

第16回経営委員会議事概要

1. 日 時：平成30年11月19日（月）9:00～12:30
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席委員等：・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
・高橋理事長
4. 議事概要

【議決事項】

「統合ネットワークの調達について」

統合ネットワークの調達について、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。

委員 本件については賛成だが、少し専門的な分野でもあり、システム仕様や費用について、比較衡量する知識を持ち合わせていない。それぞれの組織で機能や役割が違うので、一概には言えないと思うが、例えばGPIFのような分野のネットワークにどれぐらいお金がかかっているか、どこかの機会で構わないので、開示できるのであれば開示してほしい。あるいはGPIFが今後、どのようなネットワークを組むべきなのか、ビジョンについても、開示していただくほうがこの種の理解が進むと思うので、要望したい。

もう一点は、新ネットワークの導入によって、総合的な情報セキュリティー対策の強化は必要になってくるので、その強化や政府方針であるインシデント対応などについても具体的な検討を行ってほしい。

理事長 委員の発言のとおりである。今回の提案については、この後に説明する投資判断用データの収集・活用等の前提となっているものなので、将来のGPIFとしての投資判断の基礎になるものであり、あわせて議論いただければと思う。また、他の投資組織がどういった形でシステム処理、データ処理にコストをかけていて、どういう戦略をとっているのかということについても、常に情報を収集して、できる限りの情報提供をさせていただきたい。

委員 私もデータの関係はよくわからないが、大きな額なので世間的に見ると、これが妥当なものだ、必要性が高いものだという説明ができないと、何をやっているのだろうという懸念を抱かせる可能性もある。

例えば利便性の中での一番のポイントは、リモートアクセスができるということだと思うが、それがGPIFにとってどの程度有用性のあることなのか説明してほしい。

もう一点は金額の関係だが、次期中期目標期間で発生するとのことだが、次の5年間もほぼ同じように費用が発生するという理解でよいか。

執行部 リモートアクセスについては2点あるが、1点目は、現行の業務体系である。今のネットワークができたころと比べると、経営委員も含めて、外からアクセスして仕事をする機会がふえている。海外出張に限らず、国内でも外部の会議に参加する機会などが大変多くなっている。そのたびにファイルを外に持ち出して仕事をしなければならないが、業務上のリスクが非常に高いので、今回の施策によって外に持ち出さなくてもできるようになる。

もう1点は、先ほど理事長からも発言があったが、GPIFとして資産運用のデータのあり方そのものを見直していこうとしており、外からデータを持ってきたり、外にあるデータを見に行ったりすることが必須になるため、この仕掛けをつくらないと、せっかくデータをためてもタイムリーに見られないという状態になってしまう。

保守費用については、システムは、大体5年間で保守が切れるが、その保守を延長するのはかえって割高になるので、一般的にはシステムを刷新することになる。5年後にコンピューター技術やセキュリティーのレベルがどの程度必要かというのは、今から想像がつかない。そのときには変える中身によっては、その後の費用は変わってくると思うが、今回はかなりきっちりと対策をしている部分があるので、それほど大きくは変わらないと思っている。

委員 今は海外出張において、リモートアクセスで、リアルタイムでサーバーに接続できないが、例えばどのような方法をとっているのか。

執行部 今はメールで送ったり、紙で持っていったりしている。

委員 そのほうがセキュリティーとしては危険であるということか。

執行部 そのとおりである。

委員 資料に書かれているように効果があるので、やったほうがいいと思うが、金額からすると結構大きなシステムなので、本番稼働までの準備期間が実質8カ月というのは不安な体制だと感じた。PMO支援業者が入っているが、コンサルテーションなので、目標時期までに本番稼働できなくても損害賠償を負うという責任もないので、本当に間に合うのか。

執行部 期間的にそれほど大きな余裕があるわけではなく、スケジュールリスクがないとは言えないが、アプリケーション開発はほぼなくデータセンターにいろいろなものを構築する期間がほとんどで、あとは設置、設定が中心になる。

委員 ソフトウェアの費用というのは、ほぼ買ってくるソフトになるのか。

執行部 そのとおりである。

委員 そうであったとして、結構大きなプロジェクトなので、リスクは少ないとは言えない。これをやることは大事だと思うが、このリスクをどう管理するのか、目標本番稼働時期に絶対に本番稼働するというのをPMO支援業者に依存するならば、その責任をきちんと明確にし、プロジェクトが遅れたときには損害をどう負

