

第14回経営委員会議事録

1. 日 時：平成30年9月18日（火）9:00～12:00

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 ・堀江委員
・高橋理事長

4. 議 事

1 開会

2 議決事項

平成30年度計画の変更について

3 報告事項

（1）乖離許容幅管理について（3）

（2）現行規程の点検プロジェクトの進捗状況等について

（3）次期基本ポートフォリオ策定について

（4）2018年度調査研究計画（追加案）

（5）カントリーリスク管理フレームワークの見直しについて

（6）監査委員会の調達等について（2）

4 その他事項

5 閉会

○平野委員長 まだ喉が本調子ではないのでお聞き苦しいかも知れませんが、御容赦いただきたいと思います。これより、第14回「経営委員会」を開会いたします。

従来最初に確認しておりました経営委員会の議事概要及び議事録については、最後に確認することにします。

冒頭に、GPIFにおける情報管理の徹底について、高橋理事長から報告がございます。よろしくお願いします。

○高橋理事長 GPIFの記事が出たことにつきましては、出る前に、既に記者から取材がありましたので、内部で情報管理の徹底を指示するとともに、記事が表に出た後につきましては、引き続き情報管理の徹底を図るとともに、今回の事案は制裁案件でありましたので、それに関与できるGPIFの内部の人間の数も限られていますことから、森コンプライアンス

オフィサーのほうで、適宜内部情報を取り扱った者についても調査を進めたところであります、特定するまでには至りませんでした。

引き続きこうしたことが、この先も基本ポートフォリオの議論が進むにつれ、取材もいろいろ多くなると思いますので、今回の経験を機により内部情報の徹底を図るとともに、緊張感を持って仕事をしていきたいと考えております。報告は以上です。

○平野委員長 ありがとうございました。

本件につきまして、厚生労働省から何か御報告されることはございますでしょうか。

●厚生労働省石川資金運用課長 厚生労働省年金局資金運用課長でございます。

今回の週刊誌報道につきまして、厚生労働省としても遺憾に存じております。厚生労働省におきましても、GPIFと同様に、情報の管理を徹底してまいりたいと思っておりますので、御理解いただければと思います。よろしくお願いします。

○平野委員長 ありがとうございました。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問がございましたら、どうぞよろしくお願ひいたします。

どうぞ。

○古賀委員 非公開情報のマスコミ流出は、今、理事長あるいは厚生労働省からあったように、再発防止策が極めて重要だと思います。ただ、私も組織をいくつか経験してきましたが、この種のことは、組織のコミュニケーション、例えば、経営委員とGPIF執行部と厚労省のコミュニケーションにも原因があるのではないかと思います。ただ単に犯人探しをするということだけでなく、日常の密なコミュニケーションをやっていくべきではないかということをあえて申し上げておきたいと思います。

○平野委員長 ありがとうございました。

ほかにございますでしょうか。いかがですか。

それでは、本件につきましては、高橋理事長、厚生労働省から報告があったところでございます。それから、今、古賀委員のほうから、経営委員会、執行部、厚生労働省間のコミュニケーションをより密接にするということが必要ではないかという問題提起がございました。これを受けまして、経営委員長として一言申し上げたいと思います。

GPIF内で議論した対外秘の内容が直ちに外部に流出したということは、ガバナンスの観点から極めて重大なことと考えております。今後も次期基本ポートフォリオの議論等、重要な議論が審議、報告されていくことになります。GPIFの役職員、厚生労働省など、関係者におかれましては、情報の管理について徹底していただきたいと思います。

さらに、今の古賀委員のお話でございますけれども、こうした問題に対応するには、単に情報管理の徹底のみならず、経営委員会、GPIF、厚生労働省間のコミュニケーションをより密接にとっていくことが必要なのではないかという問題提起もございました。これも踏まえまして関係者できちんと対応するということをここで確認しておきたいと思います。

以上でございます。

続きまして、議事次第では議決事項となっておりますが、冒頭、辻さんのはうから御報告がありましたように、中村委員がおくれて来られます。したがいまして、順番は入れかわりますが、先に報告事項（6）から逆順に進行したいと思います。

報告事項（6）「監査委員会の調達等について（2）」を、執行部から報告をお願いします。

●森審議役 では、議事のうち報告事項（6）「監査委員会の調達等について（2）」をおあけください。バックグラウンドのところにございますが、監査委員会が業務担当部局として行った「現行規程点検に関する意見及び助言の提供業務」の調達手続の経験ということでございまして、これにつきましては、さきの7月31日の第13回「経営委員会」におきまして報告いたしまして、それを受けまして、今回、第14回「経営委員会」で報告させていただくところでございます。報告内容は2点でございます。1点は、そのとき求められましたコンプライアンスハンドブックの改訂等と再発防止策、もう一点は制裁事案への対応報告でございます。

ページをめくっていただきまして、まずは再発防止策でございます。コンプライアンスハンドブックはどのように改訂したかといいますと、調達に関する留意事項というところを設けまして、物品等の調達に際しては、競争性及び透明性の確保が重要ということでございまして、入札談合等関与行為防止法の対象となり得る。つまり、法の規制の対象となり得るほか、就業規則による懲戒処分や制裁規程に関する制裁処分が行われる場合があるということでございます。今回を受けて例示をするということでございまして、企画競争等で審査委員会の委員に任命された場合は、その間、契約する事業者決定までの間は、もう既に決められたヒアリング以外は、接触をしてはいけないということを明示する。ただし、他契約で、既存の契約でやむを得なく接触する場合等がございますので、やむを得ない場合には、誤解が招かれぬよう接触してくださいという話を明記しております。

あとは調達に関する研修ということで、今、申しました入札談合等関与行為防止法、これは公取のほうで行っていますので、公取の講師を迎えて、9月20日に集合研修を実施する。コンプライアンス強化月間ということで、毎年1月に行ってますが、e-ラーニングの中でコンプライアンス研修を実施するということでございまして、その中に「調達に関する留意事項」についても盛り込み実施するというものでございます。

めくっていただきまして、制裁事案への対応報告でございます。前回の経営委員会におきまして、本件につきまして、制裁委員会に付すことにつきまして了承をいただきまして、第1回、第2回を実施したということでございます。その際、経営委員会の報告につきましては、経営委員長に了解を得て処分等を行うことになっておりますが、その経緯につきまして、3つ目の○に書いてございます。

私からの報告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。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問をよろしくお願ひいたします。

どうぞ。

○岩村委員 私が実情を知る限りで言いますと、GPIFの入札は、ホームページに入札案内を載せるのだそうですが、なかなか応募してくれる人が少なくて、こちら側が応募してくれるよう個別に依頼する例が結構あるようなのですね。そうしますと、どうしても個別の業者と接触するという場面が生じうる。そういうところを本件の背景というか、本件だけに限らない問題性を含んでいるのではないかと私は見ておりまして、したがって、再発防止策を検討するに当たっても、そのあたりをよく整理して、問題が生じないように努めてほしいと思います。

●森審議役 よりよい入札を行うためには多数の方から企画書を出していただくということが重要でございますが、今、岩村委員がおっしゃったことも留意しつつ、周知徹底してまいります。

○平野委員長 ほかに御意見はございますでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、次の議案に参りたいと思います。

●辻経営委員会事務室長 今、説明者を呼びに行っておりますので、少々お待ちください。

○平野委員長 根本さんはまだ来ていないよね。

●辻経営委員会事務室長 今、確認中ですが、わからない。済みません。委員長、進めていただいて。

○平野委員長 わかりました。

続きまして、報告事項（5）「カントリーリスク管理フレームワークの見直しについて」でございますが、執行部から報告をお願いします。

どうぞ。

●西原運用リスク管理室長 私のほうから御報告させていただきます。報告事項（5）「カントリーリスク管理フレームワークの見直しについて」の資料をお開きください。

9分の1のエグゼクティブサマリーになります。今年5月に運用リスク管理基本方針を制定し各リスクについて定義を明確にしました。こちらの定義に基づきまして、他のリスクとのすみ分けを重視したカントリーリスク管理に変更したいと思っています。

バックグラウンドとしては、これまで外債マネジャーストラクチャーの新興国配分に依拠した管理をしておりました。また、

ということで、特に市場
リスクとカントリーリスクといったものがかなりオーバーラップしているという状況でした。

戦略プランとしましては、運用リスク管理基本方針で定めた各リスクの定義に基づきまして、カントリーリスク管理のスコープを明確化し、市場リスクベースの配賦量から、カントリーリスクによりフォーカスした配賦量へ変更したいと思っています。

フィードバック期間及び検証方法としましては、これまでどおり四半期に一度の経営委員会への報告、運用リスク管理委員会への報告を通じまして、実効性を確認したい

と思っております。

便益及びリスクとしましては、便益は、運用リスク管理基本方針との整合性の向上です。リスクは、リスク配賦量という意味ではなりますので、こちらはより注視して見ていきたいと思っております。

予算及び予算計画への影響はありません。

9分の2の現行のカントリーリスク管理フレームワークになります。

まず、カントリーリスク評価ということで、格付機関のソブリン格付をベースに、GPIFとして独自にカントリー格付を付与しています。次にリスク配賦ということで、BB以下の格付については、リスク配賦量を設けております。最後に、ウォッチリストということで、保有額やリスク量が急増した場合につきましては、要因について精査しております。

9分の3は改正案になります。まず、下の半分ですが、外貨事情、政治・経済情勢等による損失を被るリスクをカントリーリスクとして定義していますが、こちらをやや詳しく見ますと、ソブリン債と非ソブリン債ということで、ソブリン債については、発行体の財務悪化等に起因するデフォルト損失ということで、ここは今回、右上に記載している改定案の信用リスクのところで、ソブリン債を含んでいますので、信用リスクとかなりオーバーラップしていたということになります。

一方で、カントリーリスクの伝播ということで、こういった信用リスク要因、非ソブリンの要因といったものが、結果的には市場リスクとして金利とか為替のボラティリティーに反映されています。こういったものを現行では全部含めて管理していたという状況です。

上半分に記載しています改定案では、今回、市場リスク、信用リスク、カントリーリスクといったリスクカテゴリーごとに管理をしてみたいと思っております。

9分の5に移ります。カントリーリスクは数値化が困難だというところがまさしく最大の問題でありまして、これまで約3年前に決めたエマージング国への配分のに管理しておりました。

9分の6は、になります。まずはリスク配賦の

変更する。もう一つの論点は、資産区分を分けずに管理することを考えています。

まず、の導入ですが、変更の考え方といたしましてがいいのかというところについては、まさしく数値化できないので、いろいろ調査しました。基準の1つとして、と考えています。理由としましては、3点ほど記載しています。最初に、

9分の6になります。もう一つの論点ですが、今回、資産区分に分けない、カントリーリスクという意味では横串を刺して横断的に管理をしていきたいと考えています。これまで、債券、株式、オルタナティブ資産、といった区分で管理していましたが、ここに横串を刺すように考えています。

結果的にどのようになるのかですが、9分の8、現行の枠組み、これまで四半期ごとに経営委員会に報告している資料です。右側に配賦量がありますが、こちらは全体の_____をBB以下の格付ごとに期待損失が一定になるような形で配賦しています。具体的には、BB格_____、B格が_____、CCC格以下が_____との配賦量になっています。この配賦量は、外国株式、外国債券ごとに見ていました。

9分の9は、改正案になります。まずは資産横断的な管理ということで、これまでの外債、外株基準を外国資産として合算して見るということになります。右側の配賦量のところですが、外債マネスト参照の廃止ということで、_____導入します。ただ、配賦の考え方は変わりません。

での配賦、

に配賦しています。

もう1点、左側に記載していますが、これまでサムライ債は、国内債券のベンチマークに入っているので国内債券として扱っていましたが、ソブリンリスクがありますので、今後はサムライ債も含めて管理するようにします。

事務局からの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。

●辻経営委員会事務室長 済みません。根本委員でございますが、ここでちょっと御報告させていただきます。

週末にバングラデシュの会議に参加されていて、きょうの早朝に戻ってくる予定だったので、飛行機が欠航となりまして、本日の経営委員会は御欠席ということで、カントリーリスクのフレームワークと現行規程の点検プロジェクトについては御意見をいただいておりますので、委員長のほうから後で報告させていただくようにしたいと思います。

報告は以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

それでは、御意見、御質問がありましたら、よろしくお願ひいたします。

どうぞ。

○新井委員長代理 現行の基準の改定ということでは、今回はこのような形で結構かと思うのですが、一方で、非投資適格債は、超過収益を得るオポチュニティが非常にあるも

のです。先ほど御説明がありましたように、カントリーリスクは計量化が非常に困難だということはわかるのですが、そうはいっても、ある程度の計量分析は可能かと思います。個別の国の、国内政治情勢だとか、あるいは天然資源の価格だとか、さまざまなファクターがカントリーリスクに影響を与えると思うのですが、共通ファクターと固有ファクターに分類することはできると思うのです。

