

## 第 23 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2019 年 5 月 16 日 (木) 14:00~17:10
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 ・堀江委員  
・高橋理事長
4. 議事概要

### 【審議事項】

#### (1) 「2018 年度業務概況書 (案)」

2018 年度業務概況書の作成に向けて、全体構成案及び今後のスケジュールについて、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 A 会計検査院の指摘事項として、丁寧な国民への説明とあるが、国民は 1 億 2,000 万人もおり、これだけでは短いので、いろいろな手段を用いて、いろいろなレベルに合わせたものを行ったほうが良いと思う。

前日も発言したが、厚生年金の財源の内訳のグラフは、誤解を受けるのではないかと。2020 年から 20 年間ぐらいが 100% を超えていて、そのときに積み立てた積立金から得られる財源で賄うようにも見えるが、この面積からすると合わない。実はその前から積み立てたものがあるということと言わないと、相当高いリスクで運用すると読めてしまう。

国民が一番疑問に思っているのは、今後 100 年間は人口減少が続くにも関わらず、収入と支出が均衡することであり、特に若い人たちは理解できていないので、それをわかりやすく図等により説明してほしい。

理 事 当初は年金制度のことを説明するのは GPIF の役割ではないという意見があったが、GPIF に対する不信感の元は何なのかいろいろと質問してみると、大部分が運用への不信ではなく制度に対する不信であることがわかったので、制度についても説明を始めたものである。

このグラフは GPIF が運用損になると自分たちの年金がなくなるのではないかと、株式比率が半分というのは高すぎるのではないかと考えている人たちに、実は積立金から得られる財源は全体の 10% であるというメッセージを出すために掲載しているものであり、委員の指摘を受けて書き直すこともあり得るが、いまだに効果があるグラフであり、大事なメッセージだと思っている。

委員 A その役割を果たしていると思うが、GPIF は厚生労働省が定めた制度の中で必要

な事業を行う独立行政法人なので、常に国民の理解を得るように努力するべきだと思う。不信感を持っていることは事実であり、いくら政府が大丈夫だと言っても、若い人たちが理解しなくて、厚生年金にはなるべく入らないというような議論になってしまっている。GPIF の積立金からの支払は全体の1割しかないが、役割としては大きいので、入っていて安心、掛けたら損をしないということをもうすこしきちんと入れられないものか。

委員長 年金制度そのものの話なので、年金制度を所管する厚生労働省が、今の委員の指摘も踏まえて説明を工夫するという事に尽きると思う。GPIF としては、これで一定の役割を果たしてきたし、いまだに使われているので、わかりやすいグラフだと思う。概況書を出した後に、広報としてどのように活用し、理解してもらうかについては、広報という側面から執行部に工夫をお願いするという事ではどうか。厚労省からコメントがあれば発言してほしい。

厚生労働省 日本の公的年金制度は、基本は賦課方式なので、将来の経済活動が健全に営まれているかどうか、基本的にはその後の年金制度にとって重要である。将来の経済状況がどうなるかは資金運用以上に、いろいろな不確実な要素がある。若い人が、人口減少あるいは経済成長の鈍化という状況の中で不安を持たれるのは、やむを得ないことだと思うが、いろいろなマクロ経済の学者の先生などに集まっていただいて、前提を設定した上で、その計算を5年ごとにローリングして、繰り返して見せていくということでしか不確実な将来に向けての持続可能性を示す手段はないと思う。

また、100年の計算をしていることについては、昔は期間無限大で収束計算をしていたが、期間無限大で計算すると積立金がとてつもない額になるので、世界の年金が持続可能性をどのように説明しているのかを研究して、今の100年、正確には95年間の財政均衡を示す形になった。

昔に比べていろいろと精緻に情報を出しているが、今年は財政検証の年にも当たるので、その結果とともに説明の仕方、見せ方についてはよく研究したいと思う。

委員長 基本的には賦課方式は少子高齢化に弱いので、それを調整するために、マクロスライドがあり、また制度変更によって受給開始年齢を引き上げたりしている。そうした総合的な対応によって年金制度の持続性を担保しているという理解でよいか。

厚生労働省 もちろんそういうことだが、積立金の役割の一つとして、国内経済活動はシュリンクしていくが、年金財政の中に資本収益を取り込んで、それでできるだけ保険料の上昇を抑制しながら一定の給付を確保できるようにしていくという発想があると思う。

出生率が2ぐらいあれば、人口は定常状態になるので、年金積立金は支払い準備金だけ持っていればいいという計算になるが、残念ながら縮小均衡的な人口構成になっているので、その中で一定水準を年金として保障していこうとすると、

