

第 44 回経営委員会議事概要

1. 日 時：2020 年 6 月 29 日（月）16:00～18:40

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
・宮園理事長

※岩村委員、加藤委員、古賀委員及び根本委員は Web 会議システムにより出席

4. 議事概要

【議決事項】

(1) 「令和元年度業務実績評価について（案）」

(2) 「第 3 期中期目標期間実績評価について（案）」

議決事項 1 及び 2 については、関連する事項であることから、まとめて説明し議決をとることです承を得た。

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 3 号及び第 2 項の規定に基づき、令和元年度業務実績評価について（案）及び第 3 期中期目標期間実績評価について（案）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。

(3) 「2019 年度業務概況書（案）」

(4) 「保有全銘柄開示（2019 年度末時点）」

議決事項 3 及び 4 については、関連する事項であることから、まとめて説明し議決をとることです承を得た。

2019 年度業務概況書（案）及び保有全銘柄開示（2019 年度末時点）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。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 A デュレーションの単位は必要ないのか。

執行部 昨年度の業務概況書も単位をいれていない。

【議決事項】

(5) 「令和元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）」

【報告事項】

(1) 「2019 年度監査委員会監査報告」

報告事項 1 については、議決事項 5 と関連する内容であるため、議決に先立ち、管理運用法人の業務は、法令等に従って適正に実施され、また、中期目標及び中期計画の達成に向け効果的かつ効率的に実施されていること等について、委員から報告があった。

令和元事業年度財務諸表、令和元事業年度事業報告書、令和元事業年度決算報告書、令和元事業年度利益の処分の 4 つの事項については、関連する事項であることから、まとめて説明し議決をとることです承を得た。

令和元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、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。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 B 事業報告書に記載されている URL はいつから見にいけるのか。

執行部 この事業報告書は大臣承認後にホームページに掲載されるが、業務概況書が公表されてからこの URL が見られるようになる。

委員 B すべて業務概況書を参照しているわけではないと思うが、必ず事業報告書に記載されている URL と一致させてほしい。

(6) スチュワードシップ責任を果たすための方針の変更について

日本版スチュワードシップ・コードが再改訂されたことに伴い、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」について、再改訂版コードの変更内容を踏まえて変更することについて、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。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 C 今回のコロナショックを受けて、例えば配当しなくてもいいから雇用を維持してほしいなどアセットオーナーの団体等はスチュワードシップについて従来の方向から若干修正していると聞いているが、GPIF は何らかの修正や一時的な変更などを考えているのか。

執行部 GPIF のスチュワードシップについては、中期計画等で課されている長期的なミッションを果たすために、運用受託機関に対しては、長期的なエンゲージメント、スチュワードシップ責任を求めている。

委員の御発言のとおり、今、マーケットが混乱しているが、各運用受託機関がそれに応じて適切な対応をとることになる。長期の時間軸では、過去にもこういうケースはあったので、そのときの経験を生かしながら、引き続き長期の時間軸で、運用受託機関とのエンゲージメントを行うとともに、この危機に対して運用受託機関がどう対応をしているか、ミーティングの中でヒアリングしていく予定

だが、今現在御発言のような考え方の変更等は考えていない。

委員D 「民間企業の経営等に与える影響を十分に考慮しつつ」という限定的な表現があるが、どのようなことを言っているのか教えてほしい。

執行部 これは中期目標に記載されている文章からの引用になるが、GPIF 自身はこういう議案に賛成・反対するといった個別判断については運用受託機関に委ね、個別の指示は行わない。ただし、何も見ていないということではなく、運用受託機関がどういうプロセスで議決権の判断をしているかなどの賛否の判断に至るプロセス、考え方、エンゲージメントの状況などを評価している。

執行部 具体的にお示しするのは難しいが、私たちが運用受託機関に対して示しているスチュワードシップ活動原則、議決権行使原則に、そのエッセンスを込めている。

委員長 中期目標の作成過程において、これまでは「民間企業の経営に対して影響を及ぼさないように配慮する。」となっていたが、議決権行使するにも関わらず「影響を及ぼさないよう配慮する」というのは論理矛盾になるので、それを長期的な企業経営にどれだけ影響を与えるかを十分考慮しながら議決権行使の対応をするという表現に変えることによって矛盾を解消したと記憶している。

