にリリースを出したいと言っておりますので、こ
れも皆さんの目に触れるかもしれませんので、この機会にシェアさせていただければと思
います。

以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

よろしゅうございますか。最後になります。第22回「経営委員会」の議事概要及び議事
録について、内容が関連しておりますので、まとめて事務室から説明をお願いします。

●辻経営委員会事務室長 第22回「経営委員会」の議事概要及び議事録について、御出席
の委員の皆様にご署名をいただいたところです。経営委員会において、第22回の議事録の
作成及び第22回の議事概要の公表について、承認を得たということですのでよろしいでしょうか。

(「異議なし」の声あり)

●辻経営委員会事務室長 それでは、議事概要の公表の進めさせていただきます。

なお、公表時期につきましては、6月14日金曜日ごろを予定しております。

○平野委員長 本日の議題は以上となりますが、事務室から連絡事項等があればお願いい
たします。

●辻経営委員会事務室長 今後の経営委員会等につきましては、iPadに記載のとおりでご
ざいます。次回は6月28日金曜日の9時から委員会の開催を予定しております。

○平野委員長 これにて第24回「経営委員会」を終了いたします。

どうもお疲れさまでございました。