資本収益を取り込む手段としての年金積立金という役割も出てきたということだと考える。

委員長 整理すると、一つはバッファとしての機能がある。もう一つは純粋に収益を獲得して年金制度に貢献する機能があるということになる。GPIF の様々なメッセージの中には、今のような要素が含まれているという理解でよいか。

執行部 そういった要素を含めて我々としてメッセージを出しているつもりであるが、業務概況書の中で十分かみ砕いて説明できているかということについては、改善の余地があると思う。

業務概況書の中だけで説明を尽くせるわけではないので、ホームページ、パンフレットなど、いろいろな手段を組み合わせながら、わかりやすくどう伝えていくのかは、工夫していきたいと思う。

委員長 業務概況書の表現にはもう少し工夫の余地があるということなので、その点についてはそういう目で見直しをしてほしい。委員の皆さんについては、次回の経営委員会でドラフトが上がってくるので、それについてまた見ていただきたいと思う。

## (2)「基本ポートフォリオの定期検証について (2)」

平成 30 年度の基本ポートフォリオの検証は、前回同様、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ことについて委員から説明があった。

## (3)「経営委員会の運営等について」

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B 棄権以外に退席があるということだが、これはどういう違いがあるのか。

執行部 棄権の場合は出席委員数に含めた上で反対の形になるが、退席する場合には出席委員数に算入しないということになる。

委員B 場合によっては議決の要件を満たさない状況をつくるために退席するということもあり得るといえることか。

執行部 そのとおりである。

理事 企業の取締役会においても、コンフリクトがあっても、議論に参加できないときは退席する。

委員B それとは違うのではないか。議決に際して、議決を棄権するだけでなく、退席することも認めるということになる。

委員長 日銀の議事規則も全く同じような書きぶりになっている。第 7 条第 3 項で「委員は、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、当該退席した委員は規定する出席委員数には算入しない」とあり、基本的にはこれに倣っているという考え方である。よって、委員が指摘されたような事態は起こり得る。

委員B それはそれで一つの考え方であり、異存はない。

委員長 本日は審議なので、次回の経営委員会で異存がなければ議決したいと思う。

#### 【報告事項】

(1) 「次期基本ポートフォリオの策定について (5)」

委員から報告があった。

(2) 「国内債券運用の在り方について」

執行部から報告があった。

(3) 「ESG 投資に関する基本的考え方 (2)」

経営委員会におけるこれまでの議論を踏まえ、ESG 投資に関する現状等について整理し、併せて、第 20 回経営委員会 (2019 年 3 月 7 日開催) で質問のあった「ダイベストメント」についても、関係法令や国会における過去の議論等を整理したことについて、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 『建設的な対話』を促進することで、『長期的な企業価値向上』が『経済全体の成長』に繋がり」となっているが、これは運用受託機関と投資先企業との間のことなので、そういう環境を GPIF はつくっているということであれば、『建設的な対話』が促進されることで」というほうがいいのではないか。また、「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いく」ということについても、直接エンゲージメントをするのではなく、そういう環境をつくり上げて日本の企業はよくなったというほうがいいのではないかと思うので、「構築を目指すために」などにしたほうがいいのではないか。

理事 今の委員の指摘の受動的、能動的については、私は能動的でないフィデューシャリー・デューティーを果たせないと思っているので、基本的にはそういう表現になっている。

この資料をつくったときは、GPIF のスチュワードシップ活動の意義が浸透していない時期だったので、GPIF は日本の経済全体が持続的に成長しないとパフォーマンスは上がらないこと、GPIF は資金そのものが従業員の方や企業から来ていて、それを運用会社を通じて環流するという、世界の投資家の中でも最もインベストメントチェーンを体現している組織なので、チェーンの最適化と持続可能性の向上を図ることによってのみ GPIF のフィデューシャリー・デューティーは果たされ

るということを、Win-Win の関係として説明してきた。

ESG について、なぜ必要であるか、アクティブオーナーであることが必要であるかをどうやって説明しようかと思っていたが、先ほど業務概況書の議論の中で既に回答されたと思っている。GPIF の積立金は財源全体の 10% しかないとは言っても日本の経済に関する役割は大きいとの発言があった。経済全体の健全な成長が GPIF の運用成果に直結しており、重要なポジションにある GPIF が、将来の経済活動が健全かつ持続的に行えるように働きかけるのは、フィデューシャリー・デューティーの果たし方として当然ではないかと考えている。本質的には、GPIF はこれを積極的に果たすことによるのみ、年金制度の財政の持続可能性に貢献できるということを強く主張したいと思う。

世界中のアセットオーナーや当法人の運用会社が極めて ESG は重要だと言っていることから、価格に反映されるのは時間の問題と思うが、確実性の観点からまだ結果としてパフォーマンスに反映されていないから何もしないというのがフィデューシャリー・デューティーを果たすことになるのか。その方向性に向かっていくことがわかっているなら、それに対応するのがフィデューシャリー・デューティーを果たすことになるのではないかと。