特に固有ファクターについては、適切な分散を図ることによって、リスクの低減を図ることができます。ソブリン債と社債を同列に扱うわけにはいかないかもしれません、社債等に関しては、ジャンクボンドと言われているようなものも、適切な分散投資を行うことによってポートフォリオのデフォルトリスクの削減が可能です。BB格の債券をうまく組み合わせると、デフォルトリスクという意味では、ポートフォリオ全体でA格やAA格債と同等のデフォルトリスクになるとか、というような実証研究も様々なされています。そのままカントリーリスクに適用することは難しいかもしれませんけれども、リスク管理の一方で、超過収益の獲得はGPIFにとって重要なことですので、その両方を秤にかけていくことが重要かと思います。今後ともさまざまなリスク管理の高度化のための調査研究を行っていただきたいと思います。

○平野委員長 いかがでしょうか。よろしいですか。

●西原運用リスク管理室長 御指摘のとおりでございまして、私どもも先ほど分散効果、まさしく超過収益、機会損失といったものを回避したいということで、その上でBB以下のところについて、一定の枠内のもとで、運用制約を緩和する一方でリスク管理を高度化してきました。今後、中長期的には、委員御指摘のところを含めて、さらに研究を深めていきたいと思っております。

○平野委員長 岩村委員。

○岩村委員 1点教えてほしいのですが、

という意味でそれなりに合理性があるし

、ど

ういう論拠で設定されていたものだと理解すればよろしいのでしょうか。

○平野委員長 どうぞ。

●西原運用リスク管理室長 もともと外債のアクティブについては拡充していくということにつきまして、外債全体でリスクをどれくらい見ましょうかというときに、外債のマネジャーストラクチャーのときに、トラッキングエラーは を目安に考えていきましょうと。そのときに、パッシブとアクティブ比率が、パッシブが6割、アクティブが4割という形の中で、全体のトラッキングエラーは に、それぞれの状況も考えた上で、エマージングもまさしく配分比率をどれくらいにするかということを考えた場合に、大体全体の中で 設けたということですので、最初のトラッキングエラーが と、それから、アクティブ比率、まさしくパッシブとアクティブの比率を考えて、最終的に、エマージングといった意味では

に当時は決めた経緯です。

○岩村委員

のでしうけれども。

●西原運用リスク管理室長

地通貨建てで、

設定させていただいた経緯です。

○岩村委員 何か特段事情変更が生じて

える。これだけのことだという理解でよろしいのでしょうか。

●西原運用リスク管理室長 あくまでもエマージングの比率につきまして、新興国の中には、委員御案内のとおり高格付の国もあれば低格付の国もあるということだと思いますけれども、エマージングという基準でいきますと、

一方、リスク管理的には、新興国の中でも特にBB以下のところとか、あるいは先進國の中でも格付の低いところについてはどれぐらいの基準かといったところを考えた場合に、少し混同しているのですけれども、

あくまでも別の観点から、

ということです。

○平野委員長 水野理事。

●水野理事 今の委員の御質問に関しましてお答えしますと、

捉えていただく連続性はありません。基本的には、よりComprehensiveなリスク管理に移行していく中で、過去に新しい取り組みをするときには、それなりにどうやってリスク管理をするのだというその時々に行われたものが、結果としていろいろなところに残っているので、それをできるだけこういう包括的な枠組みに変えていくことで考えています。 というように考えていただくよりも、新しい全体的な関与、枠組みとしてもう一回新しい提案が行われていると理解していただいたほうがいいと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○加藤委員 1つお伺いしたいのですけれども、資産区分に分けないということになっていますが、9分の7の海外の基金の例を見ると、

あえて資産区分を分けないということのメリットあるいは狙いがもしあれば教えてください。

●西原運用リスク管理室長 メリットといいますか、考え方として、それぞれの資産区分で格付ごとに見ていくという考え方もありますが、今回みたいに資産区分を横串に刺してカントリーリスクという形で見るということもあるのだと思うのですけれども、それぞれのメリット、デメリットがあるかと思いまして、今回はカントリーリスクといったところで、基本的には定義に基づいて資産横断的に見るという考え方方が、運用リスク管理基本方針か

らすると平仄はとれているのかなということ。それから、先ほど新井委員長代理からも御指摘がございましたけれども、カントリーリスクを考えた場合に、ある一定の、ある程度の超過、分散が働いた上でということでございますが、超過利益を獲得していくといったことを考えた場合に、それぞれの中で制約を設けたほうがいいのか、それとも、カントリーリスクという意味で横串を刺して包括的に見て、ある程度資産間のところでは自由度を持ってやらせていただくといったところもあるのではないかということを考えています。

したがいまして、メリットといたしましては、運用リスク管理基本方針の定義に即しているといったこと、結果的に、資産ごとで制約を設けるよりは、より自由度を得た上での超過水準、超過利益といったものを、分散化を図った上で獲得できることに資するのではないかと思っています。

ただ、リスク管理的には、一方で、リスクでしっかりと見ていかなければいけないということですので、全体の枠はあるのですけれども、どこかそれぞれの国に応じて急増しているところはないかとか、リスクが増加していることがないのかといったカントリーリスクのフレームワークの基本的な考え方を変えないで、カントリーリスクの動向についてはしっかりとモニタリングして、経営委員会、運用リスク管理委員会等にきちんと報告させていただきたいと思っております。

○平野委員長 ありがとうございます。

根本委員からも御意見が来ておりますので、読み上げたいと思います。

市場リスク等に反映し切れないカントリーリスクを明確にするなど、見直しの方向性について異論はありません。ただ、投機的格付のリスク配賦量がわずかですが　となるようです。これは　を言っているのだね。ことし以降、米中の貿易問題、中東の地政学リスク、FRBの利上げなどから、投資家の警戒感を示すVIX、恐怖指数や新興国のCDS、Credit Default Swapなどが上昇しており、新興国のリスクについては引き続き注意が必要だと思います。よろしくお願ひします。

先ほど新井委員長代理が言われたサブプライムというか、高リスク物をうまく組み込めば、その分散効果によりリターンがとれるという部分と、足元、カントリーリスク面で危うい国が出てきているという事実と、その辺をどうやって折り合わせるかという話だと思うのですが、これはちょっと申しわけないのですが、西原さんから根本さんに一度御説明をしていただいたほうがいいかと思います。

●西原運用リスク管理室長 かしこまりました。

○平野委員長 ほかにございますか。

ありがとうございました。

続きまして、報告事項（4）に移りたいと思います。報告事項（4）「委託調査研究『次期中期計画に資する調査研究』について」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 ファイルは報告事項（4）の2018というものです。1枚目は6月の経営委員会でお示ししたものに追加したものでして、どこを追加したかというと、表の中は6

月に御報告したものですので、一番下にぽつんとあるものですが「次期中期計画策定に資する調査（2019年度実施）」を今回は追加するという御報告です。

中身は次のページ、3分の2にありますて、若干読み上げますけれども、2020年度から始まる次期中期計画は、厚労大臣が今後策定する次期中期目標を踏まえて、同目標の達成に向けて2020年度から5年間の計画を法人として定めるということになりますと。そのときには、法人として「専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする」ということで、当法人においては、現行中期計画が想定運用期間を25年として基本ポートフォリオを定めるなどしているように、文言は一緒とは限りませんけれども、次期中期計画の策定に当たっても、長期的な観点から考えることと、必要な利回り確保とリスクを極力抑制するために運用の高度化を図ることの2点。この2つが重要になると考えています。

そういうことで、次の2つを行いたいと思っているというものです。1つは次期中期計画策定のための検討材料として、さまざまな企業の経営陣、エコノミスト等の有識者、労使団体等、あとは国内外の年金基金などから、当法人に期待する姿や中長期的な課題をヒアリングし、その結果をまとめるということ。2つ目としましては、運用の高度化等を実現するために必要なシステムの整備等中期計画に関する事項を検討するためのPMO支援ということを考えております。

期間は2019年度、来年度を目指しております。

これは一回、法人内は6月の調査研究会議で策定したのですけれども、そこから若干変更点があったので、報告の時期が今回になったというものです。法人内で固めたときは、タイトルが「GPIFの長期ビジョン策定に資する調査」となっておりましたので、そこについて若干まだ調整の余地があった。GPIFの長期ビジョンを策定すると決まってもないときに、そういったものを調査するのはいかがなものかということと、長期ビジョンというのと中期計画がそこを来すという可能性もあるということで、そのときにはやめておりました。ただ、中身としましては、長期ビジョンをつくって、それを中期計画の策定に資するということですので、今回のものと目標、目的は変わらないということ。あとは中身を実施するのを2018年度としておりましたけれども、2019年度に変更するという2点が変わったために、今回、御報告となったものです。

2019年度に報告することにした参考資料が次のページにございまして、これはまだ案の段階ですけれども、経営委員会で来年度予算の策定に関して、このようなスケジュールで議論いただこうと思っているものです。11月か12月以降、個別案件、ただ、細かいものは除いて新規とか重要、大口について御議論いただくということを踏まえまして、若干時間をとって3月の議決までいく。個別案件を議論いただく中で、ある程度具体的なこれとこれをしたいというものがありましたら、それをこの調査研究に乗せて、これについてどう思うかという形でヒアリングをしたいということですので、当初は2018年度にこの調査研究をしようと思っておりましたが、この個別案件の議論を踏まえてから2019年度にやると

いう変更をしましたので、今回、御報告するものです。

説明は以上です。

○平野委員長 ありがとうございました。

御意見、御質問がございましたら、どうぞよろしくお願ひいたします。

それでは、私から質問なのですけれども、長期のビジョンといいましょうか、それを考える場合には、執行部の中である程度議論をして、論点についてある程度明確にした上で、外部の有識者にヒアリングを行うという段取りになるのでしょうか。それとも、何か別の段取りを考えておられるのか。その辺をちょっと。

●鎌田企画部長 今回は、長期のビジョンは特段スコープに入れていない、予算とも絡むのですけれども、法人の中でやりたいというものをある程度決めてから、大きな柱ぐらいを決めて、それについて調査研究で関係団体に聞くようにしたほうが、より具体的なヒアリングができるのではないかと思っているということです。ですから、その前では、法人内、執行部でも、こういったことをしたいというのは議論したいと思っています。

○平野委員長 どうぞ。

○堀江委員 そのときにどんなイメージなのかを伺いたいと思います。例えば前回の2014年の財政検証において、20年か25年後ぐらいから、キャッシュアウトフローになる予測が出ています。その際、今は高流動性資産中心ですが、例えば25年後以降になれば、今は配分比率が少ない、不動産やインフラといったインカムゲイン中心の資産がポートフォリオの中心になり給付を賄うといった姿も想像できます。5年ごとだとわかりませんが10年というタームで見ると、当法人の現在の人員構成が年金財政の状況によって、物すごくポートフォリオが大きく異なるため、スタッフィングも変えなければいけないとか、そういうイメージのことを議論すべきだから、こういったことを広くいろいろな人に意見を聞いて考えようと。そういう感じのものなのでしょうか。

●鎌田企画部長 基本的には、単に5年先というよりは、もう少し先を見ないと、この5年間で何をするというのはちゃんと決まらないと思っているのですが、20年先の計画というものを立ててしまうと、いろいろそごがあるので、そこは計画ではなくてある程度のビューは必要だと思っています。そういう意味で、そういったビューを得たいなというのがまずは1点。これは私個人の意見なので、法人の代表とは違うかもしれませんけれども、例えばオルタナを増やしたいと思ったとしましょう。オルタナを増やしたいというだけでは、多分、ちょっと小学生並みの標語にしかならないので、ある程度定量的なものにしなければなりません。そういったときに、今後、5年、10年先、オルタナのマーケットがどのように増えていくというものについて、法人の担当はそれぞれビューを持っているかもしれませんけれども、ある程度有識者がどのように思っているかということを法人として持っていたほうがいいのかなと思っています。

例えば我々はある程度増やそうと思っていて、マーケットもそれ以上に拡大するというのがビューとしてあるのであれば、ちょっと言い過ぎかもしれませんけれども、多少の組

織的な手当てをすればできるかもしれません、マーケットはそんなに増えないということがビューとしてもし得られたのであれば、それは我々の戦略も少し変えなければいけないですし、それはチャレンジングな目標になりますので、ひょっとしたら目標を少し下げるとか、そういったことをするために、ある程度のビューは必要だと思っていますので、それを得るためにこういった調査研究が使えるのではないかと思っています。

ですから、その前には、例えば我々はオルタナを増やしたいとか、そういうものがないと、こういったヒアリングは、有意義なものはできないと思っていますので、まず、我々がこうしたいというものがあれば、それを持ってヒアリングなりビューなりを有識者に求めるということをしてはどうかというものです。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 これは割と曖昧に設定されているので、今、鎌田が申し上げたようなニーズを持ってこれをやりたいという人もいれば、いろいろなニーズがここに含まれています。私は、個人的にはどういう意味があるかと考えているかというと、GPIFについてはこうすべきだということを外でいろいろ言っている人がたくさんいらっしゃいますが、実は、我々はそれをなかなかヒアリングする機会が正直ないです。

