

## 第18回経営委員会議事録

1. 日 時：平成31年1月21日（月） 9:00～12:10
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 ・根本委員 ・堀江委員  
・高橋理事長
4. 議 事
  - 1 開会
  - 2 議決事項  
現行規程の点検プロジェクトの実行（4-1）
  - 3 審議事項
    - （1）現行規程の点検プロジェクトの実行（4-2）
    - （2）現行規程の点検プロジェクトの実行（5）
    - （3）業務方法書の変更について
    - （4）投資判断用データの収集・活用について（2）
  - 4 報告事項
    - （1）次期基本ポートフォリオの策定について（2）
    - （2）監査委員会活動報告（平成30年度第3四半期）
    - （3）来年度のESG活動報告の作成について
    - （4）業務執行状況報告（平成30年度第3四半期）
  - 5 その他事項
  - 6 閉会

○平野委員長 これより、第18回「経営委員会」を開会いたします。

最初に、議題は議決事項であります。議決事項「現行規程の点検プロジェクトの実行（4-1）」につきまして、執行部から説明をお願いします。

●佐藤企画課長 それでは、iPadの資料02、議決事項、審議事項1、規程点検プロジェクトの（4）のファイルをお開きください。

これは、これまでの間、この経営委員会で御議論いただいた規程点検のプロジェクトのうち、おおむね議論が尽きて整理をいただいているというものについて、まずは議決をい

ただきたいというものでございます。

資料を1枚おめくりいただきまして、7分の2ページをごらんください。

2ページの上のほうに1番として議決いただく規程、2番目として前回の宿題事項等とございますけれども、まずは一番上のほう、議決いただく規程ということで〇が16個ありますが、これについて一括して意見等いただければと思っております。

具体的な規程の改正内容につきましては7分の3、次のスライドをごらんください。議決いただく規程の主な改正内容等ということで、左側に規程名、真ん中に主な改正内容、右側に施行日ということで整理をしております。全て規程の制定権者の変更ですとか、経営委員会での議論を踏まえて改正ということで、いわゆる形式改正が中心となっております。施行日については全て4月1日で整理をしております。

ただ、これは1点、下から4番目「政府調達に関する協定その他国際約束に係る物品等又は特定役務の調達手続き規程」というのがございまして、これは規程の制定権者の変更ということに加えまして、今般、日EUのEPAが発効することになりますので、これに合わせた改正をお願いするものでございます。

改正内容につきましては外務省のほうから、各独法、こういう形で改正をしてほしいということで統一的に依頼が来ておるものでございまして、調達における内外無差別等ということでございまして、EUの業者がGPIFの調達に参加をしたいということで競争入札に手を挙げる際に、日本国内における業務実績を必ずしも加味がなくても立候補といえますか入札をすることができるという改正の内容でございまして、これはGPIF独自の内容というよりは、他の独法あるいは政府機関との並びをとるものでございます。これにつきましては、日EU、EPAの発効日、現時点では2月1日でございましてけれども、この発効日に施行したいと考えております。

具体的な改正内容につきましては、iPadに新しい本文あるいは参考として新規、つけておりますけれども、必要があれば御説明いたしますが、説明はこの場では割愛をさせていただきます。また、様式につきましても現在の理事長決定の様式をそのまま使うこととしておりますので、添付している資料では様式を省略しております。

執行部からの説明は以上でございまして。

○平野委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がございましたら、どうぞよろしくお願いいたします。

どうぞ。

○岩村委員 1点、確認なのですが、改正となっておりますけれども、制定権者の変更なので、実質的には制定だという理解でよろしいですか。

●佐藤企画課長 そうですね。おっしゃるとおりです。改正というのは現在の理事長決定との改正点を改正ということでわかりやすく記載させていただいているものでございます。

○岩村委員 制定権者の変更については全てそうだという理解でよろしいですか。

●佐藤企画課長 全てそうです。

○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。

それでは、議決をとりたいと思います。議決事項「現行規程の点検プロジェクトの実行（４－１）」に記載の規程につきまして、議決をとりたいと思います。内容が関連しておりますので「内部通報及び外部通報に関する規程」「運用リスク管理規程」「役員の再就職の制限に関する規程」。

どうぞ。

○中村委員 1個、質問がありました。詳細の規程がありますね。参考で置いてあるものの運用リスク管理規程を次のように制定するとありますね。運用リスク管理規程の収益目標というのがあって、第4条に想定運用期間で1.7%プラス名目賃金上昇率の運用収益を確保すると書いてあるのですが、これは確保できるかどうか分からないのに確保するというようにとまっていたいいのかなと疑問に思ったのですが、どう理解すればいいでしょうか。

●佐藤企画課長 これは中期目標で厚労省のほうから私どもGPIFに対して、財政検証において想定運用目標ということで名目賃金上昇率プラス1.7%の運用利回りを確保するという目標が我々のほうに課せられております。その目標に対して、私どもはポートフォリオを組んで、その目標を達成できるように運用しておるわけでございますけれども、この条文は収益目標と書いておりますので、目標として。