担するかというものがないと、ずるずるといく可能性がある。リスクが余りないというのは、やや甘いという気がしたので、PMO 支援業者のところはしっかりしたほうがよいと思う。

執行部 PMO 支援業者はどちらかというところについて支援を手伝ってくれるところなので、委員の指摘のとおり、これから調達するベンダーとの契約の中で検討していきたいと思う。

委員 いろいろと委員から意見が出たが、事の本質は、最初に複数の委員から提起された問題に戻るが、必ずしも専門知識がない経営委員が、専門家が提案するプロジェクトの合理性をどう評価するのかということにあると思う。今回の大規模システムについては、例えば類似のシステムと比較衡量してどうか、あるいは独立評価機関の意見書のようなものがあると考えやすいと思う。今回はそれに該当するのが PMO 支援業者だが、PMO 支援業者はベンダーとしての顔も持っている。日本にそういう独立した評価機関があるかわからないが、そこが責任を持って評価し、意見書を提出するとなると、コミットメントが強くなると思うので、できるかどうかはわからないが、検討してほしい。また、委員から指摘のあったスケジューリングについては、仮に遅延が生ずるなどの重大な問題が生じた場合には遅滞なく経営委員会に報告してほしい。

【審議事項】

(1) 「投資判断用データの収集・活用について」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 2点あるが、イベントなどの資産への影響の把握が遅いというのは、インハウスを余り持っていない GPIF にとってはかなり問題なことなのか。2点目は、リスク管理の高度化を目指していて、今でもバリュエーション・アット・リスク、シナリオ分析など、高度化を進めているが、金融機関の場合、そのリスクを増やすか、減らすか、資本に対して大き過ぎる、あるいはもっととっていいなどの判断に結びつくが、GPIF の場合、どう生かされていくのか教えてほしい。

執行部 1点目については、リスクが低位で安定している状況であれば、ある程度のタイムラグも許されるのかもしれないが、今後、より運用を多様化していく中で、思いがけずリスクが増大している可能性もあるので、より早いタイミングでリスクを把握することが必要ではないかと考えている。

2点目については、海外の年金基金等ともいろいろ議論しているが、トラッキングエラーやバリュエーション・アット・リスクなどのリスク指標だけでは長期投資家である年金基金のリスク分析という意味ではなかなか難しい。将来にわたってどのようにマーケットが回復していくのか、どういうシナリオがどういう頻度で起こり得るのかを長期的に分析して、投資判断の一助にするという体制を海外の先進的な年金基金は目指しており、私どもも目指していく必要があると考えている。

- 執行部 現時点ですぐに必要なと言われると、必要ではないものもあるが、システム更改のサイクルを考えると、今後の高度化によって必要になってくるものは使えるように準備しなければならないので、システムについては、現時点で使うものよりも少し上を目指して準備している。
- 委員 現在、運用を多様化してきており、投資をしている人間やリサーチの人間の分析のフレキシビリティを高めることは、とても重要なことである。具体的にどの程度フレキシブルに分析や研究の業務ができるというイメージなのか。
- 執行部 現在のシステムでは、エクセルのデータとしてデータを落とすことやパフォーマンスをベンチマーク収益率と比較するという計算はできるが、そこから先はそのデータを自分たちで加工して分析しなければならない。また、リスク管理ツールを運用のフロントでも活用して委託先のファンドがどういったリスク特性を持っているのかを分析することは行っているが、そのリスク管理ツールが提供する機能に限られている。今後も提供されるサービスを使うか、それとも自分たちでフレキシブルに分析できるようなものにするか、具体的に調達する際に応募者を評価していきたいと考えている。
- 執行部 民間の金融機関等で普通にできている分析ができないというのが GPIF のシステムの現状だが、少なくとも GPIF のシステムでも民間の金融機関等が使っているデータ解析の手法が使えるようにならないといけないと思っているので、今回はそれに追いつくことを目指している。
- 委員 データベースの持ち方を変えると、投資判断用のデータ分析や長期的視点からのリスク分析がどうしてできるようになるのか教えてほしい。
- 委員 一般的に会計用データを分析に使用しようとすると、大変な時間がかかる。このため、分析するときは会計用とはまた別に分析用のデータベースとして持っていて、そのデータから分析するという理解でよいか。
- 執行部 そのようにしていきたいと考えている。
- 理事長 委員の発言のとおりであり、会計用のデータは実際に会計処理があったときに更新されるが、この先どうするかをシミュレーションするときには、取引が終わった都度データを更新していかなければならない。これを手でやると膨大な作業になる。会計用データほど厳密でなくても迅速に集められた投資判断用データをもとにリスク分析を行って、それに基づいて意思決定をしたいと思っている。
- 委員 全体をどういう体制で進めていくかをきちんと決めておかないといけない。複数のプロジェクトが連携しているので、どこかがシステム上ずれたり、定義を変えてしまうとほかへ影響するので、常に全体を見る形にしてほしい。
- 理事長 昨年の予算等の議論の中で、大口案件については、事前に議論したいという話があり、この先の中期計画も含めてこのデータ管理の案件がもっとも費用がかかるし、きちんとした方向感を持ってやっていかないといけないので、本日は整備イメージの日程をお出ししているが、どういう進め方、体制でやっていくかも含めて、前広に報告なり相談をさせていただきたい。