例えばうちの運用委託先についても、いろいろ御意見を言ってくださいと言っても、GPIFには言いづらいと言われてしまうので、こちらが幾ら聞く耳を持っても、なかなかこういうヒアリングはできないという現実があります。こういう委託調査研究を通じて、第三者がヒアリングをしてくれたりすることを吸い上げて参考にできるというのは、私は大きなメリットではないかと思っていまして、その中で、マーケットの専門家に聞けば、今みたいな市場のビューみたいなものが出てくるかもしれませんし、そもそもGPIFのいろいろな活動について、御意見を持っていらっしゃる方はたくさんいらっしゃるようですから、それをヒアリングさせていただいて、次期中期計画の策定に生かせるものがあれば生かしていこうと考えています。正直、どういうものが出てくるかは、明確にスタートするところではわかるわけではありませんし、GPIFの執行陣の意思があって、それがマーケットや専門家から見て合意できるものかチェックするということだけではなく、幅広く意見を聞けるという機会として、私は、これは使えるのではないかと思っています。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 言葉だけの問題かもしれないのですけれども、GPIFとしてやりたいことが先にあってという言い方をすると、中期計画を超える方針みたいなものがGPIFで先行してできるようなイメージを受けるのです。なので、おっしゃっているように、中期計画策定も含めていろいろな検討をするに際しての参考意見集めみたいな、そのようなものなのだと。ある意味で中立的なものであって、こうしたいという意思があるようなものではなく、中立的にしたほうがわかりやすいような感じが私はしますね。

●鎌田企画部長 材料集めという、一言で言うとそういうことなのです。

●水野理事 5年の中期計画の中だけで物を考えている人は、ここの執行部でやってはい

けないと私は思っているので、考えとしてはもっと長いタームで考えていなければいけないと思うのです。一方で、国のルールとしての5年の中期計画があって、それとの両にらみでいかなければいけないので、そこの中で、自分たちが考えている長期の考え方と中期の計画でどう反映するかみたいなところでも意見が出たら、それは助かると思いますし、本当にこの仕事を何年間もやってきて思うのですが、外でGPIFはこんなこともできていないとか、こういうことをすべきだとか、いろいろおっしゃっている方がいらっしゃるので、ぜひこういう形でヒアリングをして、私たちもよく知りたいというのは本当に思います。

○平野委員長 どうぞ。

○古賀委員 いろいろな議題があつていいと思います。具体的に意見を聞きたいこともあるれば、運営や皆さんのがおっしゃったような事項を幾つか、ジャンルを決めつけるのではなく、いろいろな課題を議題としてテーブルにのせたらいいと思います。おのずとこれから焦点になってくる具体的な政策についても恐らくいくつかあるでしょうから、それに対してやる、やらないを決めつけるのではなく、そのことに対してどう思うのかというようなヒアリングもあっていいと思います。

○平野委員長 いかがでしょうか。ほかにございますでしょうか。

ありがとうございました。

いろいろな御意見が出ました。まだこれをどうやって具体的に進めていくかということは、これから検討するわけでありますが、参考にしていただければと思います。それと同時に、先ほど水野理事がおっしゃったことで、要するに、GPIFに勤めている人のある種の経営的視野は、もちろん5年の中期計画を守らなければいけないのだけれども、もともと長期の運用期間であるというところからスタートしているわけだから、長期の視点を持っているいろいろなことを考えているというお話をございました。

それは経営委員会も同様でございまして、中期計画を精査する場合にも、そういった視点がどうしても必要だと思います。どういった形でこのプロジェクトを進めていくかはお任せいたしますけれども、長期的なものを考える上で必要な視点なり、あるいは案件なり課題なり、そういうものは時々経営委員会の場でも議論できるような段取りをしていただけると大変ありがたいと思いますので、よろしくお願ひいたします。

よろしうございますか。多分、中村委員があと30分ぐらいで到着されると思いますが、ここでちょっと休憩をしたいと思います。再開は10時でよろしくお願ひいたします。

(休憩)

○平野委員長 それでは、再開したいと思います。次は報告事項（3）「次期基本ポートフォリオ策定について」でございますが、執行部及び新井委員長代理から報告をお願いします。

●陣場調査数理室長 それでは、通し番号で05の「次期基本ポートフォリオの策定につい

て」というファイルをご覧いただければと思います。第4期までちょうど1年半という時期になりますし、こういう時期から次期基本ポートの議論を始めるというのは時宜にかなったことではないかということで、今回、最初の御報告をさせていただくものでございます。

22分の1ページ、バックグラウンドの2つ目のポツをご覧いただければと思います。管理運用主体、私どもを含めまして共済も含めたものを管理運用主体と申しておりますけれども、積立金基本指針に適合するよう、モデルポートフォリオに即して、基本ポートフォリオを定めなさいということになっているところでございます。

続きまして、22分の3ページをご覧ください。既に御報告申し上げましたとおり、ことしの7月1日付をもちまして、従来の企画部の調査数理課を調査数理室ということで独立した室といたしました。足元では私を含めまして専任5名、併任2人の合計7名の体制で、プロジェクトチームのサポートに当たらせていただいているところでございます。

続きまして、22分の5ページで、釈迦に説法ではございますけれども、現行の基本ポートフォリオのたてつけについて、ごく簡単に説明を申し上げたいと考えてございます。前回の基本ポート策定の時期においては、デフレからの転換ということで、大きな運用環境の節目にあることが大きなテーマであったところでございます。こうした環境を踏まえまして、前回については第3期のスタートを待たずに平成26年10月末に基本ポートフォリオを変更させていただいたところでございます。この基本ポートフォリオの変更につきまして、従来の国内債券60%のポートフォリオから、内外株式があわせて50%のポートということで、大きな変更を見たところでございます。

続きまして、22分の6ページです。基本ポートフォリオの前提条件ということで、1つは財政検証の結果があったわけでございます。これも既に御承知のとおりでございますけれども、2004年の改正によりまして、従来の永久均衡方式から有限均衡方式ということで、財政方式が変わったところでございます。すなわち100年間で財政均衡を図る。100年後には給付費1年分程度の積立金を持つ仕組みに改まったわけでございます。そして、ポツの4つ目でございますけれども、平成26年6月の財政検証においては、内閣府のシナリオ等々を参考にいたしまして、ケースAからケースHまで8つのシナリオが策定されたところでございます。

22分の7ページですが、こうした財政検証を踏まえまして、厚生労働大臣から示された中期目標においては、以下のような前提条件が示されたところでございます。まず、①でございますけれども、実質的な運用利回り、賃金上昇率プラス1.7%を最低限のリスクで確保しなさいということが言われているわけでございます。それから、③でございますけれども、賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこと。また、予定積立金を下回る可能性の大きさを適切に評価しなさいといったことも言われたわけでございます。

こうした中期目標を踏まえまして、私どもがまず考えましたのは、積立金の想定運用期

間でございます。有限均衡方式の特徴ということで、積立金が積み上がる局面と、そこから積立金が取り崩される局面と2つのフェーズに大きく分かれてくるわけでございまして、私どもは現在の基本ポートフォリオ、これは積立金が積み上がる局面、25年間のポートということで策定をいたしたわけでございます。次に、給付のための流動性の確保でございまして、財政検証の数字を見ますと、25年間でおおむね積み上がるのでございますけれども、足元10年間ぐらいキャッシュアウトが想定されるということで、キャッシュアウト等対応ファンド等の積み増しを行ったというところでございます。

続きまして、22分の8ページは期待リターンの設定でございます。将来の実質長期金利、財政検証においては経済中位ケース、これは1.7%のもととなった一番厳しいケースでございますけれども、実質長期金利は2.7、私どもがマーケット実勢に近いと考えました市場基準ケースは1.9というところでございます。従来はこの長期の設定をそのまま国内債券の期待リターンにはめるということを行ったわけでございますが、想定運用期間25年間ということを決めましたので、この期間における国内債券のリターンを、金利シナリオをもとに出していった。足元は低い状況からだんだん金利が上がっていって、その間にはキャピタルロスも出たりというシナリオを想定いたしまして、国内債券の期待リターンを設定したところでございます。実質的なベース、対賃金上昇率プラスアルファというベースで見ますと、期待リターンは国内債券でマイナス0.2、市場基準ケースでマイナス0.1ということで、想定運用期間を考えますと、国内債券は賃金プラスアルファを稼ぐ上で、非常に厳しい資産になってくるということがわかったわけでございます。

続きまして、22分の9ページをご覧ください。最適化をするに当たりまして、リスク・相関係数については、過去20年間のデータを用いて推計をしたところでございます。

22分の10ページは下振れリスクの確認でございます。まず、最適化をするに当たりまして、私どもはダウンサイドリスクに着目いたしまして、条件つき平均不足率、名目賃金上昇率を下回るときの平均不足率をリスクの基準といたしまして、これを基準に、賃金プラス1.7を稼ぐ上で、条件つき平均不足率が一番小さいポートを選んだところでございます。こうして選ばれたポートフォリオにつきまして、下方リスクの確認ということで、全額国内債券の場合と比較して、名目賃金上昇率を下回る確率を計算いたしましたところ、右から3つ目の列の下方確率でございますけれども、基本ポートにおいては大体40%の下方確率。一方で、全国国内債券の場合には、これが50%をちょっと超えるといったことが確認できまして、全額国内債券の場合よりも下方確率を下回るということが確認できたわけでございます。

続いて、22分の11ページをご覧いただければと思います。予定積立金を確保できないリスクも長期間で確認をしたところでございます。10万回のモンテカルロシミュレーションを行いまして、まず、左下の経済中位ケースにおいては、予定積立金を想定運用期間で確保できない確率は大体40%。一方で、右側の市場基準ケースにおきましては、この確率がさらに下がって25%ぐらいということでございまして、予定積立金の確保という観点でも、

基本ポートは効率的なものということが確認できたわけでございます。

続きまして、22分の13ページは今後のスケジュール関係ということでご覧いただければと思います。既に御承知のとおり、サラリーマンの厚生年金、公務員の共済年金は制度の一元化が図られてございます。一方で、運用の主体は私どもGPIFに加えまして、国共連、地共連、私学共済、4つの運用主体が残っているわけでございまして、こうした4つの運用主体が一元化された制度を運用するに当たって、積立金基本指針というものがつくられまして、まずはモデルポートを決め、その下で基本ポートを決めなさいというたてつけになつてございます。

22分の14ページですが、前回のスケジュールをなぞつてまいりますと、まず、この積立金基本指針に関する検討会が25年7月ぐらいから始まりました。同時に財政検証も進みまして、翌年の6月に財政検証が、その次の月の26年7月に積立金基本指針ができたというところでございます。それから、私どもは基本ポートの見直しに向けて数字の設定等を行いまして、10月末に中期計画を変更し、モデルポートの策定に入ったという経緯でございました。今回も前回の経緯をなぞるとすると、財政検証でございますとか、また、積立金指針の改訂版というものがあれば、そういうものが今後出てくる。その上で、そうしたものを踏まえまして、モデルポート、次期基本ポートを並行して検討することになるのではないかと想定されているところでございます。

22分の15ページをご覧ください。もう少し具体的なスケジュールに落としたものがこちらの表でございます。足元は9月でございますが、今年度にかけて次期基本ポートに係る基礎的なテーマについて議論を詰めた上で、来年度になりますと、3月から6月にかけて財政検証でございますとか、積立金の基本指針の改訂版が出ることが想定される。それを踏まえて数字をつくりながら、次期のモデルポート、基本ポートの策定に入り、2020年の3月末にかけて基本ポートを策定して中期計画の認可を受け、年度計画に出すといったようなスケジュールが想定されるわけでございます。こうして見ますと結構厳しい、スケジュール的にはそんなに甘くないのではないかと想定しているところでございます。

以降は新井委員長代理にバトンタッチをさせていただきたいと思います。

○新井委員長代理 それでは、22分の16、これまでのPTの議論についてですけれども、理論的な側面、実務的な側面、両面からの課題ということで、18ページ目にありますような14の課題をPTの議論の中で洗い出していこうということにいたしました。この14の課題の議論の順番なのですけれども、資産構成に大きな影響を与える可能性が高い項目について、早い時期から議論をしようということでございまして、PTにおきましては、第8回からPTの会議におきまして次期基本ポートフォリオの議論を始めたのですが、そこにおいて2のファクターポートフォリオ、1の内外資産区分の撤廃及びホーム・カントリー・バイアスについて、今のところ議論をしてきております。

以降、期待リターンあるいは先ほど来議論になっております25年という長期のタームを考えたときに、個々の5年ごとの基本ポートフォリオというフレームワークと、より長期

のフレームワークをあわせたような多期間の最適化みたいなものを考えるべきではないかとか、はたまた最適化手法は検討するパラメータの値によりまして非常に異なった解が出てくるという問題点がございますので、その辺の課題について、みずほ第一フィナンシャルテクノロジーにさまざまなシミュレーションをしてもらうようなことも含めて、検討をしていきたいと思います。及び今後ますます重要性が高くなると思われます為替ヘッジの問題、政策ベンチマーク、先ほどありましたモデルポートフォリオの関係とか、また非常に重要な課題といたしまして、リスク管理の方法論というようなところについて議論をしていくということです。それに絡みますような8、10のようなところもありますし、現行はマイナス金利ということで、キャッシュが非常に増えておりますけれども、キャッシュの取り扱いをどうするかとか、徐々に増えてきているオルタナティブについてどのように考えるとかいうようなことを検討していきたいと思います。