委員D 新型コロナの状況の中で雇用を守ってほしいという声が出ていると報じられているが、私の記憶では、経営として難しい局面になったときに、雇用を維持するのか、配当を維持するのか、各国の経営者にアンケートを取ると、英米諸国では配当維持を重視するが、欧州大陸諸国では雇用維持を重視するとなっており、国ごとに経営者の考え方は違うのだろうと思う。こういった点は、難しいところがあるので、よく検討してほしい。

委員E 当年度となると雇用と配当のどちらを優先するのかという議論になるが、GPIF は長期的な成長を期待して株式を保有しているので、ESG の観点では、企業の長期的な成長によってクオリティ・オブ・ライフの向上に貢献することが社会への貢献になると思う。お金のためだけではなく、人間の生活を高めるために企業は成長している、そのために企業へ投資をしているという全体感が必要なのではないかと思う。

【報告事項】

(2) 2020 年度監査委員会監査計画について

2020 年度監査委員会監査計画について、委員から報告があった。
質疑等はなかった。

(3) 組織及び定員に関する報告について

組織及び定員に関する報告について、執行部から以下のとおり報告があった。

- ・第4期中期計画における定員については、第38回経営委員会において192名を上限として議決されたが、中期計画に規定された体制の強化を期中の前半に行う場合、採用可能数は概ね24名となり、当面はこの24名を目安に採用を進めたいと

考えている。

- ・なお、採用にあたっては、中期計画に規定された体制強化の事項等を十分に踏まえ、優秀な人材の採用に努めること。また、採用による人員の強化だけでなく、職員のローテーションを取り入れ、総合的な体制の整備・強化を図る。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員D 高度専門人材を採用して組織の強化を図るというのはそのとおりだと思うが、高度専門人材についてはそれなりの経済処遇をしないと来てくれないと思う。民間の金融機関、特に外資系やオルタナティブに関する人材については、相当に高給であるという話を聞いているので、もう少し経済処遇の弾力化を図らないと目標の人数を雇えないのではないかと。

執行部 現状の報酬体系では、日系の金融機関程度の報酬水準をカバーできるように規定している。採用に当たっては、外部のコンサルタントを入れて、当該応募者の適当と考えられる報酬レンジについて提示いただいているので、応募者に見合った水準は出している。なお、優秀な人材の応募があった場合でも、現行の報酬規定の範囲の中でカバーできるものと考えている。

委員長 在職中の求職活動について、ある一定の範囲内で認めることになったが、求職者のインセンティブの向上に寄与しているのか。

執行部 人材紹介会社には弾力的対応について応募者へ伝えるよう指導している。なお、採用面接の過程で応募者に説明しているところであるが、現在は、新型コロナ禍の中で面接の機会が少なく感触は聞けていない。

委員E 給与体系については、日本の会社は年功序列や社長の給料を部下は超えてはいけななどの不文律があるが、この専門職については、そういった縛りはないのか。先ほど説明があった報酬体系については、理事長よりも給料が高くなる、管理職よりも給料が高くなることもあり得るのか。

執行部 報酬規定の中には理事長やCIOを超える階層を設けている。

委員E コストパフォーマンスのいい事業運営というそれなりにしかならないので、ジョブ型の報酬体系を GPIF に入れてはどうかと思う。

委員長 ジョブ型への移行という観点から見ると、GPIF は専門職を中心にそうした要素をすでに入れているようにも見える。専門職の場合はジョブディスクリプションを見せたうえで採用するが、将来的には、明確なジョブディスクリプションを定義づけたうえで、報酬とのバランスをとる方向に動いているのか。