○中村委員 目標は確保するように設定するというように理解すればいいのですね。

●佐藤企画課長 確保するというように理解をしております。

○中村委員 済みません。

○平野委員長 よろしゅうございますか。

それでは、改めまして、議決事項「現行規程の点検プロジェクトの実行（４－１）」に記載の規程につきまして、議決をとりたいと思います。

内容が関連しておりますので「内部通報及び外部通報に関する規程」「運用リスク管理規程」「役員の再就職の制限に関する規程」「役員の兼職等に関する規程」「文書管理規程」「倫理規程」「金融商品の取引等に関する規程」「役員給与規程」「役員退職手当支給規程」「職員給与規程」「職員退職手当支給規程」「会計規程」「政府調達に関する協定その他国際約束に係る物品等又は特定役務の調達手続き規程」「反社会的勢力への対応規程」「金融事業者が主催する会議、講演等への対応規程」「取材等対応規程」の16本の規程につきまして、まとめて議決をとりたいと思いますが、異議のある方はいらっしゃいますでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、まとめて議決をとります。最初、議決の手続について御説明いたします。

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いますか。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御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きまして、経営委員会事務室からお願いいたします。

●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。出席されている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、次の議題に移りたいと思います。

審議事項でございます。審議事項の「(1) 現行規程の点検プロジェクトの実行(4-2)」。

審議事項「現行規程の点検プロジェクトの実行(4-2)」につきまして、執行部から説明をお願いします。

●佐藤企画課長 それでは、引き続きまして説明のほうをさせていただきます。

ただいまお開きいただいているファイルの7分の2に一度お戻りください。

7分の2の下の方に現行規程の点検プロジェクト(4-2)、前回の宿題事項ということで、○が3つございます。組織規程、制裁規程、内部統制の基本方針とありますけれども、大きく論点は2つございまして、まず組織規程の関係、投資委員会をどのように位置づけるか。もう一個、制裁規程、役員に対する制裁のあり方。残されている論点が2つございますので、これについて簡単に御説明を申し上げます。

ページが飛びまして7分の4をお開きください。大きな論点の1点目「組織規程の見直し案(投資委員会の取扱い)」ということでございます。これにつきましては、この経営委員会の場でさまざま御議論を頂戴しておりますけれども、一定整理ができていないかと思っておりますが、上の箱の1つ目の○の部分でございます。

法人における業務執行に関する具体的なオペレーションの最終的な意思決定権者、これは理事長でございます。したがって、仮に理事長が投資委員会の議決結果とは異なる判断等を行った場合には、その理由について理事長が説明責任を負うという点については、おおむね共通の理解が得られているのではないかと考えております。

その上でということで、これまでの議論、監査委員の先生方から個別に御指摘を頂戴しておりましたので、そういった御指摘を踏まえた見直し案を以下のように整理しております。

○は2つございますけれども、1つ目のポイントといたしまして、重要な投資判断を行う場合の業務フロー、投資委員会の構成等を組織規程に明記ということでございます。下の点線に条文イメージということでつけておりますけれども、要は第2条の5の第1項のところで、投資委員会は管理運用業務に係る投資決定を適切に行うために管理運用業務の執行に係る重要事項に関する意思決定を行うに当たっての事前の審議及び議決並びに経営委員会に提出する議案及び報告する内容の議決を行うということで、重要な管理運用業務を行う場合には、この投資委員会で議論を行う。投資委員会の委員長をCIOとする、あるいは委員長のほか、理事長及び理事を委員として構成し、委員長がその議事を進行する等々ということを経営規程の中に明記をするということでございます。ただし、この投資委員会の議決結果に対して理事長は拘束されるとか拘束されないとかという点については、条文上は特段明記をしないということに整理をしております。

上の箱に戻っていただきまして②でございますけれども、仮にとということで、組織規程に定める業務フローによらないで理事長が職務を執行した場合には、速やかにその旨及びその理由を経営委員会に報告する義務を負うということを経営委員会規則のほうに明記をしてはどうかと考えております。

業務フローによらない職務執行ということで例として、重要な投資判断を投資委員会で議論しない、あるいは投資委員会の議決を待たずに投資を実行する、投資委員会の議決結果と異なる投資を実行するといった場合には、その旨、それから、その理由を理事長がきちんと経営委員会に報告をするのだという形で整理をしてはどうかと考えております。

これが大きな論点の1点目の投資委員会の関係でございます。

ページ、少し飛びまして7分の7、お聞きください。

7分の7に大きな論点の2つ目として制裁規程の関係がございます。まさに経営委員の皆様に対する制裁のあり方について、御議論いただきたいと考えております。下のほうに箱がございまして、下のほうの箱が現行の制裁規程の整理になっております。上の見直し案というところが監査委員会のほうより、今般、見直しの御提案を頂戴しておりますので、御検討といいますか、御議論いただきたいと考えております。

先に現行の制裁規程について御説明を申し上げます。表が前後しますけれども、下のほう、「(現行)」と書いてあるところをごらんください。経営委員長、経営委員、理事長、理事とそれぞれ箱がございまして、それぞれの皆様方が解任、減給、戒告、訓告、注意と全て制裁処分の類型としてはあり得るという整理になっております。