ESG がなぜ重要かということ、今のマーケットは何もしなければ短期志向だということである。ニューヨーク株式市場の日々の 8 割のトレードは機械によって行われていると言われており、株式投資家の平均保有期間が 1 カ月超となっている。短期投資家が取引している価格が長期投資家にとって、最もふさわしい価格であるかということについては、長期投資家は疑問を持たなければいけない責任があると思う。

また、さまざまな研究において、現在の株価の説明変数として、8 割以上が財務諸表のデータ以外になっていることが明らかになっており、非財務情報を使わなければ、そもそも価格のフェアなプライシングはできない。非財務情報の中に、ESG の要素が入っているのではないかと、あるいは今後もっと入るのではないかとというレポートも出てきており、ESG のインテグレーションを積極的に行うということは、他事考慮ではなく自事考慮であると思っている。

委員 C スチュワードシップについてはパフォーマンス向上が目的なので、他事考慮ではないと考えている。

ESG 投資については、長期投資として基本的にはポジティブに評価しているが、短期的に超過リターンが出ていない場合に ESG 投資の意義をどうやって説明するのが重要であり、説明できなければ、インデックスファンドを買っていただいではないかとなってしまふ。

ESG 投資によって環境がよくなるというだけでは、他事考慮となってしまふ。環境をよくすることによって、社会がサステナブルになり、市場がサステナブルになり、企業活動が活発化し、結果的に投資パフォーマンスが上がるというところまで、ロジックを整理して、説明できないといけない。

理事 小規模の投資家や短期投資家であれば、よい銘柄だけを買って、そのパフォーマンスが上がれば、負の外部性が生じて問題はないが、GPIF の場合は、ユニバーサル・オーナーなので、マーケット全体が持続可能になるように考える必要がある。その考え方を突き詰めると、超過収益を出すことだけがフィデューシャリー・デューティーにかなうことなのか。

ESG インデックスを始めたときにも、超過収益が出るのかという議論があった。超過収益を出そうと思ったら、スコアリングメソッドロジックを公開しないほうがよいが、あえて公開したのは、インデックスに入っていない企業が ESG の評価を上げるように努力しやすくするためである。超過収益を上げるだけが GPIF の目的ではなくて、マーケット全体の  $\beta$  が持続可能であることのほうが重要であるというコンセプトチェンジをしている。チャレンジングではあるが、GPIF の目標は  $\alpha$  だけではない、 $\beta$  の質を重視するということを合意できないと、一つ一つの GPIF のアクションが合意できないということになるのではないかと思う。

委員D 理事の説明を聞いても、理念を述べているようにしか聞こえない。例えばガバナンスのいいところのパフォーマンスはある程度よくなってきているというデータは出ているが、ある程度の水準に収れんしたら、それ以上は超過収益を得られないし、本当に  $\beta$  が問題であれば、パッシブ運用でいいのではないかという反論もある。理念について反対しているわけではないが、理念は正しく、その証拠もあると言われると、そうは思えないというのが正直な印象である。

理事 水準に収れんしていくまでの間何もしないのか、あるいは収れんさせる方向に貢献するのが責任ではないかという認識だと思っている。例えば、カバナンスについても、GPIF でなければガバナンスのよい企業だけに投資すればよいが、GPIF の場合は、ユニバーサル・オーナーなので日本企業のガバナンスが平均的に上がってもらうほうがよい。これがユニバーサル・オーナーシップの一つのポイントであり、超過収益が出ることを証明できるというのは、できていない企業があるということなので、本当は余り喜ばしい状況ではないのではないかと思っている。

委員長 まず、理念については、既に 29 年度の業務概況書の ESG 活動の基本的考え方に GPIF としてのスタンスがはっきり書かれており、「積極的に推進する」という言葉で結ばれているので、これに加筆する必要があるのか、修正する必要があるのかという面を含めて、今年度の業務概況書についてチェックをしていただきたい。

ESG 活動を強化することが運用パフォーマンス向上につながるかについては、いろいろな議論があるが、ESG レポートにおいてパフォーマンスとの関係を分析するという努力をしてきている。そういう努力を積み重ねていくことで、理念の実効性をきちんと担保していくという構造になっているのではないかと思う。

したがって、ESG レポートあるいはその他の広報資料などで、この議論を紹介していく、なかなか難しいがパフォーマンスの関係についての分析を続ける。そういうことによって自己チェックをしながら進めていくということではないかと思

う。

(4)「第4回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集計結果」

2019年5月に第4回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集計結果を公表したことについて、執行部から報告があった。