委員 投資判断用データベースが充実してくると、それを管理する人が重要になる。私の経験では、それは専門性が高くて、システムのことも投資のこともわからなくてはいけない。専門に管理する人がいないと、分析する人間が結局データの管理をしなければならず、そちらで時間が費やされてしまう。データベースの管理体制についてはどのように考えているのか。

執行部 データを集めてきても、いつの間にか使われなくなっていたり、新しいニーズが出てきたときに、どこからどのようにとってくるのがいいのかなど、PDCA を回していくデータ・マネジメント・オフィスが必要だと考えており、具体的に検討しているところである。

(2)「現行規程の点検プロジェクトの実行(2)」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 「委員会等の議決結果については、理事長が尊重をしなければならない」と整理し、規定を設けるという案は1つの前進だが、それでも足りないと思っている。GPIF は堅実な運用を期待されているので、積立金の管理運用のプロセスのあり方として、どういう仕組みがふさわしいかということを考えなければならない。

尊重も一つの回答かもしれないが、現在の理事長のことを言っているのではなく、今後のあらゆる理事長も含めて、いわば理事長の独走を許す場面が出たときに、これが本当に GPIF の資金管理運用として適切な手順なのかと考えており、やはり議決に拘束力を持たせたほうがよいのではないか。

理事長は最終的に責任を持つけれども、理事長が反対してその他の議決メンバーが賛成したときに、理事長が意に反する執行を余儀なくされることになれば、それは理事長の立場にそぐわないのではないかという意見があった。これはこれであるほどという面もあるので、議決の仕方を少し考えてはどうか。例えば理事長を含む過半数で議決するという形にすれば、問題は生じないのではないか。理事長だけでは先に進めないという制約が生じることになるので、こうした案も含めて検討してほしい。また、議決に拘束力を持たせるのであれば、議決メンバーを決めないと底抜けになってしまうので、やはりここで、誰と誰が議決に参加して、その過半数がどうあるべきだということを決めることが必要なのではないか。

前回は申し上げたように、我々は内部統制システム構築義務を負っているという立場であり、その観点から見たときに、その義務に違反する、義務の履行としては不十分だという批判を受ける可能性があるので、慎重に議論してほしい。

委員 法人の運営については、内部統制システムが機能しているか、それに、内部統制システムがきちんと定義されているか、この2点がセットだと思う。

独立行政法人は政府の政策実施機能であって、政策を決めるわけではない。理事長の専横が起きるかについては、内部統制システムが機能しているかという全体統制の話だと思う。内部統制委員会などで内部統制システムをチェックするこ

とになるが、それでは危ういからといって、経営委員会で全て議決するというのは、独立行政法人制度ができたときの精神に合わないと思う。内部通報や主務大臣による評価の仕組みもあるので、細かく1つずつ決めるというのは行き過ぎではないか。

委員 お二人の意見の違いを整理すると、GPIF は内部統制システムが機能しているかを含めて、執行部の監督機能を経営委員会が持つという構造になっており、理事長の専横も基本的には経営委員会がチェックできるのではないかという意見がある。一方で、重要な案件であるので、内部統制システムの一環として、投資委員会の議決の仕方、その効力について、もう少し踏み込んで明確にすべきではないかという意見がある。

委員 議決に拘束力を持たせるという意見は、投資委員会に限ってということか。

委員 ほかの委員会も場合によってはあり得るが、投資委員会が象徴であり、一番重要だと思う。執行部内での相互牽制機能を効かせるために、基本は合議制で安全、堅実な運営をしてほしい、という希望である。