どういう考え方でこの現行の制裁規程を整理しているかと申し上げますと、右側に○がございまして、職員はさることながら、経営委員の皆様は大臣が任命・解任権を持つわけでありまして、こういう大臣が任命権あるいは解任権を持つ経営委員の皆様あるいは理事長を含めてですが、例えば職員が何らかの不祥事等々を行った場合の監督上の責任等を負うケースというものも十分に考えられるわけでありまして、そういった場合に経営委員会独自の制裁として減給とか戒告とか訓告とか注意とか、そういったものを課すこ

とができるようにするのだと、こういう仕組みにしておくことで経営委員の皆様独自の経営委員の皆様方に対する自己規律が確保されるということ。それから、まさに貴重な年金積立金をお預かりして運用するという公的機関としてガバナンスがきちんと確保されているということで、こういう仕組みにしておいたほうが国民の皆様から一定の御理解がいただけるのではないかとということで制裁のメニューとしては全てを用意しているというのが現在の案でございます。

一方で、今般、監査委員会より御提案を頂戴しているのが上の見直し案でございます。真ん中に赤い線で引っ張ってありますけれども、経営委員長と経営委員の皆様、理事長につきましては、解任という処分はメニューとしては用意をしておきますけれども、減給、戒告というものはメニューとしては用意をしないということ。一方で、訓告、注意というものはメニューとしては用意をする。それから、新しい処分類型として嚴重注意という処分類型を設けた上で、経営委員長、経営委員、理事長、理事、みんながこの嚴重注意の処分類型を新しいメニューとして追加をされるということを今般、見直し案として頂戴しております。

この考え方でございますけれども、右側に少し字で整理をしております。これは国家公務員の懲戒処分の考え方あるいは監督上の措置の考え方に基づいて再整理をしてはどうかというものでございます。

国家公務員法上の懲戒処分というのは、免職・停職・減給・「訓告」ではなくて「戒告」です。済みません、誤植がありました。戒告、それから、監督上の措置ということで訓告以下のものについてが監督上の措置になって、この監督上の措置というのは国家公務員法上の処分ではなく、各府省庁で独自に課している処分になります。

経営委員の皆様あるいは理事長については大臣が任命権あるいは解任権を持つわけにありますけれども、処分権者である大臣が有する制裁処分の種類というのは解任しかないわけにありますので、経営委員会として大臣の制裁措置の種類、種類を超えて独自に減給とか戒告という処分を課すことはしないというように整理をするということ。

その一方で、3つ目の○でございますけれども、監督上の措置に該当する制裁区分については、各府省庁で独自に処分を課しているということを参考にして、経営委員会のほうでも独自に処分を課すということを可能にしてはどうかということで整理をするというものでございます。その上で、各府省庁の訓令ですとか現在の就業規則では、監督上の措置として嚴重注意という処分の区分がありますので、制裁規程上の制裁区分としても嚴重注意というものを追加してはどうかということで、今般、御提案を頂戴しているというものでございます。

まさに経営委員の皆様に対する規律の問題でございますので、この経営委員会の場で御議論、御検討いただければと考えております。

執行部のほう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。

審議事項は2つあるかと思えます。一つは投資委員会の性格に関するものでございます。いま一つは役員に制裁に関するものでございます。性格が違いますものから、一つ一つ、順番に審議を行いたいと思えます。

最初の審議事項、投資委員会の位置づけにつきまして、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。

どうぞ。

○古賀委員 私、前回の経営委員会で、いわゆるここで言う7分の5、A案においても理事長の権限をかなり拘束するものではないか。したがって、経営委員会の場で議論された、いわゆるC案、投資委員会の議決のあり方を中心に議論をすべきではないかというようなことを発言いたしました。しかし、きょう示されたこの案で全体の合意がとられるのであれば、そのことに余りこだわりは持ちませんということをおし上げておきたいと思えます。

以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかにございますでしょうか。よろしゅうございますか。

本件につきましては、これまで紆余曲折を経まして、ようやく御説明のあったこの案に至ったということでございます。ただいま、古賀委員からの御説明もございました。次回はこの線に沿いまして議決ができればと考えております。ありがとうございます。

それでは、2番目の審議事項でございます。役員に対する制裁のあり方につきまして、御意見、御質問がございましたら、どうぞよろしくお願いいたします。

どうぞ。

○岩村委員 訓告以下、監督上の措置というのがありますね。これは私の理解では処分性がないと理解してしまっていて、いわゆる措置だと、指導監督上の措置である。したがって、処分性がないので不服申し立ての対象にもならない。そのような整理をしているのではないかと思うのですけれども、ここで処分と書かれています、事実上、そういう言い方をしているという理解でよろしいでしょうか。

●佐藤企画課長 制裁規程の中でどのような条文の書き方をするのかということだと思うのですけれども、例えば国家公務員の例に倣って整理をするのであれば、いわゆる懲戒処分ではない形で条文を書き分けて整理をするのだらうと思っております。まさに、そのあたりを含めまして御議論を頂戴できればというように考えております。

○岩村委員 それは言ってみれば職員についても影響する話なので、要は監督上の措置であれば不服申し立てできるのか、できないのか、そのたりも含めて整理した上で判断したほうがいいのではないかという趣旨なのです。