(5)「運用リスク管理状況等の報告(2018年度)」

執行部から報告があった。

(6)「コンプライアンス案件についての報告(2)」

執行部から報告があった。

(7)「業務監査報告(随時)」

委員から報告があった。

(8)「経営委員会の運営等について」

議事概要の発言者の新たな表記方法及び議事概要にサマリーを掲載することについて、執行部から報告があった。

委員長 最終的には、経営委員長が決めるのか。

執行部 議事概要も議事録も、委員の署名がない限りは、作成という形にはならないので、委員の中の合意形成が必要である。

委員E 発言者の記名の可否については、委員長を区別するという提案があったが、監査委員を兼ねる経営委員も区別していいのではないか。

委員B 組織規程との立場に違いがあるので、委員長や経営委員兼監査委員はきちんと載せたほうがいいのではないか。また、理事は二名しかいないので、特定してしまうのではないかという問題はありますが、執行部を理事とその他の職員に分けるというやり方もあると思う。

個人的には、透明性を高めるためには、本来は記名のほうがよいと思っている。これは総意で決めるしかないが、もしそれがかなわないのであれば、例えば委員Aとか委員Bとか、符号を振るというのも一つの手ではないかと思っている。委員、委員、委員とあって、委員同士で矛盾したことを言っているような、同じことを言っているような、不思議なものになっている。A、B、Cみたいに符号をつけると、AとBがこういう議論をした、それにCがこうかかったというような、かみ合いがある程度わかるのではないかと思う。

委員D 今の提案に賛成である。利害関係のある人からいろいろと言われるのは煩わしいので、名前は出してほしくはないが、A、B、Cみたいな形で区別するのはよ

いと思う。

理事 執行部は打ち合わせしたものを出しているの、執行部間で違うことを言っているのはあり得ないが、この委員会はマルチステークホルダーボードなので、意見が違はずであり、一般国民としての意見になるが、区別されているほうが、読んだときに安心感があると思う。

委員F 個人名で問題ないが、前回の議論の中で、無記名だからこそフリーな議論ができるという指摘もあった。合意がとれる線であればどういう表現でも問題ない。

委員A 個人名を出しても構わないが、全体の話なので、最大公約数でいいのではないか。そうであれば、A、B、Cでいいのではないか。

委員C 固有名詞を出しても、大多数の国民は会ったこともないし、A、B、Cと同じようなものである。名前を出すことによる大きなメリットはないので、私もA、B、Cぐらいでいいと思う。

委員長 A、B、Cは固定するのか。毎回シャッフルするのか。

委員B 事務方の手数の問題もあるが、余り定着してしまうと、またそれは固有名詞と同じになってしまうので、私はシャッフルしたほうがいいと思う。

執行部 委員長、委員A、B、C、委員兼監査委員の方もA、B、Cでよいか。

委員B 委員としてA、B、C、D、E、F、Gとなるが、その委員の中に括弧で監査委員と書いて、監査委員の立場でもある人が発言しているとわかったほうがいいと思う。

理事長 括弧で監査委員と書くのもわかるが、恐らく監査委員の立場としての発言と経営委員の立場としての発言があると思うので、委員A、B、Cとして、監査委員は書かないというほうがすっきりするのではないか。

委員B 経営委員会で発言しているのは当然ながら経営委員としての発言なので、経営委員として書けば問題ないと思う。もともとA、B、Cまで考えていない段階で、少し特定性を高めるために提案したものであり、A、B、Cまで区別するのであれば、あえて括弧書きをつける必要はないと思う。

委員長 それでは、委員A、B、Cにしたい。また、執行部の中でも理事は違うので理事とすることにしたい。

執行部 委員長、委員A、B、C、D、理事長、理事、執行部、厚生労働省とする。

委員長 欠席委員の了解を得られたら、速やかに発言者の新たな表記方法を始めてほしい。また、サマリーについても提案のとおり、市場への影響等のあるものを除いて記載するようにしてほしい。

委員B 議事要旨の問題ではないが、委員会に提示された資料も一体として最終的には議事録を構成するのか。会議に供した資料は当然議事録と一体となるという感覚がある。将来の話になるが、何か整理しておいたほうがいいと思う。国民に対する開示の問題として、審議の基礎になった資料がないというのもどうなのか。

執行部 運用委員会は資料の添付はなく議事録のみ公表しており、経営委員会も事務局としてはそれを引き継いだ形になっているが、経営委員会の中で議論いただけ



ばと思う。

委員B 議論と一体化されるようなものは、それがないと議論の中身が理解できない。公開の趣旨からすると、全部外すというのはどうかという感じがするので、検討してはどうか。

委員長 執行部で調査してもらって、まとまったところでまた議論することにしたい。

**【その他事項】**

議事録の作成及び議事概要の公表（3月29日開催分）について、欠席委員の署名を得ることを条件に承認を得た。

以上