委員 投資委員会は、GPIF 内部の組織だが、その議決が理事長を拘束できるかについては、法律的な解釈もあるので、厚生労働省から法律の解釈について説明してほしい。

厚生労働省 理事長の権限を制約する組織として経営委員会があり、先般の GPIF 法改正において、GPIF 法に経営委員会の権限や理事長の権限、職務について規定された。独法通則法に理事長の権限に関する規定がある一方で、独法通則法の例外的な仕組みとして、理事長の権限を制約する他の意思決定機関として経営委員会がある。理事長の権限と理事長以外の他の意思決定機関の権限については、法律上明示的に規定するということが必要と考えている。

投資委員会の議決が理事長の決定権限を拘束するということまでを内部規程である組織規程で定めることについては、法律上の明示的な規定が必要であるという観点からすれば、疑義があると言わざるを得ないと考えている。

委員 GPIF 法第7条において、「経営委員会の定めるところにより、総理する」と規定されており、「経営委員会の定めるところにより」という部分で、執行の仕方について定めて何か問題があるのか。

厚生労働省 「定めるところにより」について、GPIF 法上、経営委員会の議決事項に沿って理事長が職務を総理することとあわせて重要と考えているのは、経営委員会が執行部を監督するという規定もある。理事長は監督に従って職務を遂行することになる。委員の問題意識である理事長の専横に関しては、執行部の監督が経営委員会の権限としてあるので、それに沿って対応すべきことではないかと法的には考えている。

委員 「定めるところにより」というその定めの際の限界が、GPIF 法第7条に内在的にあるというのであれば、それはどこから来るのかということを知っている。極めて重要な内部の執行について定めて、何が悪いのかわからない。

厚生労働省 重要事項については経営委員会の議決事項として法律上規定されており、組織規程は経営委員会の議決事項に関するものではあるが、法制的には、理事長の職務執行が効率的に行われるための体制の整備をする一環として組織規程を定めるものと考えている。理事長が年金積立金の管理運用業務の執行に関する意思決定を行うに当たって事前の審議を行うなどのために投資委員会を設置することを内部規程である組織規程で定めることは可能であると考えているが、現に経営委員会について規定されていると同様の法律上の明示的な規定がない限りは、投資委員会の権限が理事長の権限を拘束することまでを内部規程レベルで定めるのは疑義があるのではないかと考えている。

委員 疑義があるという結論はわかったが、理屈がよくわからない。経営委員会の議決事項の中に、組織に関する規定で重要なもの、あるいは委員会が必要と認めるものについて議決ができるとあるので、内部統制の基本的な部分であるという認識を委員会が持てば、決められるはずである。どうして実質的に排除しているのか、その原理が私にはよくわからない。

委員 いま一度整理したい。経営委員会の議決事項の中に、その他重要事項という Blanket Clause があり、経営委員会が重要だと判断するものについては、原則として経営委員会が定め、これに従って理事長が執行を総理することになる。

一方で、経営委員会は相当強い監督機能が付与されており、例えば投資委員会との関係で言えば、監査委員は投資委員会に出席しており、その場で意見を言うことができるし、何か不都合が生じた場合には遅滞なく経営委員会に報告し、その判断を仰ぐこともできるし、経営委員会として監査委員会に指示して理事長の執行の是非について調査して判断するもできる。

その監督機能と尊重規定だけでは、きちんとした内部統制が機能しないという委員の意見があったが、理事長がこれを尊重しない場合には、当然なぜかと釈明する義務もあるし、経営委員会が介入することもできる。経営委員会の監督のフレームワークを使えば、合理的な範囲内で理事長の独走が抑止できるという考え方もある。発言のなかった委員からも発言願いたい。

委員 難しい問題であるが、今の統制の仕組みで機能しているのではないかと思う。

委員 委員が提案された案のほうが頑健なフレームワークかもしれないが、総合判断として監督機能で十分であると判断されたのだと思う。

委員 私も統制はきいているのではないかと思う。ただし、GPIF 法第7条と独立行政法人の性格についての解釈がいつもネックになるので、これを機会に厚生労働省ときちんとすり合わせをするべきではないかということも課題提起しておきたい。

委員 私も、現状でそれなりの拘束がきいていると判断している。

委員 前回も申し上げたが、将来的には GPIF の運用の仕方も複雑になってきて、組織も大きくなっていく中で、将来選ばれる理事長が経営の専門家であると同時に全ての運用についての専門家であるという保証はないので、投資委員会についてはある種の歯どめのようなものを制度として用意しておく方がいいのではないか。