まず、ファクターポートフォリオについてですけれども、22分の20をご覧になってください。ファクターポートフォリオということで、従来資産構成を考える場合に、国内の株式、国内の債券、海外の株式、海外の債券というような4資産で資産区分を考えて、資産構成を決めるというのを多くの年金基金で採用してきているわけですけれども、この方法がリーマン・ショックのとき等に、想定されたような分散効果が十分に発揮できていないということがありました。ファクター投資については、従来理論的、実証的にさまざまな研究が行われておりますが、ファクターに基づきます基本ポートフォリオの策定ということで、マクロファクター、すなわち、最初のポツにありますように経済成長、インフレ、実質金利、為替などのリスクファクターをベースに基本ポートフォリオを組んでいくという方法論が近年脚光を浴びています。海外の年金を見ていきますと、例えばデンマークのATP等は、こうした方法を採用しているということあります。

ただし、現在、この方法論については、さまざまな研究が行われている最中でございまして、ベストプラクティスとして確立されたものが必ずしもあるわけではないということと、海外の基金を見ましても、それをそのまま採用しているところは、数としては多くないというようなこともあります。そういうことでありますし、同時に実装するということを考えますと、最後の下から2番目の黒丸でございますけれども、人・モノ・金、時間をかけて経験値をスタッフの人に積んでいただくとか、あるいはそうした運用リスク管理を実際に行っていくために必要なデータベースとかシステム基盤を整えるとか、さまざまのことにおいて準備期間が必要だということがあります。

GPIFについて見ますと、リスク管理の中ではファクターポートフォリオという考え方が定着しつつあります。そういうことで、今後5年というタームで見ましたら、ファクターポートフォリオを基本ポートフォリオの策定にそのまま使うということではなくて、リスク管理のための指標ということで、ファクターという考え方をより高度な形で利用していくということで取り組むべきではないかというのがPTにおける仮の結論というのが現状でございます。

そういうことで、基本ポートフォリオの策定については資産ベースというような従来のフレームワークの中で考えていくということなのですけれども、1ページ戻っていただいて、その際に、現行の4資産、国内の株式と債券、海外の株式と債券という区分でいくべきなのか、あるいはこの区分を、内外区分を撤廃して、株式と債券ということでグローバル株式、グローバル債券という考え方で取り組むべきかというようなことにつきまして、議論を行いました。

これは非常に大きな論点でございまして、まず、最初に株式と債券という区分で考えていったときに、債券についてはライアビリティーとの関係がありますので、現実論として国内債券と海外債券は分けたままで取り組むのがよろしいのではないかという議論になつたのですけれども、株式については、内外区分を撤廃するほうがよいのではないかというような仮の結論になっています。その理由といたしましては、御案内のように、まず企業サイドにおいて、企業活動がグローバルな展開をますますするようになってきておりまし、世界の株式市場でも、グローバルに株式の価格が同一方向に変動するということです。近年を見ますと、日本株、海外株との相関係数が0.9ぐらいになっています。ということで、内外を区分することの意味が薄くなっているということが近年の傾向ではないかと思います。

海外の公的年金基金を見ましても、内外の株式について区分を撤廃しているところの数も増えてきているということでございまして、方向としては、そうした形で内外区分を撤廃することによって、現在、株式ではなくて債券のほうでそういう問題にぶち当たっているわけなのですが、設定しました基本ポートフォリオの下限に資産配分がぶつかってきている。それに近くなっているというようなことが、株式についても将来的に考えると起こり得る可能性があるのではないかということ。こうした際に、基本ポートフォリオを期間途中で組みかえるというようなことになりますと、時間もかかりますし非常に問題がある。加えて、効率的な運用を考えてみましたときに、カントリーファクターに比べてインダストリーファクターのようなものの重要性が90年以降は高くなっている。2000年代に入つては横ばいにはなっておりますけれども、そうはいっても、例えばハイテクだとかバイオとか、こうした産業に投資をするのがいいのではないかとなったときに、世界の株式市場でこうした産業において日本企業の占めるウエートは必ずしも高くないとかいうことで、効率的なポートフォリオ作成において、内外の株式を区分するというものが障害になってくる可能性もあるのではないかということです。

方向としては、PT内では内外の株式の区分を撤廃するのがいいのではないかという意見が強いのですけれども、一方で、現行のポートフォリオを見ますと、GPIFでは約40兆円が日本株に投資されているということでございまして、国内と海外で50と50ということで、半分ずつ投資をしているのですが、一方で世界の株式市場の中で、日本の株式市場の時価総額が占める割合はおよそ7%でございまして、大きな乖離があるわけです。

こうした中で、40兆円から一挙に大幅に国内株式を減らすというようなことになります

と、大きな問題が起こる可能性もでてきます。法律のほうは、私は疎いのですが、GPIF法を見ますと、年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意すると法律にも書かれているわけです。GPIF発の暴落みたいなものは、絶対に起こしてはいけないものでございますから、そういう意味で現実的に対応するということで、さまざまな課題が他方にあるのではないかということです。現在はそういうことで、株式の内外区分撤廃には一定以上の意義があるということは認めつつも、実際にそうした方向で行く際のさまざまな課題をいかに克服していくかということもありますので、まだ議論の最中で、10月以降も引き続きこの点について議論をしていきたいと考えております。

それと絡む問題が、また戻っていただきまして、22分の18なのですけれども、期待リターンだとか、あるいは最適化ということです。例えば最適ポートフォリオということで、先ほど御説明がありましたように、条件つきの平均不足率という基準で最適化を図っていたときに、国内株は入ってこないとか、著しく低いウエートになるというようなことがあるわけです。一方で、先ほどちょっと申し上げましたように、パラメータの設定の問題もございます。国内の株式の期待リターンと海外の株式の期待リターンは、現在2%ぐらい違うと想定して計算をしているわけですが、これが1%格差になってきたりすると、かなり大きく最適配分が変わってくるとか、さまざまな問題もございますので、最適化手法にはそういう問題があるということは従前から広く認識されているところで、それに対応するような最適化の手法も研究されております。そういうことで、その点についても今後検討しつつ、内外の資産区分の撤廃についての議論をしていきたいと思います。

今後のスケジュールでございますけれども、先ほど陣場さんから説明がありましたように、財政検証の公表が来年6月ごろ。もうちょっと早まるかもしれませんけれども、そういうことでございますので、それ以前に、めどとしては3月ぐらいまでに14の課題について一通り議論をして、定量的なところでは十分詰めきれないところがあるかもしれませんのが、考え方とアプローチについては3月末をめどに準備を整えて、財政検証の公表を得て、数量的なシミュレーション等を行うという段取りで考えていくかと思っております。

以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございました。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問がございましたら、どうぞよろしくお願ひいたします。

どうぞ。

○岩村委員 極めて初步的な質問で恐縮なのですが、そうしますと、株式について、これまで国内外でファイフティー・ファイフティーに分けていたというのは、どういう理由というのですか、合理的根拠があつてそうなっていたのでしょうか。あるいはそれが余りなかつたということになるわけですか。

○新井委員長代理 内外資産区分を設けていた理由は、端的に言うと、それが従来の業界のスタンダードだったということで分けていたということが多分にあるかなと思います。

正当化する理由がつけられたのかもしれません、それが普通の慣行だったからそれに従ったという側面が大きいのではないかと思います。

○岩村委員 必ずしも投資の世界でのロジカルな根拠があったわけではないということですか。そういうことになるのですか。

○新井委員長代理 ロジカルな根拠としましては、先ほどちょっと御説明しましたけれども、資産を分けていって最適ポートフォリオをつくるときには、リターン及びリスクの特性がかなり似たものを一まとめにして、資産クラスにして考えるということです。従来グローバル化が進む以前におきましては、国内の株式と海外の株式を分けて考えるということが、一般的でした。今、申し上げましたようにリスクリターンでかなり特性が異なるという観点からしてもそうするのが合理性があったのだろうと思いますが、先ほども申し上げましたように、グローバル化の進展とともに内外の株式を区分するということが必ずしも資産カテゴリーとして合理的な区分ではなくなってきたいるということが大きな背景にあるかと思います。

○岩村委員 これも極めて素人的な見え方なのですけれども、今は4分割していますね。それは株式か債券かという区分と、国内か国外かという区分とを組み合わせると4分割になる。こういうことですけれども、そもそも国内外かというのが優先してまずは決まって、それをさらに株式と債券で分割するのか、債券と株式がまず分割されて、それについて国内、国外という分解をしていくのか。その前後関係というか、そういうものがあるのか、ないのか。そもそもないのかもしれないし、その辺はどのように理解したらよろしいでしょうか。

○新井委員長代理 現行のアプローチは、最初から資産を4区分するものです。

○岩村委員 最初から4区分ですか。

○新井委員長代理 4区分にして、その4区分の上で最適化を図って、先ほど御説明がありましたような条件つき平均不足率という基準で最適化を図って、できたポートフォリオの下方確率とか、予定積立額を達成する確率かいくらかというようなことについて、データ的に検証してみるという方法論で組んでいるということでございます。繰り返しになりますが、最初に4資産ありきというところから来ています。その方法は今後も基本ポートフォリオ策定において採用すべき方法なのかどうかについては検討したいと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○古賀委員 関連して、これは内外区分の撤廃の3つ目ですか、意義が書いてありますね。運用受託機関で運用しているということからすれば、受託機関での障害の除去、自由度の向上、より公立的な運用というように理解していいのですか。

○新井委員長代理 一義的にはGPIF全体として考えたときの障害の除去であるかなと思います。運用機関に対するマンデートについては、仮に資産区分を撤廃しても、国内株式を運用するようなマンデートを与える先もありますし、グローバルマンデートという先もあるしというようなことになるのではないかと勝手に思っているのですが、その辺は高橋さ

んや水野さんにお答えしていただいたほうがよろしいかなと思います。

●水野理事 ありがとうございます。基本ポートフォリオの区分と運用会社の区分は、マンデートの区分は必ずしも一致する必要はないのですけれども、過去には一致させてきていました。1つは、議論はいろいろあったものの、何とかそれで運用会社とも合意をしてきていたということ。もう一つはCustodian、資産管理銀行が資産別に4つに分かれていたものですから、現実的にそれを超えた運用が不可能であったということで、今まで4つに分けてきたわけですけれども、資産管理銀行のところが統一化できれば、実は今の4つに分けた状態でもマンデートをグローバルに与えることはできます。

ただ、新井委員長代理がおっしゃったのは、より一般的なエクイティの運用といったときに、グローバルマンデートでやりたいという運用会社が多くいるということは事実でありますので、そういう意味では、GPIFの選択肢が広がる可能性はありますが、今、それができていない理由はCustodian Bankが分かれているというところにありますので、これは実際に基本ポートが決まった後に、再度運用会社といろいろとマンデートを議論して、結果としては、例えば基本ポートとして内外一致しても、運用会社のマンデートはずっと分けるという可能性もないわけではありませんし、逆に全て一体化するということもあるかもしれませんし、そこはまだ議論はしていません。

○古賀委員 関連しまして、先ほど新井先生も少しおっしゃったのですけれども、好むと好まざるとにかかわらずとか、事実か事実ではないかは別にしても、やはり国内の株式市場における公的資金の割合が高まっていることから、株式市場にひずみが出ているのではないかと懸念する声は確かにあるわけですね。そういうことは十分GPIFでも留意した基本ポートフォリオ作成が必要ではないかみたいなことを思っておりますので、このことも関連してお伝えしておきたいと思います。

以上です。

○平野委員長 よろしゅうございますか。

○新井委員長代理 両面あるかなと思います。御指摘のとおり、日本の多くの企業において筆頭株主がGPIFになっているような状況になっておりますので、そういう観点で考えていったときに、このままよいのかという議論も一方であると思いますし、他方で、そういうものが実情ですから、仮に大幅に国内株式の売却を図って、資産構成上国内株式を減らすということになると、市場に大きなインパクトを与えることになりますので、株式市場に大きな暴落をもたらす可能性も否定できないので、その辺については十分に議論しつつ、実際に行うと仮に決定された場合にも、実行に当たっては十分な留意をしつつ実行していくことが重要かなと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○中村委員 おくれて来て、質問して申しわけないですけれども、国内外を1つに考え、グローバルの市場で考えるというときに、1つはメッセージ性は結構インパクトがあるので、今、新井さんが言われたように、よく検討すると同時に、メッセージをどう出すかに

よっては、市場が勝手に動いてしまう危険性があります。見限ったといったメッセージにとられぬよう、ここはよくメッセージの出し方をあわせて検討されたらいいかなと思うのです。

もう一つ、伺いたい点ですが、国内と海外の株を、例えば株というポートフォリオ一つで考えた場合に、今までGPIFは日本の資金を集めて株式市場に投下している。だから、株式会社に対して直接のエンゲージメントをやらないという前提に立っていたと思うのですけれども、今度は日本の金で海外に投資するということになると、いろいろClimateの問題やSDGsの問題等について、今度は海外に対してはエンゲージメントをやりますということを考えていくと理解して良いのでしょうか。