執行部 考え方は二通りあると思う。一つは、幅広い専門性を持つ職員を組織の中でジェネラリスト的に有効活用する考えと、もう一つは、限定した職務しか行わない、いわゆるジョブ型の採用という考え方があるが、この法人は、150 名程度の組織で、組織内の連携・調整といった業務も多くあり、現状では、専門性の高い人材もジェネラリスト的に有効活用した方が組織内の運営がしやすいのではないかと考えている。

- 理事 特定の業務に関しては、専門性を切り出す仕事もあると思うが、この規模の組織では、専門職であり管理職であるということを求めていくことになる。組織の規模、公的機関という面を考えると、多少ジェネラリスト的な人事体系の中で仕事をしてもらうという方向ではないかと思っている。
- 委員F こういった専門職は市場性があると思うが、他の同じような企業、組織などと比べて、GPIF の報酬はどういう位置づけなのか。
- 執行部 運用専門職員の報酬体系については、日系金融機関の報酬水準を参考に策定し、運用機関の報酬を取りまとめている外部データと比較しても、日系金融機関並みの報酬となっている。
- 委員G 厚生労働省では兼業、副業を進めていて、民間企業中心かもしれないが、それを活用して処遇においても柔軟性を高めるとか、外部人材を活用するなどを検討しているのか。
- 執行部 兼業については、国家公務員に準拠した運用となっており、現時点では利害関係企業を含め、民間機関と兼業することは認められないこととなっている。
- 委員H 専門職の採用については、職員として採用することが議論されているが、見方を変えると人的資源の調達と同じではないかと思う。例えばコンサルティングを調達するのと同じような形で採用することはできないのか。
- 執行部 組織を効率的に運用するため、例えば、弁護士など、外部の弁護士事務所と契約して、活用する方法等、十分に考えられるものと思っている。
- 委員H 運用の専門職についてもそのような形で採用すれば、必ずしも職員の給料という形で縛られなくてすむのではないか。
- 執行部 検討していきたい。

（４）外国株式を対象とした ESG 指数の選定について

2019 年度より先行実施したインデックス・ポスティングに寄せられた ESG 指数の選定プロセス及び選定内容について、執行部から報告があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

- 委員A マネジャーベンチマークについては、執行部の裁量で決めることができるので、今後投資を増やしてすべて ESG 指数にすることも可能であるが、その場合、一般的な ESG 指数を採用するという名目で、ダイベストメントされることと実質的に等しくなる可能性がある。今回、限定的な議論をしているが、これが蟻の一穴として全体でやって良いという議論になり得る。それが良いか悪いかを議論する上で、中期目標で書かれている ESG を考慮した投資を推進することと特定の施策の実現のために投資しないという他事考慮の点をどうやってバランスを取るのかについて、まずは、厚生労働省の見解を伺いたい。
- 厚生労働省 ネガティブスクリーニングについては、例えば株主議決権行使のように、行使の内容を全て民間の判断に委ねているわけではなく、指数やファンドを選定

するという GPIF の意思が絡むプロセスが入っているので、投資一任であり、GPIF は除外の判断をしていないから認められるという形式的な議論は成り立たないというのがこれまでの判断であったし、それが変わるという話ではない。

本日の執行部からの提案は、既に市場が市場の機能として投資対象から外しているものについて例外扱いし、このプロセスについて、経営委員会で承認を求め、具体の方針に当たってもチェックを受けるという、これまでの議論とは異なり整理されたもので、議論の余地はあると思う。ただし懸念がないわけではない。様々な社会問題があり、これも除外すべきという圧力が高まる中で、適切な判断ができるか、今回の提案が十分に機能するかなどの点について、経営委員会でも十分ご議論いただきたい。

執行部 今回候補として選定した指数については、他事考慮ではなくて自事考慮として、リスクリターンの観点、ESG 評価の観点から評価したものである。委員の御発言にあったように、他事考慮ではないかという疑念があった場合には、経営委員会において止めていただきたいと思います。

委員 G ネガティブスクリーニングをしないというのはわかるが、海外株式では一般的となっているのが現実的であり、ESG を投資方針に入れている状況では、ある程度柔軟に考える必要があるのではないかと。今回の整理は形式的な要件であるので、政策に使われるなどの実質的な懸念がなく、外からもそう見えないことを経営委員会でよく検討してはどうか。