現在うまくいっているとしても、将来どのような人が選ばれるかわからないので、仕組みとしては用意しておいたほうがいいのではないかと考える。

委員 今はいまうまく回っているが、投資委員会は莫大な金額を動かしているのだから、事前の内部統制を効かせるという意味では、議決が必要なのではないかと考える。

委員 投資委員会のみ議決メンバーをここで決めて、理事長を含む過半数というように規定ぶりを工夫すれば尊重でもいいと思う。議決の仕方について工夫すれば、うまくおさまるのではないかと考える。

委員 本日もいろいろな意見が出て、もう一度頭の整理をする時間があったほうが良いと思うので、委員から提案があった案と執行部案の2つの案を規定に落としたものを見て、いま一度議論して決めたいと思う。

委員 権限分配規程については、内部の細かな決裁手順というのであれば、理事長決定事項でいいと思うが、報告という形で構わないので、この審議の過程で提示してほしい。我々が考えているものと実はイメージがずれている可能性もある。組織の形は、どの部署にどういう権限を与えるかということと、組織の中で縦のラインでどう権限を分配するかが一体になって組織規程はできているはずであり、組織の重要な部分である。個人的には、執行部内の問題だから経営委員会ではなくて理事長のmatterだと整理する理屈自体余り納得できておらず、GPIF 法第7条で重要なものについては、経営委員会の定めるところに従って執行部は行うたてつけだと理解しているので、権限分配規程も含めて案を示してほしいと思う。

執行部 経営委員会規則で何を経営委員会の議決事項とするかを示して、議決していただく予定なので、理事長が定める権限分配規程がどういう書きぶりになるのかも、そのときに参考資料として示したい。

委員 業務方針の資料で色付けされている部分は、中期計画、年度計画や業務方法書などに記載があるので、実質的に経営委員会や運用委員会で議決や議論を行ったとのことであるが、文章を見ただけではわからない。経営委員会が決めたものと明示するような形にしてほしい。将来的には中期目標から来る中期計画や年度計画についても、例えば、我々の中期計画は中期目標を敷衍したものである、ということを示すようなめり張りのある文章にしてほしい。

執行部 前回も申し上げたが、厚生労働大臣から与えられた中期目標があって、それに対して法人として決める中期計画がある。それぞれ5年間のものであって、その下にさらに年度計画がある。それは規程見直しプロジェクトというよりも、中期目標や中期計画から重複するような表現を割愛するなどの工夫が必要になるので、中期目標、中期計画の議論の中で整理するのが効率的だと考えている。

委員 業務方針について一番簡便な方法としては、文章、表がうるさくなるが、それぞれの条文の後ろに括弧書きで、これは経営委員会で決めたもの、中期目標を引いたものなどを書いておけばはっきりする。書いていないものについては、実務的なものなので、経営委員会が決定するような話ではないとなる。

執行部 いずれにせよ、中期目標、中期計画の議論が来年から始まるし、年度計画をど

のように定めるかも議論が始まるので、それとあわせて議論してはどうか。

委員 業務方針についてはいずれかの時点できちんとしてほしい。

委員 業務方針の進め方については、執行部の発言のとおりでよいのではないか。

執行部 過去の経緯では、もともと目標は厚労省から与えられるものなので、それに意見するのはいかなものかと言われたところから始まっている。次回つくられるときには経営委員会を通じて、執行部の意見なども入れた上で目標が来るのが望ましい。

委員 今後、中期目標、中期計画、基本ポートフォリオという一連の作業が続く。経営委員会ができて初めてのことなのでどこまでできるかわからないが、GPIF として、経営委員会として中期目標に対して意見するチャンスを確保してもらい、それをプロセスとスケジュールの中に織り込んでほしい。

厚生労働省 実際にどのように進めるかは、今後、執行部も含めて、省内でも検討が必要だと思う。本日の議論は十分受けとめておくので、今後の検討に生かしていきたい。

委員 そういう議論があったことを伝えてもらい、どういう回答があったかということをもた経営委員会にフィードバックしてほしい。

委員 31 年度から財務報告基準が変わり、事業報告書に運営の状況や方針などを書くことになる。その中には、業務運営上の課題やリスク、対策などを書くことになるので、一般国民にも出すものではあるが、主務官庁に対して出すものでもあるので、それも意見する手段として活用できるのではないかと思う。