●水野理事 もともとGPIFのエンゲージメントは直接企業にはできないということですけれども、スチュワードシップコードには賛同していますので、スチュワードシップコードの哲学に基づいて企業との対話をを行う。その対話はGPIFの場合は運用会社に対話を促すという形でスチュワードシップ責任を果たすということです。もともとは日本のスチュワードシップコードが日本の企業だけを対象としていたので、GPIFのスチュワードシップ活動も日本企業に限られていたのですが、現在は既に外株の運用をしている運用会社に対しても、同じGPIFから要求を行っておりますし、スチュワードシップ原則等も全部英訳して海外にも出しておりますので、そういう意味では、逆に今は日本企業、外国企業に関してGPIFのアプローチについては差がなくなっています。

そこは基本ポートフォリオと多分、全然関係なくて、エンゲージメントとかスチュワードシップ活動のほうの議論だと思いますので、この議論とは分けて考えていただいたほうがいいのではないかと思います。

○平野委員長 ほかに、どうぞ。

○高橋理事長 ありがとうございます。大変熱心にPTのほうで御議論していただいているのはありがたい話ですが、私のほうからは一点だけ、今、古賀委員のほうからありました、GPIFの既保有の株式がどのように市場をゆがめているのかということについては、この先も何らかの形で基本ポートフォリオの議論を公表するときにメッセージとすると、そこをちゃんと検討したのかという意味では非常に重要なところだと思います。私はまだ、本当にゆがめているという実証論文を読んだことはないのですが、既にある研究なり、そういうものについて情報を収集し、一番大きな点は、前の基本ポートのときと違って、日本銀行が金融政策上大量の株を持ってしまっているので、今、日本の株式市場はGPIFと日本銀行が結構大きな株主になってしまっている中で、かつ金利が10年よりちょっと前までは全部マイナスの金利をしている中で流動性を供給して、株式市場でお金がじゅぶじゅぶな中で、大きな株主が2人いるという構造の中で、GPIFはどのような形で基本ポートを、特に日本株についてどう扱うかを考えましたというプロセスは必要と思っています。

○平野委員長 ほかにいかがですか。

私から1点だけ質問をさせていただきます。19ページの内外区分の撤廃及びホーム・バ

イアスに関するまとめであります。内外区分の撤廃のポツの3つ目で、内外区分撤廃の意義が一般的な形で書かれてあります。先ほど水野理事から運用受託機関の選択肢がこれによって広がる可能性があるという御指摘がありましたけれども、自由度の向上とかより効率的な運用ということをもう少し直截に、あるいは露骨に説明すると、どういうことになるのでしょうか。自由度の向上の意味ですね。

○新井委員長代理 ちょっと言いにくいのですけれども。

○平野委員長 議事要旨は全部削除します。この際だから、ちょっと頭を整理しておいたほうがいいかなと。

○新井委員長代理 いろいろなことが考えられると思いますけれども、例えば地政学的なリスクということで朝鮮半島に戦争が勃発したらどうなるかとか、懸念されているように、関東に大地震が起こって日本の首都圏が壊滅的な影響をこうむったらどうなるかとか、さまざまなリスクが存在しますし、先ほど高橋理事長のほうからもお話しがありました、現在の金融政策がいずれかの段階で方向転換をせざるを得ないというようなことになったときに、株式市場はどうなるのかとかいうこともありますし、現在のような貿易摩擦問題がどういうインパクトを国内株に与えるのかとか、いろいろなことが考えられます。そうしたときに、現在、国内の債券で起こっているような問題が国内の株式についても生じる可能性がある。例えば、国内株を現行の25%を維持したときに、乖離幅を超えてウェートを低下させた方がいいみたいな形の事態が起らぬとも限らない。

ちょっと言いにくいのですけれども、そういうときに備えておくというのも、先ほど申し上げているような効率的な運用ということで、平常時において効率性を高くするのと同時に、著しく大きな変動が市場なり経済情勢なり、あるいは政治的な問題ということで起こったときに、今後5年なり6年ということを考えていきますと、今、御案内のとおりいろいろなリスクがマグマとして地下でたまっているような状況かと思いますので、そういう事態に備えておくということで、文言にはしにくいのですが、大地震があるかもしれないとか、朝鮮で戦争があるかもしれないとか、そのようなことは書きにくいのですが。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 平野委員長からの御質問ですので、率直にお答えさせていただきますと、例えば日株と外株とが分かれたマンデートが出ている場合は、例えばある産業において、グローバルな競争で日本企業が厳しいと思っていても、日本の中でのトップのところは当然買おうという行動に出るわけですが、グローバルで競争力がないと判断すると、グローバルマンデートでは日本の企業には投資をせず、そのコンペティターにより投資をするという選択肢、あるいは逆にショートのセルをかける可能性もあり得るということです。グローバルな日本企業の競争力とか新井委員長代理がおっしゃったような日本に関する地政学リスクが発生した場合に、私どものアクティブの運用者はかなり強い勢いで日本をアンダーウエートするということは起こり得るし、逆に言うと、日本の株を下げるほうに行動をする可能性もある。これが起きるかもしれないリスクでありまして、それが運用者と

して正しい判断であるかもしれませんけれども、そのあたりが私たちはちょっと、何が起きるかということをよく判断しなければいけないとは考えるところです。

○平野委員長 ありがとうございました。

ついでにもう一つ、済みません。ちょっと時間があるので、ホーム・バイアスの最初のポツなのですが、さはさりながら、海外公的基金の資産構成割合においても、さまざまな理由からホーム・バイアスの傾向が見られる。3つ目のポツにCPPIBについては、自国株に対しては当然豊富な知識があるので、アウト・パフォームできるという理由が書かれておりますが、そのほかにも海外公的年金においてホーム・バイアスの傾向が見られる理由はあるのでしょうか。

○新井委員長代理 ここにも書いてあることでございますけれども、例えば国の機関ではないのですが、州の年金ですとCalPERSのようなものは、カリフォルニア州の産業振興のようなことを、それも重要な課題、運用に際して考慮すべき課題ということで挙げられていることがあります。ただ、GPIFの場合は他事考慮ということもありますので、それを直接挙げるのは難しいかもしれませんね。日本の産業のために資金を提供するのだというようなことはちょっと言いにくいし、やりにくいとは思いますけれども、他国ということでは、そういうことがあるかなと思います。

○岩村委員 教えてほしいのですけれども、先ほど平野委員長がおっしゃっている効率的な運用を実現というこの文言なのですが、これは分解すると、リターンの向上に資するという面があるということですか。あるいはそれとあわせてリスク分散の効果がある。それを効率的な運用という表現でまとめているという趣旨なのでしょうか。

○新井委員長代理 陣場さんのほうから補足していただきたいのですが、少なくとも私はそういう意味で使った。リターンとリスクと両方を含めて効率的な運用ということで、平時においては先ほど水野さんがおっしゃったとおりのことを、実は私も考えておりまして、私の先ほどの説明の中でバイオとハイテクと申し上げたのですけれども、そのような産業は、残念ながら国際的に見たときの日本の企業の競争力は強くないわけで、そのようなことで、ポートフォリオを考えるときに、内外区分があると支障になるというようなこともありますし、あとは異常時の対応みたいなものにおいて機動性に支障が出る。基本ポートフォリオを変えるということになつたら、厚労省に御報告して了承を得なくてはいけない。それについてはかかるべき時間がかかってきて機動的な対応ができないとか、そういうこともある。

ただ、そういうことは文言にそのまましにくいので、効率的な運用というやや抽象的な表現にとどめている。少なくとも私はそういうつもりでこの言葉を使わせていただいております。

○平野委員長 ありがとうございました。

それでは、この議論はこの辺で締めようと思います。

本報告事項は、議事次第を公表することによりまして、GPIFが次期基本ポートフォリオ

策定に着手することを表明することに事実上なります。

のことから、各経営委員に対し、記者等から経営委員会における議論の内容、経営委員としての意見等を求められることが想定されますが、そのような場合にあっては「本件につきましては、広報において対応することとなっておりますので、広報にお問い合わせいただきたい」と御回答いただくようお願いいたします。

また、本報告事項の議事概要のまとめ方につきましては、先ほどちょっと私は触れてしましましたけれども、市場への影響に配慮し、報告があった旨の記載にいたしたいと思いますが、そういう扱い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、議事概要のまとめに際し、そのように取り扱うことにいたします。なお、今後の次期基本ポートフォリオ策定に関する事項の議事概要のまとめ方につきましても、市場への影響に配慮し、報告があった旨の記載とし、第4期中期計画が認可され公表されるときに、その間の議論の概要をまとめた資料を新たに作成し公表する。検討時の資料については原則非公表といたしたいと思いますが、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、そのように取り扱うことにいたします。

次に、中村委員もいらっしゃっておられますので、議決事項に参りたいと思います。

議決事項は「平成30年度計画の変更について」でございますが、執行部から説明をお願いいたします。

●高橋投資戦略部投資戦略課長 02の議決事項「平成30年度計画の変更について」というファイルをお開きください。タイトルは「年度計画の変更について」となっておりますけれども、内容はこの半年間で議論させていただいた国内債券の乖離許容幅の管理をどのようにしていくかという話でございます。前回、7月の経営委員会で、年度計画の変更という形で進めていくこととすることで御同意をいただいておりましたので、その具体的な案を今回、お出ししております。

まず、1ページ目、エグゼクティブサマリーですけれども、ちょっと読み上げますと、各資産の資産構成割合が乖離許容幅に抵触した場合、現行のルールでは、乖離許容幅の内側に戻す方向でリバランスを行う。これが原則なのですけれども、現実問題としては、国内債券の償還金及び利金が積み上がっている中で、この原則どおりに機械的に再投資することが必ずしも被保険者の利益にはならないのではないかという問題意識を踏まえまして、当面の間の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅については、弾力的に適用するために年度計画の変更を行うものでございます。

これまでの経緯、バックグラウンドのところは次ページ以降に詳細がありますので、2ページのほうに行ってください。国内債券の乖離許容幅管理の状況というタイトルになっていますが、一番上のボックスが原則論でございまして、各資産の乖離許容幅の

の水準にアラームポイントを設定し、月末に各資産の構成比がアラームポイントを超

過した場合には、経営委員会に報告をさせていただくようにしております。

現状を踏まえますと、代行返上等に伴うキャッシュアウトの減少、一方で、株式のほうは非常に上昇しているということで、この2つの要因で国内債券の構成比は低下をしているというのが足元の状況。

これを踏まえまして、この3月の経営委員会で、その手前、1月の月中に、実際に国内債券の構成比がアラームポイントの下限、 ですけれども、そこを下回るタイミングが一度ありましたですから、執行部の検討状況を3月の経営委員会で御報告させていただいた。さらにその後、実際にどういった形がいいのかという論点、具体的な論点についても第13回の経営委員会、7月、前回の経営委員会で審議をさせていただいているというところでございます。

7月の経営委員会のときの議論の概要が3ページ目で、これは議事録をまだ公表していません。議事概要を公表しておりませんけれども、そのドラフトですが、下のほうに赤字になっている部分があります。執行部側より、今回はマイナス金利下である、あるいはキャッシュインが非常に大きく発生するという特殊な状況で生じている問題でもあり、キャッシュアウトの状況はモニターをするので、年度計画で例外的な取り扱いをするというやり方があるのではないかということで厚生労働省とも相談をしている。この方向でよろしければ、次回以降の経営委員会、今回の経営委員会になりますけれども、具体的な年度計画の変更案を御議論いただきたいということにしておりまして、それに対して、委員の皆様からも、その方向でよろしいのではないかということで、コメントをいただいているところです。

これを踏まえまして、具体的に文案をつくってまいりましたのが5ページ目です。左側が今回の改正案で、真ん中あたりにアンダーラインを引いているところが10行ぐらいございますけれども、ここを新しく追加したいと考えております。ちょっと読み上げます。

ただし、国内債券の償還金及び利金が積み上がる中、近時の市場環境において国内債券への機械的な再投資は必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることを踏まえ、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅については、弾力的に適用する。

なお、弾力的に適用する場合であっても、国内債券と短期資産を合算した資産構成割合は国内債券の乖離許容幅の範囲内にとどめるとともに、市場環境を踏まえたリスク管理を徹底した上で、経営委員会に適切に状況報告を行い、市場環境等に変化があれば、本措置を見直すことにすること、限定的、一時的であって、また、その条件としても限定している。そういう趣旨にしております。

ちなみに右側は新旧対照表ではなくて、同じような事例が過去になかったかということで、参考事例として掲示をしておりますけれども、前回の中期計画の策定の直前、基本ポートフォリオは固まっていた段階で、同じようなケースとしてアンダーラインの部分ですが、ただし、次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することから、乖離許容幅については運用委員会の意見を聞きつつ、弾力的に適用する。こういった形で対応した

ケースがございました。

そういうことで、この左の箱の年度計画の変更案でいかがでしょうかという内容でございます。

こちらからの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、御質問がありましたら、お願ひいたします。

鎌田部長からもお話が。

●鎌田企画部長 私からはありません。

○平野委員長 いいのですね。今の高橋さんことでとりあえず、御意見、御質問はございますでしょうか。

ございませんようでしたら、議決に入りたいと思います。

それでは、GPIF法第5条の6第2項の規定に基づき、議決事項「平成30年度計画の変更について」の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進めさせていただきます。