○平野委員長 どうぞ。

●三石理事 ちなみに、職員につきましては、おっしゃるように就業規則の中で戒告までは懲戒処分、懲戒する必要がないものについてという形で訓告、嚴重注意または注意と

というのが位置づけられておりました。

○岩村委員 処分とは言っていませんね。

●三石理事 はい。処分とは言っておりません。ですから、そのような形で、いわゆる理事長あるいは経営委員の方々についても整理をするというのが見直し案でございます。

ここから皆さんの議論です。余り余分なことは言わないほうがいいのかもしれませんが、ただ、現行では、考え方というところがございますように、経営委員や理事長についても、理事あるいはほかの職員と同じように減給、戒告というのが規定されている中で、今回の規程、見直しの中で、経営委員や理事長だけ減給、戒告といったものがなくなるということが対外的なイメージといいますか、どういふようにとられるかというのは執行部としては心配をしております、その点も含めて御議論をいただければと思っております。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 したがって、訓告、嚴重注意、注意というのを監督上の措置として入れるということは見直しの案に入っているわけですね。それはそれでよろしいと思うのですが、その措置の性格です。それを処分と言うのか、単なる監督上の措置と言うのか、そういうことでありまして、私の理解は、経営委員会が経営に対しても、あるいは理事長に対しても監督権を持つので、その監督権の行使として監督上の措置を行う。したがって、行政処分性は持たないという整理をしているのだけれども、それでよろしいかという確認をしている。

●三石理事 御質問ということでございますね。

○岩村委員 はい。

○平野委員長 どうぞ。

●三石理事 その場合、ですから、仮に現行と同じように減給、戒告としたときに、これが懲戒処分に当たるのかどうかということかと思えます。

○岩村委員 そうではなくて、減給、戒告はなくなるわけで、見直しだとないうわけですね。それを入れるとすれば、まさに処分になるだろうと思うのです。訓告、嚴重注意、注意という、いわゆる監督上の措置というものについて、これを処分と見るのかどうかということを確認しています。ここは処分と書いているので処分ではないのではないのですかという趣旨です。措置としては入れるのはもちろん反対ではないのです。法律上の振り分けの問題なのです。

●三石理事 こちらの案は、まさに監査委員の方々から御提案された案を挙げさせていただいておりますので、その意味では戒告以上が懲戒処分、そして、訓告以下は監督上の措置でありますので、懲戒処分には当たらないというような形で一応整理をしております。

○岩村委員 そういふことですね。したがって、考え方等と右側に書いていますね。この中で各府省独自に処分を課していることを参考に監督上の措置と書いているので、この処分という言葉がどうかと言っている。そこは監督上の措置、広い意味での処分という言葉遣いだという理解でよろしいですね。

●三石理事 はい。むしろ左側の懲戒処分、監督上の措置、このような形で分けさせていただいた。

○岩村委員 監督上の措置は処分ではないという整理をしているという理解でよろしいわけですね。

●三石理事 はい。

○平野委員長 よろしゅうございますか。

私から1点だけ、前回、三石理事から問題提起のあった、戻るのですけれども、7分の4の条文イメージのところ経営委員会規則でございますが、この表現でいきますと、理事長が投資委員会の議決があったにもかかわらず、それに従って職務をしない。つまり、不作為のケースがどうカバーされるのかという問題提起があったかと思えますけれども、この条文でその場合も同様のプロセスで説明責任を負うというように読めるのかどうかということなのですが、それについてはどうでしょうか。

どうぞ。

●三石理事 そういったことについてもきちんとはっきりさせたほうがよろしいということであれば、書き方についても工夫の余地があるのかなというようには考えております。一方で、投資委員会の手続によらないで職務を執行したときには理事長にその説明責任が生ずるのだから、当然、不作為の場合にも生ずるのであるというように推測も働くだろうという考え方もあるかと思えますが、そこもまさに御議論の対象かと思っております。

○平野委員長 そこはいかがでしょうか。

今の三石理事の後者の解釈でよろしゅうございますか。それでは、後者の解釈、当然にして不作為の場合も説明責任を負うということがここに含まれるということで整理をしたいと思えます。

そのほか、御意見、御質問がございましたら、お願いします。よろしゅうございますか。ありがとうございました。

どうぞ。

○高橋理事長 制裁規程のところ、よろしいですか。

○平野委員長 どうぞ。

○高橋理事長 見直し案についての御趣旨なり監査委員会から提案された御趣旨は重々承知していますし、きちんと整理したほうがいいたろうとは思っておるのですが、規程の整合性とかそういうものと離れて大変恐縮なのですが、従来、運用委員会時代から、GPIFというのは金額も大きいので運用委員の方々、今の経営委員の方々にもかなり自主的にいろいろ自分たちで規律をちゃんとやろうということで、この経営委員会でも大変恐縮でしたが会食とかゴルフとかについてはこうしましょうとか、講演もなるべくGPIFのことは話さない、かなり自主的にモラルを高く持って行動するという他の独法とは違う部分をお願いし、また自主的に行動されてきたと思っております。

したがって、その流れから言いますと、現行の確かに規程上、整合性はとれないか

もしれないし、大臣の任命権とかありますが、何かまずいことをしたら減給とか戒告もあり得る。ただ、多分、そういう規定を適用しないと思いますが、あり得るという中で例えば空振り規程なのだけれども、自主的にはあり得る。