委員 経営委員等に対する制裁手続きについては異存ないが、制裁の内容をどうするかも一つのポイントなので、よく検討をしてもらいたいと思う。非常勤の委員の制裁としてどのようなものが適切なのかという観点から検討することと、法的には制裁は監督任命権限から来ており、経営委員会の任命権限者は厚労大臣なので、大臣の解任権との兼ね合いも考慮する必要がある。個人的には注意で済まないものは、基本的には委員にふさわしくないもので、解任いただくのではないかと考えているが、我々が介入するのではなくて、介入を答申するという仕組みになるのだろうと思う。実体規定も大事になるのでよく検討いただきたい。

委員 先ほどの投資委員会に関連して、組織規程の改正で CIO は管理運用業務担当理事になるとのこと。管理運用業務担当理事は GPIF 法第 6 条第 2 項で法律上の特別な位置づけを与えられている。判断材料の一つとして、なぜこういう規定ぶりになっているのか、当時の議論などを簡単に整理してほしい。

厚生労働省 法律の規定の考え方を過去に整理したものがあると思うので、執行部と相談して整理したい。

委員 管理運用業務担当理事の重要性は、立法過程で議論されたのだと思うが、それとは別に CIO という仕組みがある。CIO と管理運用担当理事との関係は、もともとどのように想定していたのか。管理運用業務担当理事と CIO は、セットのはずではなかったのかとも思うが、いま一つ整理ができていない。

- 執行部 CIOについては内部規程なので、執行部で整理して次回お答えしたい。
- 委員 会計監査人候補者等選定委員会設置要綱については、会計監査人の候補者選定を監査委員会が責任を持って行うという方向で、執行部と監査委員会の間で検討しているので、法律事務所の提言の内容とは若干違う形になると思う。
- 委員 会計監査人の選定は、外部の有識者が入った会計監査人候補者等選定委員会が設置されていて、その委員会の議論を経て、理事長進達で大臣が決めるという仕組みになっているが、そもそも会計監査人候補者等選定委員会が10月以降の新たなガバナンスの中で必要なのかということも含めて議論している。
- 委員 会社法では、監査役会や監査委員会が会計監査人を選定する事案をつくるということになる。会社であれば、監査委員会の中で執行側の監査人に対する評価や、内部監査部門の監査人に対する評価があって、その結果を受けて、監査委員会が最後に決めるという手続になっている。選定委員会があるのであれば監査委員会に対して提言するという定義にすればよいのではないか。
- 委員 監査委員会が選定することになると、どの会社でもつくっているが、監査委員会が選定基準をつくることになると思う。その選定基準に従って動くことになるので、選定委員会が別途必要なのか。これまでは理事長だけで決めていたので、何らかの客観性を持たせるために外部の委員会組織をつくったのではないかと考えており、その要否も含めて検討すると理解していたので、それを置くことを前提に書かれると違和感がある。
- 委員 内部統制の基本方針について、投資原則及び行動規範の遵守とあるが、経営委員会が定めるのは投資原則と行動規範だけではなくて、リスク管理の基本方針等に指針が含まれているので、例えば「投資原則、行動規範及びリスク管理の基本方針等の指針に則り管理運用業務を実施し」という規定ぶりにしてほしい。

【報告事項】

(1) 「国内株式パッシブ運用受託機関の審査結果について」

質疑等の概要は以下のとおりである。

- 委員 質問が3点あるが、1点目は、GPIFとして、パッシブのステュワードシップ活動について、十分なリソースとはどの程度かかるのか、2点目は、コストアップになるが、費用対効果という側面で、本当にコストをかけるだけの効果が期待できるのか、3点目は、成果に対する評価方法、ステュワードシップ活動の成果をどのように評価するのか。
- 執行部 アクティブの実績連動報酬については、運用機関のコストのシェアではなく、 α が出たときに付加価値をシェアするという考え方でやっているが、アクティブのベースはパッシブのフィーと同じだけ支払うので、ある程度、ベースコストを負担するという考え方がないわけではない。委員の指摘については、3年前にパッシブ運用機関にステュワードシップ活動を求めたときに運用会社から同様の意

見が出たが、海外の大手運用会社トップからは、業界がスチュワードシップ活動強化の方向で動いていると聞いている。GPIF が求めたビジネスモデルが結果的に業界の標準になってきていることは彼らも認めており、業界の考え方が変わりつつある。

また、パッシブにスチュワードシップ活動を求めないとなると、GPIF の株式運用はパッシブが約9割を占めるので、ほとんどスチュワードシップ責任を果たせないことになる。