原案につきまして、特段の修正意見はありませんでした。したがいまして、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、議決結果の報告について、経営委員会事務室からお願ひいたします。

●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。

出席されております9名の全委員が賛成でございます。

○平野委員長 ありがとうございました。

したがいまして、出席委員全ての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、次の議題に移りたいと思います。報告事項になります。議決事項「平成30年度計画の変更について」と関連しております、報告事項（1）「乖離許容幅管理について（3）」を、執行部から報告をお願いします。

●高橋投資戦略部投資戦略課長 続きまして、御説明させていただきます。03の報告事項

(1) 「乖離許容幅管理について（3）」というファイルをお開きください。内容としましては、先ほどの、今の議決事項と基本的に同じテーマでございますので、簡潔に申し上げます。

まず、エグゼクティブサマリーですが、18年7月・8月末でアラームポイントの下限を超過しております。ですので、その対応方針について御報告するというのが、こちらの報告のほうの趣旨でございます。今回の抵触したことへの対応ですけれども、従前アラームポイントの下限を下回った場合でも、乖離許容幅ではなくてアラームポイントの下限を下回った段階では、国内債券の資金配分は原則として行わない。この方針は従前ございますけれども、この方針を継続したいと考えております。3点目としまして、先ほど年度計画の変更を議決いただいたということで、アラームポイントについても国内債券と短期資産を合算して管理するような方針にしたいということで、法人内部の手続を変更していくたいと考えております。

これも経緯等は先ほどと重なりますが、3ページ目をご覧ください。2ページ目は先ほどの資料と全く同じですので割愛いたします。資産構成割合の推移をこの1年間、月次でとっております。左の一番上に国内債券のグラフがございますが、35%の中心線に対して、1年前の時点でも30%を切る水準で、下回った水準でスタートしております、じりじりと下がってきてている。アラームポイントに抵触しつつあるという段階でございます。一方で、その他の資産、株式などはおおむね横ばいのような傾向ですけれども、一番右側の国内債券と短期資産を合算した数字を見ますと、おおむね35%を下回る水準で、若干下向きではありますが、ほぼ横ばいで推移しているという状況でございます。これが足元の資産構成割合の推移です。

次の4ページ目に行っていただきますと、8月末時点での速報値でございます。国内債券がアラームポイントを下回りまして、25%の下限値に近づきつつあるというのが足元の状況。それから、短期資産が合計しますところでございます。

次の5ページ目は市況環境ですけれども、足元の市況環境の状況を見ますと、まず、左の上の国内債券は2年前、16年7月以降、日銀の金融政策の影響もありまして、おおむね0%強のレベル感で横ばいに推移しているというのが、ほぼ張りついている状況が今の国内債券の状況。真ん中の行の国内外の株式を見ますと、基本的には上昇基調にあるということで、株式のパーセンテージは上がってきています、国内債券は自動的にどうしても下がってしまうというような状況にございます。

足元の金融政策についてなのですが、次の6ページ目です。日本銀行による金融政策というページがございますが、これは7月末の金融政策決定会合のときの日銀からのステートメントですけれども、タイトルに「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」とありますように、従前の政策を基本的には強化しつつ維持していくというようなコメントになっております。ちなみに右のほうに黒田総裁の会見が、コメントが出ておりますが、下の2

行を見ますと「金利水準が切り上がっていくことを想定しているものではありません」とあります。多少ボラティリティーは従前よりは許容しつつ、従前の政策を続けていくというような状況でございます。

次の7ページ目がそれを受けたの国債の値動きの状況ですけれども、真ん中のボックスにありますところですが、7月31日の会合以降、市場のボラティリティーは上昇し、利回り上昇圧力が高まったけれども、現時点での上昇幅は限定的であるということで、大きくは動いていないという状況にあります。

8ページ目は法人側の資金の状況ですけれども、これは30年4月から31年3月、今年度の月次での資金繰りですが、年度を通して見ますと、一番下の合計をご覧いただければと思うのですが、年金特別会計だけで考えれば2兆4000億の入りに対して1兆6000億の出ということで、8525億のキャッシュアウト。ただ、財投債及びキャッシュアウト対応ファンドの償還金などをあわせますと、そちらで4兆4000億が入ってきますので、トータルでは年度を通じて1兆9000億、約2兆近いキャッシュの増加になるという資金繰りの予定でございます。

こういったところを踏まえまして、直近の市況環境あるいは短期資産の残高の見通しなどを踏まえまして、冒頭のエグゼクティブサマリーがありましたように、従前のアラームポイントへの抵触時の対応を継続しまして、国内債券の資金配分は原則として行わないということ。また、先ほどの年度計画の変更の議決を受けまして、アラームポイントについても国内債券と短期資産を合算して管理したい。そういう方針で法人内部の手続を変更していきたいと考えております。

御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。

御意見、御質問がございましたら、どうぞよろしくお願ひいたします。

どうぞ。

○堀江委員 8ページ、短期資産が今後、積み増されるということで、関連する質問をさせていただきます。前回、第13回「経営委員会」で、短期資産の資産管理機関の選定結果についての御報告がありました。その際、これまでマイナス金利分を資産管理機関に負担してもらっていたが、意図したことではないとしても、結果としてマイナス金利分を当法人で負担するような形になるとの報告があったと思います。これは事実関係として正しいかどうかというのが一点。そのとき、今後さらに短期資産が積み上がる想定ですが、下世話な話で恐縮ですけれども、実際にマイナス金利分で当法人が負担しなければいけない金額はどのぐらいになるのか。わかれば教えていただきたいと思います。

●森運用管理室長 前回、7月の経営委員会で御説明いたしましたとおり、短期資産の資産管理機関を選定したところでございますけれども、そのときにも申し上げたように、公募の趣旨がございまして、2点ございました。1つが、現状の金融環境、短期資産の運用環境が従来と大きく変わっている中で、効率的な短期資産の運用方法の提案を広く求

めよう。それは運用商品であったり、運用スキームであったりでございますけれども、そういうことによって、公的年金の利益を最大限に維持しようという観点が1つ。

もう一つが
によるリスク、具体的には資産管理能力の低下による事務リスクであったりとか、あるいは経営状態の悪化などによる与信リスクといったものを考慮いたしまして、それを軽減しようという観点で公募を行ったところでございます。その結果として、TCSBとMTBJを選定したところでありますけれども、両者ともこういったマイナス金利下の中でも経営悪化を回避しながら、できるだけ公的年金の短期資産の運用でマイナスにならないような工夫がされておるということで、選定をしたということでございます。そういった意味で、先ほど御質問にありましたように、資産管理機関が負担したマイナス金利分を法人が負担するというような趣旨で行ったものではないと思っております。

そして、先ほど8ページで数字の話がございましたけれども、そこで言いますと8月末、8月ですと 円の残高があるわけでございますが、8月におきまして、実際に若干マイナスの運用をしておりますので、その分ですが、マイナスの ベーシス、金額にすると 円のマイナスというのが短期資産の運用状況になっておるところでございます。いずれの運用資産もTCSBにおきまして、できるだけマイナスにならないような工夫をして運用しているところでございます。

○平野委員長 ほかにございますでしょうか。

どうぞ。

○加藤委員 1ページ目の左下、戦略プランのところの1つ目の●に、国内債券を代替する資産または投資戦略を検討と書いてあるのですが、以前にお聞きしたときに、これは基本ポートフォリオの制約から現実的に難しいというお話を伺いしたと思うのですけれども、これがまだここに出ているということは、やはり検討されるという理解でよろしいですか。

●高橋投資戦略部投資戦略課長 これは今すぐというよりも、どちらかというと中期的にといったところの趣旨でございます。例えばヘッジつきの外債だとか、そういうところも代替の資産としては考えられると思います。

○加藤委員 当面は円債代替として検討しないということですね。

●高橋投資戦略部投資戦略課長 今月、来月でというタームでは動いてこないと思います。

●水野理事 検討するという言葉にかなりグラデーションがありますが、今、何かすぐにやるというつもりで検討しているかというとそうではないのですけれども、常にこれは執行部としては検討していくことだと思っていますので、載せております。

○加藤委員 私の聞いた検討というのは、本当にこれが円債代替として反映されるのかどうかということです。

●水野理事 今すぐには、具体的にできるものがそんなにあるわけではありませんので、ただ、常に運用会社にも新しい提案をしてくださいということを依頼しておりますから、

そういう意味では、常にオープンマインドでやってはいるのですけれども、短期的に何か起こるという可能性は低いです。

○加藤委員 現実的には、次回のポートフォリオ以降ということですね。

●高橋投資戦略部投資戦略課長 そうですね。もちろん情報収集は常に続けてはいきますけれども。

●水野理事 国内債券の代替が、普通はヘッジつきの外債でやるのですけれども、それはなかなか今の状態だと難しい。難しいというか、実際にはやることがあっても基本ポートフォリオの乖離許容幅の管理には全く貢献しないということなので、ただ、今回、短期資産運用先の公募でも、こういう新しい運用のアイデアがあったらどんどん出してくださいということで出してもらって、その結果TCSBを選んでいるので、今後も新しい運用の代替の投資戦略で出してくれば、検討はしていきますが、加藤委員がおっしゃったような形での投資戦略を検討しているかといったら、していない。

○加藤委員 基本ポートフォリオ的には円債を代替するということに貢献しないけれども、実質的な運用のトータルなポートフォリオの特性としては検討するということですね。

●水野理事 それはあります。

○加藤委員 わかりました。

○平野委員長 ほかにございますでしょうか。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。

続きまして、報告事項（2）「現行規程の点検プロジェクトの進捗状況等について」に移ります。堀江委員から御報告を受ける前に、ちょっと私のほうから、先般、勉強会を開きまして、いろいろな御意見があつたところがありますが、古賀委員からも、今後作業を進めるに当たっての議論の土台となる基本的な考え方を確認しておいたほうがいいという御提案がございました。

そうしたことでも踏まえまして、この作業を今後、効果的、効率的に進めるために、各論に入る前に、いわば作業の前提となる基本的な考え方を3点ほど確認しておきたいと思います。また御意見があれば頂戴したいと思うのですが、これは私のまとめでございます。当たり前のこととも含めて申し上げます。

1つ目は、今回のいわゆるガバナンス改革の趣旨は意思決定・監督と執行の分離にあります。その意味するところは、法律でいきますとGPIF法第7条1項、理事長は管理運用法人を代表し、これは独法通則法ですが、通則法第9条第1項の規定、つまり、法人の長は独立行政法人を代表し、その業務を総理することを定めた規定でございますが、この規定にかかわらず経営委員会の定めるところに従い業務を総理する、ここに尽きる。法律そのものでございますので、あえて解釈するとすれば、GPIFは特別法的性格を持つものでございまして、独法通則法に優先すると考えるのが普通であろうと。

なお、GPIF法5条の3第1項第1号には、これは前々からよく出てくるところではございますが、経営委員会の議決対象事項が「重要事項」の列挙並びに「経営委員会が特に必

要と認める事項」とBlanket Clauseを含めるという格好で定められております。また、5条の3第1項第2号には、役員の職務の執行の監督が経営委員会の業務、機能として規定されております。

これをあわせ読むと、当たり前なのですが、経営委員会はみずからが必要と考える重要事項を含めて「重要事項」を決定し、その決定に基づいて執行が行われているかどうかを監督する責任を負っている。これが第1の点でございます。

第2の点はそこから派生することでございますけれども、問題の本質は、ここでもこれまで何度か話題になりましたが、経営委員会が何を「必要な重要事項」と判断するか及び経営委員会の意思に基づいて執行部をどのように監督するかということがイシューになります。「重要事項」に関する意思決定に当たっては、何に気をつけなければいけないかといいますと、積立金の効率的な運用を図る上に必要な執行の機動性、柔軟性に留意するということと、主として非常勤の経営委員で構成される経営委員会の資源制約あるいは時間的な限界、これを考慮する必要があるということでございまして、こうした趣旨は、これは経営委員会で議決したわけですが、中期計画にも記載されているところであります。

これはもう私自身の解釈なのですが、GPIFの業務運営の主体はあくまでも執行部であると考えます。経営委員会は何かといいますと、国民から見た執行の信頼性を担保する、そういう役割を担っているということだろうと思います。

これが2点目でございまして、1点目、2点目を踏まえまして、3点目、内部規程との関係であります。内部規程によって組織が形づくられるということでございますが、そうした枠組みの中で理事長が業務執行をすると考えられますので、組織体制の基本的な枠組み、その他の重要事項を定める内部規程については、経営委員会の責任において精査し議決する必要があるというのが基本的な考え方であろうと。勉強会での議論も踏まえますと、私はそのように考えております。

蛇足でありますけれども、以上のように考えますと、規程の見直し作業は経営委員会としての善管注意義務のコアを成す重要な仕事であるということになろうかと思います。

これが土台となる考え方を整理させていただいたものでございますけれども、古賀委員、この間の話から、いかがでございますか。

○古賀委員 そういうことだろうと思います。ただ、私がこの前言いたかったのは、そのことをGPIF執行部や厚労省との間で、きちんと意思があつていているのかどうか。そこが非常に重要なところではないかと思うわけです。