ただ、恐らくそれだけ高いモラルでやっているのであれば、解任まではいかないまでも少しまずいなと思ったら、例えば自主返納とかそういう措置について、処分ではないけれども、自主的にという余地を残すという意味では、今の現行規程をわざわざ形が悪いのでこうしましたということをこの経営委員会の場で決めてやるよりも、少しおかしいが、減給も戒告もあります。ただ、恐らく空振り規程だろうけれども、あります。それを背景にして、自分たちで、もう経営委員会の委員なり理事長はこのメンバーでありますので、相互にきちんと牽制してガバナンスをきかせていきますという意味では、この議論は議論でしていただいた上で、あえて現行規程でやっていきますということを決めていただくのも一つの手かなとは思いますが、執行陣といたしますと、かなり運用委員の皆様方とか今の経営委員の方々にもそういう意味では高いモラルでやっていただいていると本当に思っておりますので、それを生かす方向でやっていただいたほうがいいかなとは思いますが、

出過ぎた意見で済みません。

○平野委員長 ただいまの御意見につきまして、どうぞ。

○岩村委員 自主的な減給というのは会社法でもやっていることですので、ここに書かなくても、場合によっては経営委員会の中で独自に自主的にやるということは排除されないという理解でよろしいのではないのでしょうか。したがって、見直し案でも対応できるということだと思います。

○平野委員長 ほかにございせんか。

○中村委員 自分たちのことを自分たちで決めて良いのかと感じる。全員が特別利害関係人のようで、これで決めて有効なのかという感じもしますけれどもね。高橋さんの言われたことも、岩村さんの言われたことも理解できるのだけれども、何故あえてこれを変えなければいけないのかという疑問を感じます。

○岩村委員 もともと戒告までが懲戒処分で、訓告以下が監督上の措置だというのは、国家公務員法上は当たり前なのです。それがまとめて記載されていて、それぞれの処分の法的性質もよくわからない、こういう整理になっていて、それをきちんと整理したほうがよろしいのではないか。実は制裁規程というのはもともと職員にもかぶっているのです。職員も非常に不安定な立場に置かれているというのが現行の制裁規程なのです。そういうものも全部整理して普通のあり方に戻しましょうということを申し上げているのが監査委員会の趣旨である。制裁規程については、たしかGPIF法でしたか、独法でしたか、通則法でしたか。

●佐藤企画課長 GPIF法です。

○岩村委員 GPIF法で経営委員会が決めなさいというように書いているのではなかったでしょうか。

●佐藤企画課長 厳密に言いますと、主語はGPIF管理運用法人はということで、法人が主語になっております。

○岩村委員 議決の中に入っているのではなかったでしたか。議決事項の中。

●佐藤企画課長 入っています。

○岩村委員 したがって、議決はやむを得ないかなと思っているのです。

●水野理事 質問があるのですけれども、よろしいでしょうか。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 水野です。

質問なのですけれども、これを拝見しますと、私と三石理事は理事なのですが、理事は減給と戒告があり、理事長と経営委員会の方はないということですが、では、例えば理事の減給に当たるようなことが起きた場合は、理事長と経営委員長は解任になるということなのでしょうか、訓告になるということなのでしょうか。

○平野委員長 いかがですか。

どうぞ。

○岩村委員 基本的には事案によるのだと思いますけれども、私の感じでは、解任になっていくのではないかというように思っています。ただ、それは事案によって、その都度、決めることだろうと思います。

●水野理事 ということは、考え方としては、理事に比べて理事長や経営委員長の方のほうが同じ事案であれば、より重いほうに解釈されてしかるべきという考え方であると思っただらいいということですか。

○岩村委員 私の理解はそんな感じですね。

●水野理事 わかりました。皆さんがそれでよろしければ。

○平野委員長 中村さん、何か。

○中村委員 実態を実質変えないのに何でルールを変えなければいけないのかが理解できません。厳重注意を加えるというのは理解できるのですけれども、何故変えなければいけないのかが理解できません。今のルールが機能しないので変えるということならわかりますが、今、何故変えなければいけないのか、何がトリガーなのかがわかりません。

○平野委員長 多分、その部分については規程の見直し全般に係る考え方だと思うのですが、一旦規程を経営委員会発足時に決めたわけですが、1年がたって、その経験を踏まえてもう一度、全面的に見直そうという中で本来あるべき姿に近づけるという作業をやってきたということなのだと思うのです。

だから、今、現実に不都合があるかどうかということとは別に、規程の体系として、より整理されたものを目指しているということだろうと思いますし、多分、その一環として見直し案であろうというようには思います。

岩村委員、何か。どうぞ。

○岩村委員 もともと制裁規程については以前に厚労省からも検討したほうが良いという

御意見が出されて、委員に対して理事長の制裁という形になっていたわけですね。そのあたりも含めて全体を整理するというところでやってきたことだというように私は理解しております。