コストについては、ビジネスモデルの問題であり、運用会社が思う新しいスチュワードシップ時代のパッシブのモデルにふさわしいフィーを提案してもらっている。スチュワードシップ活動に対して追加でフィーを支払う場合には、彼らから KPI を提示してもらい、その KPI が達成できているかどうかを確認する。

スチュワードシップ活動がマーケット全体にどれだけの影響を与えたかの評価は大変難しいが、欧米の様々なアカデミックな研究でも、エンゲージメントがマーケットに対してポジティブな影響を及ぼしているという結果が出ており、それを GPIF としては全体で達成するようにやっていくということである。

評価におけるスチュワードシップ活動の評価割合についても運用受託機関とも議論しており、企業向けアンケートでも、「運用受託機関の評価におけるスチュワードシップ活動の重視」、つまり、割合引き上げについて、88%の企業の方から「高く評価する」、あるいは「評価する」という回答を得ており、全体として合意形成をしながら進んでいると思っている。

委員 コスト対策としては、例えばエンゲージメントファンドにアウトソーシングをしたり、従来の助言機関を利用したり、共同エンゲージメントをしたり、内部的なコスト削減では AI の活用などがあるが、どのように考えているのか。個人的には、AI には確かにすぐれた側面もあるが、透明性の問題等でかなり課題があるのではないかと思っており、機械に任せて議決権の行使などをやっていいのか疑問に思っている。

執行部 パッシブ運用については、本来運用は機械に任せて、人間はスチュワードシップ活動などに力を入れていくというような役割分担を図ってもいいはずである。

一方で、アクティブ運用については、委員の発言のとおり、説明責任が要求されるので、受託者責任の観点からも、どのような運用活動をしていて、どういう考え方でやっているかをチェックしているが、もしすべて AI による運用手法が出てきたとき、どのように評価するのか考えておく必要がある。

エンゲージメントファンドは、一つ一つのファンドサイズが小さ過ぎるので、GPIF の運用全体には影響ないが、マーケット全体の効率性の観点からどういう影響があるかを考えながら、もう少し勉強していきたいと思っている。

議決権行使について、助言機関にすべて頼るパッシブ運用機関が出てくるのではないかと懸念については、アウトソースする場合は、運用会社がアウトソース先にどういうエンゲージメントをしているかをチェック項目の1つにしており、

丸投げは認めていないことをはっきりと運用会社に伝えている。

委員 スチュワードシップ活動に対して、追加的なフィーとしてどのぐらいを許容しようとしているのか。

執行部 フィーの合理性については、これまでどうやって確認してきたかという、横比較でしか確認できていない。今回は初めてなので、横比較できないので、先方が出してきたものをある程度受け入れるが、今後、同じようなサービスが出てくれば、横比較できるようになると思う。付加価値ベースで評価するというのが本当に難しいので、定量評価と定性評価に加えて、今後こういった提案がたくさん出てくれば横比較もできるようになるのではないかと思う。

委員 アクティブのアナリストを活用するパッシブもいるとのことだが、これは利益相反にならないのか。GPIF としてはパッシブの運用報酬しか払っていないが、アクティブのアナリストはアクティブ運用を委託しているほかの委託先のコストで雇われているはずである。

執行部 コストのシェアという意味での利益相反があるのではないかという指摘だが、それは利益相反というよりも、顧客のニーズにどのように対応するかというビジネスモデルの問題ではないかと思う。本源的な意味での利益相反は、アクティブとパッシブの投資の期間の違いによって存在すると思っている。

委員 スチュワードシップ活動に追加でお金を払うという以上は価値や効果があるかどうかという算定もしなければいけないが、企業活動に対する運用機関のエンゲージメントを評価するとなると、民間企業の業務運営に運用機関を通じて介入しているように見えるがどう理解すればよいか。

執行部 運用会社に対しては、GPIF のポートフォリオが長期的に持続可能な価値向上をもたらすようにスチュワードシップ活動をしてほしいと依頼している。運用会社が GPIF に対するフィデューシャリー・デューティーを果たすために、この企業にはこのエンゲージメントが必要だと判断しているのであって、GPIF が企業やエンゲージメント内容を個別に指示するというは一切ない。運用会社に対して、あなた方はどういうテーマでエンゲージメントを行っていますかという確認をして、言ったことができていくかというチェックをしている。

委員 そういう説明はあり得るのかもしれないが、どういうものをやるという提示のところで、選択もあり得るのではないか。とんでもないことを提示されたら選ばないので、それなりの提示内容を前提にして、お任せします、お金を払いますとなっている。突き詰めると、個別の企業の施策について、遠隔操作をしているような実態になっていかないか心配している。仮に買収防衛策をやめさせればお金を払うといった議論があるとすれば、それは遠隔操作そのものではないか。