○平野委員長 はい。

○高橋理事長 大変僭越でありますが、基本的な考え方について異議はございませんが、特に1番目のGPIFの理事長というのは、経営委員会が意思決定をしたら、それに全て従うということにつきましては、それはそのとおりなのですが、きょうは経営委員としての立場として申し上げます。恐らくGPIFは、執行陣は経営委員会にも当然監督していただいて

おりますが、国にも私の任命責任がございまして、国と経営委員が一体となってきちんと執行陣を見ていくということになると思われますので、そうなりますと、この規程も経営委員会が全て重要だと思ったら何でもということではなくて、恐らく規程は重要なものだけが限定列挙してあって、あとはバスケットクローズでつくってある。

その趣旨は多分、さらに重要なこと、その他については、人事上監督している国と経営委員会が、執行陣も一緒になって円滑な意思疎通を持って仕事に当たってくれという趣旨ではないかと思いますので、これから作業を進めていく上で、大変口幅ったい言い方ですが、要するに、経営委員会が全て万能だということではなくて、平野委員長もそのような趣旨で言っていただいていると思うのですが、あくまでも人事権は結局國にありますので、そことのバランスの中で両者、国と経営委員がきちんと力を合わせて執行陣を監督していく。それを国民にきちんと説明することではないかと思っております。

○平野委員長 ありがとうございました。

全く同じでございます。それはもう法律上もはっきりしていると思うのです。経営委員会が決定する重要事項、例えば基本ポートにつきましても、あるいは中期計画につきましても、最終的に厚生労働大臣の認可を得て発効するというつくりになっておりますので、全体として厚生労働大臣の監督がそこにかぶさってくるということであろうと思います。

したがって、変な話ですけれども、経営委員会が厚労省と全く別の観点で勝手に動いて決めて、それをもとに監督をするという構成には法律上もなっていないのではないかという気がしますので、私は今の高橋理事長のおっしゃることに全く異論はございませんが、厚生労働省のほうも石川課長からちょっとコメントをいただけるとありがたいと思います。

突然で済みません。ちょっと考えますか。いいですか。

●厚生労働省石川資金運用課長 御指名ですので、僭越ですけれども、委員長がおっしゃったとおり、GPIFの業務はGPIF法、法律の規定にのっとって行うということが非常に重要であります。あとは経営陣、経営委員会が、先ほど委員長から御発言がありました重要事項の決定と執行部の監督という役割を担うこともあります。

一方で、中期目標、中期計画にも書いていることだと思いますけれども、そういう経営委員会が定めた方針に沿って執行部が与えられた責任と権限のもとで専門性やその裁量を發揮し、適正に業務を執行する、それを経営委員会が監督するということになっておりますので、まさにそういう意味では、国の先ほどの任命責任というところはともかく、国が示した中期目標とそれに対応する中期計画に書かれている記載に沿って、国、GPIFの執行部、あとは経営委員会、それぞれが役割を果たしていくことになろうかというように理解しております。

○平野委員長 ありがとうございました。

多分、先ほどの古賀委員の指摘も趣旨は同じことであると考えます。さらに蛇足的につけ加えますと、その点は日銀法とつくりが違うというようにも思います。いずれにしましても、基本的なところはそういうことで共通認識があると理解させていただいて、それで

は、堀江委員のほうから御報告をお願いできればと思います。

○堀江委員 04の報告事項（2）「現行規程の点検プロジェクトの進捗状況等について」という資料に沿って説明します。

標記プロジェクトを、下記の方針で進めたいということで、3点御報告させていただきます。1のところは今、平野委員長がおっしゃった考え方沿って改定作業を進めたいというものです。

2ですが、改定箇所は結構いっぱいありますが、その中で当面優先的に検討する規程を絞りたいということです。そのポイントですが、外部専門家のシティユーワからの御指摘で、重要度が高い旨の提言があったものと、前回の第13回「経営委員会」での厚労省からの指摘事項、これは端的に申しますと制裁規程のところですが、その指摘事項を踏まえて、下記の5つを当面優先順位の高いものとして改定を進めたらどうかと考えております。

①は組織規程です。そこに書いてあるとおりですが、組織規程は組織体制の基本的な枠組みとガバナンスを規定するものであって、極めて優先順位が高いだろうと考えています。

組織規程を実際に機能させるためには、それに関連する規程の変更が必要になります。それが②でございます。2つに区分しています。Aが権限分配のところに絡むもので、法人内では「規程の規程」と総称されているものようですが、規程等の制定等に関する規程です。少しややこしい名前ですが、どの規程を経営委員会で決めて、どの規程を理事長が決定するといった、その権限分配を決めるようなものが規程等の制定等に関する規程です。もう一つ、ここに文書管理規程が入っているのは、現在の文書管理規程の中に決裁権限が含まれるからです。シティユーワの提言によると、これは分離して組織規程の中に組み込んだらどうかとされていますので、それに関連して文書管理規程をここに記載しています。

もう一つは委員会等の関連等です。ここは経営委員会規則だとか上記の組織規程の中で設置されることになる委員会等に関する規程がございまして、シティユーワの提言の中では、ここに書いたものが含まれており、これを一括して改定したいということです。

③は内部統制の基本方針で、これはガバナンスのかなめになるようなものですので、優先順位の高いものということで、内部統制の基本方針を改定したいと考えています。

④は先ほど言ったとおり、厚労省等からの指摘もありましたので、これも早急に変えるべきものと認識しております。

⑤としては、上記のもの以外のもので、外部専門家から優先順位が高いと提言されている規程でございます。

以上の5つでございます。なお書きで書いてありますが、監査委員会に関する規程も提言の中に優先順位度が高いというようになっていましたが、これは監査委員会で同時並行的に改定させていただいて、経営委員会に報告する予定です。これが2番目のポイントでございます。

3番目ですが、ざっくりした日程を示しております。次回の経営委員会は10月15日です

が、その経営委員会の場で上記の優先的に検討する諸規程に関する具体案を監査委員会から提示させていただき、今、申しました5つの規程を、5つの中でも順番をつけたいと思っていますが、遅くとも11月の経営委員会までには議決を得ることを目途としてやっていきたいと思っております。

なお、10月の経営委員会で具体案を監査委員会から御提示させていただきますが、その前に、重要な内容でございますので経営委員会の方及び執行部の方に対して、適宜事前説明をして意見を求め、意見を反映させたものを提案させていただきたいと思っています。

ただし、制裁規程の改定に関しては、規程の改正案を事前に厚労省においても確認した上で、経営委員会での議決を含めGPIF内での手続を経て、厚労大臣への届け出と公表を行う。こういった手順を経る必要がありますので、11月までにやりたいのですが、そういった手順がどのぐらいかかるのか、今の時点ではよくわかりません。従って、上記の想定よりも時間を要する可能性があるということで、ただし書きをさせていただいております。

簡単ですが、以上でございます。

○平野委員長 ただいまの報告につきまして、御意見、御質問があればどうぞお願ひいたします。

どうぞ。

○高橋理事長 ここはまた経営委員として御相談ですが、通常は、こういった組織規程の原案は執行陣が指示を受けて書いて、それに御意見をいただくということになると思っております。私が言うのも恐縮ですけれども、監査委員会の職務は、恐らく監査、監督だと思いますので、私が一番懸念しておりますのは、原案を監査委員会でつくって、それを執行陣なり厚労省なり経営委員会に諮るということになりますと、監査する人が監査する規程をつくるということになりますので、それは後日、国民の目から見たときに、なかなかガバナンス的に、実際にはちゃんとやってください、わかりましたと。それはもうそうなのですが、形の上では、執行陣が経営委員会の指示を受けて原案をつくり、そのときには当然シティユーワの案も参考にし、その原案について重要なものについて経営委員会の御議論をいただくという手順で進めたほうが、外から見たときに適當ではないかと考えております。

○平野委員長 ありがとうございます。

確認なのですが、理事長がおっしゃるのは、この規程全般のつくりに関するお話ですか。それとも、2のなお書きに書いてある監査委員会に関する規程に関してですか。

○高橋理事長 監査委員会に関する規程については、執行陣ではつくれないと思いますので。

○平野委員長 上のほうでね。わかりました。

いかがですか。どうぞ。

○岩村委員 もともと経営委員会のマターであって、経営委員会から委譲を受けて作業をしている。そういう位置づけで、この案は書かれているのではないかと思うのです。した

がって、監査委員会が監査委員の独自の権限で策定作業をしているという認識は、我々としては持っていないわけです。あくまでも経営委員会が自分たちで制定するものについてした作業を監査委員会に委嘱している。こういう位置づけで、言ってみれば、法令で言えば各法、政府提案の法律があるのと同様に、議員提案的な形で行われるという部分。そういう意味での経営委員会の制定と、このように理解しているのです。私はそのように理解しています。

○平野委員長 いかがでしょうか。

○古賀委員 ただ、文面を見ますと、3の日程についても、提示するまでには経営委員及び執行部に対し適宜事前説明をして意見を求めるということは、起案はどこか違うところがやるのではないかというようなことですね。そういう意味で、私は、理事長がおっしゃったように、監査委員会として点検を行い、こういう課題が提起されたので、それを経営委員会として認知して一度この課題について、執行部としてどうあるべきかの原案をつくる。その過程で経営委員会にかける前に、経営委員や監査委員等々と意見交換をしながらというのは当然あってしかりだし、というのが私はこの種のことの道筋ではないかという感じはしますけれどもね。

○平野委員長 どうぞ。

○中村委員 私も同感です。この資料そのものが監査委員会から提出されていて、会社のルールを監査委員会でつくるというストーリーになっているものですから、私の経験からすると極めて違和感があつて、手続上、古賀さんが言われたように、どう監督するかという手続を決める部分は監査委員会で当然決めるのだろうと思うのですが、法人が事業運営をするところの骨格の手續とか、そのルールを監査委員会でつくるというのは変だと思います。そうすると、監査委員会を監査する委員会をまたつくらなければいけないということになるので、それが経営委員会だとすると、位置づけが違うと思います。吉賀さん、高橋さんが言われた形が私はすっきりします。

○平野委員長 いかがですか。実際上というか、実務的にはそんなに大きな違いはないと思うのですけれども、この物のつくりとして、規程の見直しにかかわる今までの議論を踏まえた起案をどうするかというところですね。そもそもこの作業が経営委員会から発しているものであるということは、それでこれまで監査委員会が経営委員会のいわば付託を受けて検討してきましたと。シティユーワの意見も聞きましたと。問題点の洗い出しができましたと。それから先の作業はこれを踏まえて、実際、具体的に起案をするという作業が次にかかるわけですね。

起案を執行部が起案するのか、あるいは監査委員会がこれまでの作業の延長線上として起案するのかということなのですけれども、しかし、実際問題として、監査委員会なり経営委員会は当然なのですが、それとの意見のすり合わせが起こるわけでありますから、私は実務上そんなに大きな問題はいずれにしても生じないと思うのですが、理事長ないし中村さん、古賀さんが言ったある種の筋論は立てておいたほうがいいかなという気もするわ

けでありますて、この辺はちょっと委員の方々で意見が違うかもしれませんので、いま一度、今の2つの考え方があるわけありますけれども、どんな感じかということをそれをお伺いしておいたほうがいいかなと思うのですが、突然で申しわけない。

○加藤委員 私も今、お話をお伺いさせていただいて、理事長がおっしゃったように、執行部で起案して監査委員会で十分もむというほうが自然のような気がします。

○平野委員長 新井さん。

○新井委員長代理 私も理事長がおっしゃったような形で、起案は執行部のほうでしていただくのが、普通の組織規程のつくり方なのではないかと思います。

○平野委員長 岩村さん、いかがですか。

○岩村委員 私は経営委員会から委譲を受けているという立場でやって一向に構わない。こういうことでございます。何の問題もない。

○平野委員長 小宮山さん。

○小宮山委員 それでいいと思うのですけれども、ちょっと気になるのがスケジュールのところで、執行部の方たちに、このスケジュールだとかなり御負担がかかってしまうのではないかと。そこが気になるのですけれども、それである程度こちらのほうで論点整理をしてすり合わせができればと思っていたところはあるのです。

○岩村委員 実際問題はかなりでき上がっていまして、作業のペースは、大体このスケジュールで何とかなるだろうという見通しのもとに申し上げていることでございまして、また最初からということになるとどうなるのかは、必ずしもよくわからないと思います。

○平野委員長 承知しました。

それでは、具体的な作業のあり方につきましては、先ほど理事長から提案があった線で、執行部が起案するところの議論を踏まえてということにさせていただきたいと思います。それから、スケジュールに小宮山委員から御懸念の提示がありましたけれども、あらあらのところはもうお話ができるいるということを前提とすれば、一応暫定的にこのスケジュールでやってみて、もっと言うと、年内ということで、もう一回12月というある種の保険もかかっているということで、できればこのスケジュールでなるべくやって、間に合わない部分は先に回さざるを得ないという感じで、作業に取りかかっていただくのはどうでしょうか。