極めて限定的であることはそのとおりだと思うが、今後ネガティブスクリーニングの範囲が広がり、ファンドの選定も難しくなるのであれば、このままでいいのか。

執行部 現状で既に選定は難しくなっている。既存の指数が提案された場合には、ネガティブスクリーニングされていないものは基本的にはないので、選択肢としては新規の指数であったり、既存の指数に加えて戻してもらったりすることになるが、既存の指数に加えて戻してもらうとそれこそ個別銘柄選択になると考えている。

委員 D 現状でも、様々なものが除外対象になっている。伝統的なファイナンスの観点からみると、分散投資は極めて重要であると考えている。倫理的にどうかというような銘柄のほうが良いパフォーマンスを上げているという実証分析もある。近年は ESG 指数のパフォーマンスは良いが、これがずっと続くかはわからない。ESG スコアの高い銘柄が割高になっていて、ESG スコアの低い銘柄が ESG の面で改善が見られたら、ESG スコアの低い銘柄のほうがパフォーマンスは良くなるというようなことも起こり得る。

分散投資という観点からは、ESG スコアの低い銘柄への投資のパフォーマンスの方が良い可能性もある中で、極めて慎重に取り組んだほうがいいと思う。仮にネガティブスクリーニングを含んだ ESG 指数を採用する場合には、資産全体の何%までにするかも考えないと、分散投資効果を享受できなくなるのではないかと。極めて慎重であるべきではないか。

理事長 例外が例外でなくならないよう、除外対象の範囲等について、経営委員会に詳細を御報告して議論していきたいと考えている。

委員長 ESG の方向を目指す以上、何らかの形でのスクリーニングは避けられない。重要なことは選定プロセスの合理性、個別銘柄の除外に恣意的な意向が働いているのではないかという疑念を招かないことだと考える。今回の提案は一つの整理であり、この基準に照らした実質的な判断は経営委員会で行うということになる。この原則をベースに最終的に経営委員会が判断できると考えるのであれば、それはそれで1つの考え方であるようにも思う。もう一度整理して、経営委員会での方向性を決めることにしたい。

(5) 2019 年度調査研究実績評価

2019 年度調査研究実績評価について、執行部から報告があった。

- ・ 2019 年度の調査研究テーマのうち、完了に至ったものは、「Society 5.0 for SDGs の実現に向けた共同研究」、「次期中期計画策定支援」の 2 件であり、いずれの項目においても「期待通り」または「期待以上」の成果が得られ、また、実施において特段問題は生じなかった。
- ・ 残る「人工知能によるファンド行動学習についての委託調査」、「プライベートデットに関する調査研究」、「機動的な運用のためのリスク管理指標」、「ESG 投資の分散投資効果とポートフォリオ効率性」、「上場資産を用いたオルタナティブ資産の複製」の 5 件は、内容見直しに伴う期間延長や複数年契約等の理由で、2020 年度も継続して実施する。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 G 新型コロナウイルスの影響で調査研究活動が遅れるという説明があったが、私自身はオンラインやウェビナーなどを使ってキャッチアップできているが、難しいものなのか。

執行部 個別事情によりどうしても難しいケースはあるが、委員の御発言のとおり、ヒアリングにウェブを活用するなどして進めていきたい。

(6) 米国投資規制 FIRRMA に関する対米外国投資委員会 CFIUS への届出・申告について

本年 2 月に完全施行された、外国人による対米投資に関する米国政府の審査・規制権限を強化する外国投資リスク審査現代化法（FIRRMA）の要旨及び同法に基づき審査・調査を行い、大統領に対して必要な措置についての勧告を行う、対米外国投資委員会（CFIUS）の審査対象となる対米投資に関して必要となる対応方法について、執行部から報告があった。

質疑等はなかった。

【その他事項】

足元の運用リスク管理状況及び業務執行状況について、理事長及び理事から報告があった。

議事録の作成及び議事概要の公表（４月１日開催分）について、承認を得た。

以上