執行部 それはいずれもないと明確に申し上げたい。何も見ずにお金を払うのかという意見と、見すぎると GPIF が影響を及ぼしているのではないかという意見がいつも相反するが、エンゲージメントの課題は運用会社に選ばせているというところで線を引いている。GPIF が特定の企業活動を問題だと言ったこともないし、他の企業

も問題だからリストに入れろと言ったことも一度もない。

委員 スチュワードシップ責任をきちんと果たすという原理原則があればいいのであって、中身に一々介入する必要はないのではないか。スチュワードシップ責任は、運用機関が大半は受け入れているので、自分たちの責任としてやればよくて、別途我々が個別に評価をしてお金を払わなければいけないのか、いま一つよくわからない。

仮に中長期的に企業価値が上がったとして、その利益を享受するのはあらゆる株主であり、どうして GPIF が相当程度の金を払わなければいけないのか説明してほしい。

執行部 スチュワードシップ・コードでは、アセットマネジャーだけでなく、アセットオーナーもスチュワードシップ責任を果たすことが求められており、特に先般のスチュワードシップ・コード改訂においては、「アセットオーナーは議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明示すべき」とされた。また、投資家が企業の状況を把握する対象として ESG 要素が明記されたほか、パッシブ運用については、より積極的に対話、議決権行使に取り組むべきというのがコードの中に入っている。

マーケット全体でのコストのシェアの議論では、そもそも GPIF のフィーは安過ぎるという批判が業界では一般的であったことに加え、過去、委員からも GPIF はフェアなシェアを払っていないという意見も頂戴しているが、マーケット全体にプラスの効果があるとしても GPIF だけが払うのはいかなものかという意見もあり、相反する意見があり、大変難しい。ただ、GPIF が日本市場の最大の株主であることは間違いなく、マーケット全体のサステナビリティ、パフォーマンス向上のメリットを最も受けるのが GPIF であるということは厳然とした事実である。

委員 そもそもスチュワードシップ活動を強化していくということは、長期的に企業価値を上げるために活動を促すということなので、企業経営に影響を及ぼしているという側面は否めない。一方で、個別の企業に対して過度な影響を及ぼさないと定められており、そこはある種のバランスが必要になる。基本的にこの種のエンゲージメント活動に対してどのように考えるのかというところは、ある種のベンチマークとしての方針・考え方があったほうがいいと思う。

理事長 スチュワードシップ・コードにより、スチュワードシップ活動として ESG を重視し、エンゲージメントを重視するというのは、コードという根拠に基づいて実施しているものであり、GPIF だけが突出しているのではなく、他の年金基金、アセットオーナーも取り組んでいるが、委員の指摘のとおり、GPIF は金額が大きいため影響も大きいので、その点には留意したい。

また、GPIF は個別の企業行動に関する意見は一切言わない。運用会社には、個別事情も踏まえ企業とよく話し合っしてほしいと言っている。議決権行使については、助言機関の意見のとおり形式的に反対することがないように、チェックするというのでやっていくということだと思う。

追加の手数料については、委員の指摘のとおりであり、手数料が固定化し既得権益化する可能性があるので、毎年何をやったのか、運用会社にヒアリングして、効果を見ながら見直していく必要があると思っている。

委員 基本的にはこうした活動は非常によいと思っているが、手数料を支払うので、コストが適正かというのは難しいのだと思うが、将来的には何らかのガイドラインがあるとよいと思う。

委員 手数料も含めて、160兆円の基金を運用しているという意味は大きいので、基本的にはこういう原則で動いていると言えるようなものがあつたほうがいい。自己規律として既に働いていて、その上でいろいろな活動をしているとのことだが、外から見ると明確にはわからない。先ほどの委員の提案も含めて、一度基本的な考え方を整理してほしい。

(2) 「平成30年度第2四半期運用状況（速報）」

質疑等はなかった。

(3) 「運用リスク管理状況等の報告（2018年度第2四半期）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 マクロ経済・地政学等の不均衡及びトリガーは大変参考になったが、例えば為替、債券、新興国などのGPIFのアセットにどのような影響があるのかまで踏み込めると、よりわかりやすいと思う。

執行部 検討させていただきたい。

【その他事項】

議事録の作成及び議事概要の公表（10月15日開催分）について承認を得た。

以上