○平野委員長 どうぞ。

○高橋理事長 全体の流れなり整理の仕方については、私は何も言うことはございませんし、それで結構だと思いますが、この案については、後から見たときにあえて理事長及び経営委員長、経営委員については減給、戒告の処分をなくしたというように理解されるおそれがあります。では、それは何でなくしたのだというところについては、従来、何度も言いますが、形式的に規程がある中で自主的に経営委員なり理事長が経営委員会の場で、相互に高いモラルを持って運用してきたものをこの時点であえてここの部分を外すというところについては、言い過ぎかもしれませんが、誤ったメッセージを伝えるおそれがあるので、現行規程のままやっていくことに全て現行規程のものにしろとは言いませんが、減給、戒告をなくすというところについては従来のものでいいのではないかというように申し上げたいと思います。

○平野委員長 わかりました。理事長の御意見と中村さんの御意見は基本的に同じだと思います。その実態というよりは、ここであえて減給、戒告という処分規程を外すことによるレピュテーション上の影響といいたいまいしょうか、それが一つ気になるという御意見だと思います。

一方で、岩村委員の御意見は、全体の規程の整合性といいたいまいしょうか、このGPIFという機関の性格を踏まえた規程の整合性からすれば、この見直し案のほうがより適切ではないかという御意見だと思います。

本日の審議はこの辺にいたしまして、その2つの考え方を踏まえまして、次回、議決をとりたいと考えます。どうもありがとうございました。

次の審議事項に移りたいと思います。審議事項の「(2) 現行規程の点検プロジェクトの実行(5)」につきまして、経営委員会事務室から説明をお願いします。

●辻経営委員会事務室長 「現行規程の点検プロジェクトの実行(5)」でございます。

エグゼクティブサマリーとかバックグラウンドにつきましては、一連の現行規程の点検プロジェクトの中の関係でございますけれども、これに関連して経営委員会規程及び経営委員会議事録作成及び公表規程の改正について御審議いただきたいと思います。

次ページをお開きください。もともとは経営委員会規則でございますけれども、シティユーワの改正の案に基づきまして経営委員会規程とさせていただきます。

まず経営委員会規程第2条のところに、もともとは経営委員会の権限等というところで第2条がございますが、そこに経営委員会に付議する事項についてきちんと定めてはどうかという御意見で、まずシティユーワの論点では、経営企画会議の議決を経て経営委員会に付議するものとしという案をいただいているのですけれども、経営企画会議だけではなく、投資委員会で議決を経たものも経営委員会に付議することがございますので、そのの

ところにつきまして「経営企画会議（ただし、投資委員会の審議事項を除く。）」となっておりますので、「又は投資委員会」というのを足してはどうかということでございます。

第2条の3といたしまして、これも経営委員会へ理事長が四半期の報告をするということをご提案いただいておりますが、そこで第2条の3で経営委員会の報告という項目を設けているわけではございますが、先ほどの組織規程の改正のところではございましたものを第2項として追加しようとしておりますが、その文言でございます。先ほど不作為のことがございましたので、一応、そこを考慮して、2、理事長は、組織規程の第2条の5に従って職務を執行しようとせず、または執行しないときは、前項の規定にかかわらず、速やかにその旨の理由を経営委員会に報告しなければならないという項目をふやしてはどうかという案でございます。

第2条の3の第2項、第3項を追加いたしまして、第3項につきましては、理事長は管理運用法人に著しい損害を及ぼすおそれのある重要なリスクが発生した場合には、第1項の規定にかかわらず、速やかにその概要並びに講じた是正措置及び再発防止策等について経営委員会に報告するものとするということで、これは内部通報及び外部通報において、理事長の裁量で是正措置、再発防止策を講じるような重要な事案については、四半期報告にかかわらず経営委員会に報告するという意味で追加するものでございます。

次の24分の3の下段のところではございますけれども、こちらはシティニューワの提言ではなくて事務局のほうから提言なのですが、経営委員会の持ち回り開催を可能とする項を追加してはいかがかということでございます。

こちらのほうは第5条の議事の第4項のところ、第1項の規定にかかわらず、委員長及び委員並びに理事長の全委員が経営委員会の議決の目的である事項について、書面または電磁的記録により同意の意思表示をしたときは、当該議事が可決されたものという項目を追加して持ち回り開催が可能にしてはどうかということでございますけれども、左側の欄の2つ目の○にございますが、持ち回り開催の規定につきましては、経営委員会規程よりももっと上位規程のところに定めるべきではないかという御意見をいただいておりますので、ここにつきまして御議論いただければと思っております。

24分の4に進みまして、議事概要、議事録のところでは持ち回り開催をされた経営委員会議事概要につきまして整理をしたいと思っておりますが、このただし書きとして、ただし、第5条4項に規定する議事については、開催日、持ち回り開催であること、同条同項に基づき同意の意思表示をした全委員の氏名及び議決した事項を記載した議事概要を作成するものとするということで、議事概要はこのように記載するかどうかということをご諮っております。

経営委員会事務室の決裁の扱いということで、実は全面的な現行規程の改正の中でいろいろ改正されますので、そこで経営委員会規則の12条の2というところに「決裁等」という条項を1つ設けまして、委員長が経営委員会事務室部分について別に定めるという条項を設けたいと思っております。

24分の5に進みまして、別表に定める事項というところで、こちらのほうは昨年度、昨年、その前の年もありますけれども、その他経営委員会が特に必要と認める事項として経営委員会が議決した事項というものが幾つかあるわけですが、それを別表にまとめていってはどうかというお話が以前からございます。こちらにつきましては議決事項を積み重ねて事項を整理することとし、もう少し期間を置いて事項を整理してはどうかということで、そちらに議決事項の実績を並べておりますが、これを全部別表に入れるのいかがなものかと思ひまして、そういう整理にしてはどうかという考えでございます。