どうぞ。

●三石理事 最初に誰が起案するかということを整理されたかと思うのですけれども、執行部で起案をするといった場合に、小宮山委員から御指摘がありました、作業が間に合うのかということですが、確かにシティユーワの報告書をそのまま規程化するというのであれば、機械的な作業になるのですが、前回の勉強会のときにも、いみじくも申し上げさせていただきましたように、そもそもシティユーワの報告書の内容そのものについて、若干違和感があるということもございますので、中身についてもある程度経営委員会で方向性を出していただきませんと、なかなか作業が、こう言ってはあれですけれども、結局は無

駄な作業になってしまうというところがございます。

具体的に申し上げますと、先ほど委員長の最初の基本的な考え方でお話がございましたように、経営委員会の重要事項を決定される。それに従って執行部としては専門性や裁量性を発揮するというたてつけになっているわけでございまして、経営委員会が議決すべき重要事項は基本的にはGPIF法で限定列挙されていて、最後にバスケットクローズで、経営委員会が特に必要と認める事項を重要事項とするということになっておるのであります。

例えは今回のシティユーワから出されている資料を見ますと、ありとあらゆるいろいろな規程が全て重要事項だということで整理をされているのですけれども、それは経営委員が特に必要と認めるその理由、背景がいま一つよくわからないというのがございます。具体的に申し上げますと、昨年10月に一度経営委員で議決をしていただいた際には、特に必要と認める事項を一度私の方から御説明させていただきましたけれども、法律上限定列挙されているものに加えて、経営委員の方々御自身を縛る、あるいは考え方や行動を縛るようなもの。例えは投資原則とか行動規範でありますとか、経営委員会規則でありますとか、倫理規程であります。そういうものはやはり特に必要と認める事項になるのではないかでどうかという形で御説明させていただいて、その部分はバスケットクローズのところで重要事項という形で整理をしていただきました。

しかしながら、今回のこの提案を見ますと、いろいろな投資委員会の規程でありますとか、さまざまな情報セキュリティ管理規程、これは例えはそういった各委員会の構成メンバーをどうするかということも含まれると思うのですけれども、そういうところについてまで重要事項というようにお考えなのでしょうか。そうなると、もしそのメンバーが交代するたびに、役職がかわるたびに一々経営委員会におかけするのでしょうかということになってまいりますので、そもそも今回の規程の見直しの大きな方向性については、やはり一度経営委員会で御議論いただいたほうがよろしいのではないかと僭越ながら考えております。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 ガバナンス法案を通ったときにいた者がもう私しかおりませんので、当時の背景と議論について、少し基本的なことでコメントさせていただきたいのですけれども、もともと限定列挙にした後にバスケットクローズを得たときの議論を、当時を思い起こすに、逆にバスケットクローズで重要事項とする場合は、経営委員会側にそれが重要な意思決定であるという説明責任があるという説明を当時、年金局や厚労省のほうから受けておりました。

そういう意味におきましては、シティユーワが重要だということだけでは意味はなく、それを得て、経営委員会のほうでこれは重要事項であるという説明をして議決をしていただくということによってのみ重要事項になるというのが、当時のガバナンスの法案の議論をしていたときに受けた説明だったと記憶しておりますので、そういう観点であれば、今の三石の説明を、もう少し過去の経緯に沿って根本的な哲学的な観点から意見を申し上げ

ているのですが、ここに書かれているものは、経営委員会としてこれが重要事項で、執行部ではなくて自分たちで決めるのだという説明をなされて意思決定をされたのかというと、ちょっとされていないのではないかと私は思っております。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 個別の案件で、審議をして議決をする過程でこれが重要だという判断をする。そういうたてつけではないのでしょうか。まず、これが重要だと決めて、その後、次に何かを議決する。そういう手順ではないのではないかと思うのです。

要は、議案がないと何を議論しているのかがわからない。まず、検討の素材があって、それについて審議がなされ、議決がなされるわけですが、その過程でこれが重要ではないと思えばそれは経営委員会で議論する必要はない、あるいは議決する必要はないという意見が出てくるでしょうけれども、要は、審議、議決の過程でそれが消化されていく。そういうたてつけではないかと思っているのです。

もう一つ、限定列挙とおっしゃいますけれども、それでは、7条はどのように解することになるのでしょうか。

●三石理事 法律の解釈は年金局のほうがよろしいでしょうか。

○岩村委員 いいえ。皆さん方がどう解釈しているのでしょうか。

●三石理事 法人を代表してかどうかはわかりませんが、たまたま昔、法令事務官をやっておりましたので、申し上げさせていただきますけれども、先ほど冒頭委員長が言われた繰り返しになりますが、あくまでも7条の1項は、これは勉強会のときにもお話が出ましたが、経営委員会から執行部が業務を、本来経営委員会がやる業務であるものを一部委任して行っているわけではないので、もともとは独立行政法人でございますので、法人の長たる理事長はその業務を総理するということで、業務の執行全体の責任を担っている。しかし、今回のガバナンス改革では、その規定にかかわらずということで、GPIF法の7条では、理事長は経営委員会の定めるところに従い業務を総理するということでございますから、経営委員会が重要事項を決定して、その方針に沿って、要は、方針に違反しないような形で業務を執行してくださいということでございます。

したがって、では、その方針とは何かというところで、今度はGPIF法の5条の3が出てきまして、具体的に業務方法書でありますとか、中期計画、年度計画でありますとか、こういった限定的に列挙されている事項は重要事項ですと。だから、ここで経営委員会が議決されたものについては、それに反しないような形で理事長以下の執行陣は業務を執行してくださいと。こういう理解でございました。

○平野委員長 厚労省からも御意見を頂戴したいと思うのですけれども、すごく簡単なことで、基本的な構造をもう一度申し上げるのですが、そもそもこのプロジェクトは経営委員会から監査委員会に委譲して、監査委員会が作業を続けてきました。それを受けまして、こういうことで規程の見直しをやつたらどうかという基本的な方向感が出てきました。実際にそれを具体化することについては、先ほどの理事長の提案もあって、議決はとりませ

んでしたけれども、一応一致した意見としてこれを踏まえて執行部が起案し、それを経営委員会にかける。その過程で監査委員会と意見のすり合わせをするという段取りについての合意ができました。

そもそも今、おっしゃった話は、それとはちょっと離れて、三石理事がおっしゃった話は、あるいは水野理事も同じなのですけれども、そもそもこの組織規程は、ここに書かれているのは、私は大枠としか見えないですね。実際問題としたら、これによって細かい各委員会の構成まで決めるのかどうかというようには見えないし、それは実際の基本規程の案が出てきて初めて確認されるという性格のものだろうと思います。

ですから、こういう方向で見直しをするということで、もう一度議決をとってもいいのですけれども、それは基本的な合意があると。これを一応参考にしながら、ただし、どこまでどういう形で決めるかどうかは、具体的な案件によってさばいていく。格好としては、そういうことに尽きてしまうのではないか。例えばシティユーワでこれ以外にもいろいろ提案もあるのだけれども、各論に入ると結局、済みません。だんだん声がなくなってきた。とりあえずそこでとめておきます。申しわけありません。

私は今、申し上げたように思っているのですけれども、厚労省のほうから意見があれば伺いたいのですが、いかがでしょうか。私が申し上げているのは、法律の解釈というよりは、この作業がこれまでどういう手順で行われてきたかということ。今、ここで議論しているのは、この作業の取り組み方については合意がきました。そもそもこういう論点で、今、堀江さんからあった紙に書いてあるような方法を基本としながら規程の見直しを進めていくということについて、私は、これはもう当然に経営委員会の意思が働いていると思うのです。これはどこで読むかと言えば、特に必要な事項だからということで合意があつて進めていると思っていますが、それについても何か異論がある、あるいは経営委員会としていま一度きちんと議決をとるべきだということであるならば、それはそのようにしたほうがいいと思うのです。その点について、ちょっと御意見があれば、なければ、そんなことでよろしゅうございますか。

そうすると、論点はただ一つで、こういう格好でシティユーワの意見も踏まえて、勉強会も踏まえて、一応こんなことでどうかということが案として出てきました。これを受け、基本的にこれを踏まえて執行部が中心となって作業を進めるというのが、今の構図になっているのですけれども、それで構わないかどうかということなのです。

○高橋理事長 混乱させて申しわけありません。執行陣のほうで起案はさせていただくということで御了解をいただきましたので、どのくらいできるかはわかりませんが、次回の経営委員会のときには、もう下作業もしていただいておりますので、できる限りいろいろ、多分、具体的にここをこう変えるとこのように困るのだとか、そういうところも含めて、できれば重要だというところの案に沿った検討原案をつくりまして、御意見をいただきたいと思います。その過程で、もう一回厚労省ともちゃんと確認をしまして、こういう論点がありますとか、シティユーワさんから出されたところについてはこうだとわかるような、

課題を横に並べるような形で一度御意見をいただいて。少なくとも経営委員会には、どこから辺までできるかわかりませんが、10月のときには規程内容プロジェクトの原案を執行陣のほうで出させる方向で準備をさせ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。

どうぞ、岩村さん。

○岩村委員 要は、たたき台がないと議論は進まないと私は思っておりまして、それをまずはどこかがやらざるを得ないと。そこをきちんとやってくれるという前提で理解したいと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○古賀委員 それと、わかりませんけれども、今、水野さんとか三石さんがおっしゃっているのは、この規程を一言変えるのに全部経営委員会の重要案件の議決が必要なのですかと。こういうことをおっしゃっていると思うのですね。本当にそうなのですか。こういう規程については、先ほどおっしゃったように、ちょっとメンバーがかわる可能性もある。それを全部これは経営委員会が議決するのですか。そこはどうなのですか。

○平野委員長 それは実際の規定ぶりによるのだと思うのです。普通は私の理解するところでは、私の経験則的に言うと、そこまで意思決定機関がやることははないのです。

○古賀委員 私もそう思うのです。これだけのものをね。

○平野委員長 だから、ここに書いてあるのは、多分、基本規程であって、メンバーをどうするとか、要するに、基本規程とは何かというのは、設置しますと、目的はこうですと。あのメンバー構成、例えば実際の運用は、これはもう理事長に委任しますと。多分、そのようなイメージではないかと思われます。その規定ぶりそのものが、今後の業務運営にとってぐあいが悪いとか、あるいは経営委員会が介入し過ぎだという御議論があれば、その規定のたたき台をもって、そこで議論して決めていくというプロセスを経るということなのではないかと思うのです。ですから、御懸念の点はもっとものですが、それは実際の規定ぶりを見てみないとわからないということだと思います。

それでは、今、理事長から御提案がございました線で、ちょっと御苦労ではございますけれども、ひとつよろしくお願ひいたします。

●辻経営委員会事務室長 根本委員の御意見があります。

○平野委員長 ちょっと悪いけれども代読してくれますか。

●辻経営委員会事務室長 わかりました。

済みません。根本委員からメールで文書をいただいております。現行規程の点検プロジェクトについてです。

組織規程、内部統制の基本方針等を整備することは、当法人のガバナンスを強化する上で重要であり、優先順位の高いものから進めるという方向性には賛成です。

その際に、外部専門家の意見は参考になりますが、以下のような観点もあるかと思います。

●で1つ、東証のコーポレートガバナンスコード、基本原則4では「取締役会は企業戦略の大きな方向性を示し、経営幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」が示されている。それを受けた上場会社の間では、取締役会の議決事項を減らして重要な案件に絞り込み、そのかわり議論の深度を深めるような傾向が広がっている。

●の2つ、規程の制改定、組織の設置や人事について、細部にわたって経営委員会がかかわると業務執行のスピードや効率性を制約する懸念もある。経営の執行と監督を分離している当法人の制度（外部専門家も指名委員会等設置会社と同様と指摘）の趣旨を生かすことが望まれる。

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、本件については御議論のあった線で進めていくことにいたします。

最後に、13回「経営委員会」の議事概要及び議事録につきまして、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13回「経営委員会」の議事概要及び議事録につきまして、御出席の委員、根本委員がいらっしゃっていないので、根本委員以外の御署名をいただいているところでございます。

経営委員会において第13回の議事録の作成及び第13回の議事概要の公表について、根本委員のサインを得たところで承認を得たということ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、近日中に根本委員にサインをしていただくように伺いたいと思いますけれども、それで議事概要の公表の手続を進めさせていただきます。公表時期につきましては、根本委員の御署名後、速やかに公表したいと思っております。

以上でございます。

○平野委員長 本日の議題は以上となります。

事務室から連絡事項等があればお願ひいたします。

●辻経営委員会事務室長 今後の経営委員会につきましては、09の今後の経営委員会の予定等をお聞きいただきまして、次回は30年10月15日月曜日、第15回「経営委員会」が9時から12時に予定されております。また、第18回「監査委員会」が30年10月11日木曜日、1時半から3時半まで予定されております。以降の予定はiPadに記載のとおりでございます。

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でお願ひいたします。また、iPadにつきましては、お持ち帰りにならないように御注意をお願いいたします。

○平野委員長 これをもちまして第14回「経営委員会」は終了します。お疲れさまでございました。