経営委員会規程の施行日は先ほどの規程と同様に4月1日に同時に改正させていただいてはどうかということでございます。その心といたしましては、24分の6でございますけれども、これは別表に定められていることが1、2、3とありますが、4と5がシティユークワの案で、1つは役員がGPIFと利益が相反する行為を行おうとする場合における当該行為に関する事項ということを決めてはどうかということと、第5には役員がその任務を行ったことにより管理運用法人に対して負う責任の全部または一部の免除に関する事項を入れてはどうかということと、第6でございますが、こちらが先ほどもたくさん規程を制定していただきましたが、この規程の制定に関する規程、別表に定める規程及び基本方針に関する事項、ただし監査委員会が制定、変更または改廃の権限を有するものを除くということで、この規程等の制定に関する規程というものが決まりますと、規程と名がつくものは全て経営委員会が決定するのだという形になりますので、ここで1つそれで一本で済むような形になりますが、これが決まらないうちは規程を全部並べていくというような形になりますので、それで4月1日に施行してはどうかということにしております。

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す。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問があれば、どうぞよろしく願いいたします。

どうぞ。

○岩村委員 経営委員会規程の投資委員会の関係の部分が先ほどの下に書いてあった記載と異なる記載になっていたように思います。

●辻経営委員会事務室長 はい。不作為という話、先ほどその案のままでも読めるという形にしておいたけれども、より具体的にする場合には、24分の2の下段のところですが、規程に従って職務を執行しようとせず、または執行しないときはというような言い回しにすると不作為という形のところもこれで読めるのではないかと考えまして、こちらにこうしたので。

○岩村委員 先ほどの案でやるのだという整理になったのではなかったですか。

●三石理事 その議論をする前にこの資料をつくっているのだから、整合性はとれていないです。こういう案もありますよという意味で、委員会事務室のほうは先ほどの議論の前につくった資料ですからそうなっておりますけれども、ただ、先ほどの議論では、こ

の案をとらずに最初に企画課長が説明した案で、それでもいけるのだというたしか御議論だったと思います。それでよろしければそのように整理させていただきます。

○平野委員長 同じ表現になるわけですね。

●三石理事 先ほどの佐藤課長の説明した案のほうですね。

○岩村委員 それと持ち回り決議なのですけれども、これについては会社法との並びで言うと、法律に決めないと持ち回りはできないということになるのだと思うのですが、それを経営委員会規則で決めるということが許容されるということなののでしょうか。

●三石理事 私ども、これは執行部がという言い方も変かもしれませんが、できるのではないかと考えておりますが、もしあれでしたら念のため有権解釈をお持ちの年金局さんにもお聞きしたらいいと思います。

○平野委員長 石川さん、いいですか。

●厚生労働省石川資金運用課長 経営委員会規則の根拠としてGPIF法第5条の6がございまして、その第5条の6の第3項で「議事の手続その他経営委員会の運営に関して必要な事項は経営委員会が定める」とありますので、議事の手続について経営委員会規則で定めることは差し支えないだろうと考えております。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 商法上というか会社法上は決議という表現を使っています、こちらでは議決なのですけれども、同じだろう、イコールだろうという前提で申し上げますと、持ち回りというのは議を経ないので決議とは言わないという整理に会社法上はなっていて、したがって、持ち回り決議は無効であるという最高裁の判例が出ているわけですね。それで持ち回りはできないということになっていたのですが、その後、いろいろと企業のグローバル化等もあって平成17年の会社法の制定時に書面決議という、ここで言う持ち回り決議の規定を置いた。そのときに定款で定めればそういうことができるという穴をあけてあげた。こういう立法的措置をとっているわけですね。

したがって、会社としては定款に定めれば、つまり、株主総会で決めればそうできるという整理になったわけです。その場合も全員同意であるとか、監査委員あるいは監査役の同意が必要だとか、異論がないとか、そういう極めて厳しい条件を付して、それをGPIFに置きかえますと、GPIF法で経営委員会というのは議決によって意思決定をするという権限を与えられているわけなのですけれども、議決ではない持ち回りという形での意思決定権限を与えられていないというように読むのが普通ではないかと考えておまして、そうしますと、法律がないと議決によらない意思決定は、経営委員会にはGPIF法上できないという整理になるのではないかと理解したのですが、そこはいかがなのでしょう。

○平野委員長 どうぞ。

●辻経営委員会事務室長 参考になるかどうかわからないのですけれども、日本銀行法ではGPIF法と同じように議事の運営ということで、GPIFと同じような条項が書かれておまして、3、この法律に定めるものを除くほか、議事の手続その他委員会の運営に関し必要

な事項は委員会が定めるとなっております。

日銀は定款も定めなければいけないということで定款も定めているのですが、定款には同じ項目が議事の運営ということで、3として、この定款に定めるものという形になって、それに基づいて政策委員会議事規則というのが設けられておまして、これは政策委員会で定めるものでございますが、それで緊急時の開催場所の特例というようなところの文言で、必要やむを得ないと認めるときは電話会議その他の方法により会議を開催することができるというような形にはなっております。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 今も電話会議、きょう、まさに水野さんが入っておられますけれども、電話会議とかテレビ会議とか、そういったものが議事か議事でないかという議論はあるのですが、お互いに意見交換することが可能なので、そこは議事だと見ていいだろう。この場合は、会社法上は書面決議と言っていますけれども、決議ではないので決議とみなすという規程の書きぶりになっているのです。

本件でやろうとしているのはそういうことではなくて、議論なしに書面だけで物事を決める。端的に言えば、ネットにこういうことをやりますよ、どうぞ、同意、不同意、決めてくださいと言って、インターネットで同意、不同意だけを回答するということも可能になる、そういうことだと思うのです。

そういう意味で、今、電話でできるというのは、私は別に否定はしないので、今ほどの日銀の例というのは本件とは少し違うのではないかという感じがしているのです。あるいはNHKあたりはどうしているのかなというのもあります。

●森審議役 今、「その他の方法」ということで認められる余地があるという形での御紹介があったということだと思います。

○岩村委員 その他の方法というのが書面決議も含むという整理になっているということですか。

●辻経営委員会事務室長 そこまではちょっと。会議を開催することができるという形にはなっているということです。決議までは書かれてはいないです。

○岩村委員 書面の持ち回りが会議と言うのかどうかというのもかなり微妙だと思いますけれども、日銀がどういう実務を運用しているのかわかりませんがね。それと法律のたてつけも違うわけですし、そう軽々に決められる話ではないというのが私の理解です。

●辻経営委員会事務室長 それと、今、岩村先生がおっしゃった賛成、否決というような、一応設けている案としましては、全委員が同意の意思表示があった場合のみということに縛りはかけているものではありません。

○岩村委員 同意するかしないかという投票をすることですね。もともと持ち回り決議あるいは書面決議というのは、委員会なりそういう合議体の議論を形骸化させるのではないかというおそれがあるって極めて慎重に対応したということであって、すべからず持ち回りで可能だということにしてしまうことが、この経営委員会を設立した趣旨との兼ね

合いで適切かどうかということはよく考えたほうがいいのではないかと思います。

○平野委員長 日銀の場合の想定される電話会議その他の方法によって委員会を開くケースですけれども、日銀の場合は緊急時対応みたいなことに強く意識がありまして、例えばセプテンバー・イレブンスとか、3.11といったような場合に迅速に意思決定を行う必要がある。しかし、委員を招集するのは事実上不可能であるという万が一の場合にどうやって意思決定をするかということが問題になり得る。そういう例外的なケースであるけれども、しかし、そこで意思決定ができないのはぐあいが悪いので、そうした事態をカバーするために多分電話会議その他の方法ということで、事実上、持ち回りでもできますということが規定されているのだろうと私自身は推測をします。

そのことがGPIFの意思決定のあり方にどの程度関係するかどうかというのはよくわかりませんが、1つのあり方としては、そういうことを日銀がやっているということがあります。

どうぞ。

●森審議役 事務的な説明でございますけれども、会社法を淵源とする場合には、岩村先生のおっしゃったとおり、法律の特則がなければできないという話はごもっともでございます。あと、もう一つ、閣議決定というのはよく持ち回りでやっていますけれども、公法の世界ですと、持ち回りでも議を経て、そもそも全員一致ということが原則でございますけれども、閣議等、審議会の決定等という形で決定が図られたというのがよくある話でございます。

今、どちらなのかという話はそもそも厚生労働省さんのお話だと思いますけれども、経営委員会におきましては、第1回におきまして持ち回りという形でやりました。これはどちらの理論でも、例えば岩村先生のおっしゃるように、全員一致という要件だけでいいのか、よくわかりませんが、次回にそれが追認されたという形で有効になるとか、そういう余地もございますので、そもそも論という話もありますが、第1回に既に持ち回り決議という形でやったことを踏まえまして御議論いただくとありがたいかと存じます。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 その点は実は持ち回り決議になるのはいかかなものかということで私自身が反対した経緯がありまして、10月2日の経営委員会の第1回会合ということ的前提にして、どうしても1日から施行せざるを得ないものがあるので持ち回りにしてくれないかという話だったのです。たしか1日が日曜日か何かだったのだと思うのです。会合を開くのも難しいということで、それで極めて例外的な状況であるということで、翌日の経営委員会で追認をする。もう一度、議決をするという形をとることによって、瑕疵が治癒されるという合わせわざでやむを得ない事態に対処したということで、法的にはぎりぎり許容されるのかなという整理をしたと私は理解しておりまして、したがって、前例にはしないという前提であったと記憶しております。

●辻経営委員会事務室長 済みません、第2回は報告という形をとらせてはいただきまし

たけれども、もし、これを定めるような形になるのであれば、緊急を要する場合であつてとかという文言を入れるのと、次回経営委員会で追認するという形でもう一回議決を取り直すというような形も入れ込んで、このまま経営委員会規則に載せるのはどうかということをご提案したいと思います。

●三石理事 恐らくそういう緊急な事態というのは実際にこの経営委員会で生ずるのだろうか。生ずるとすれば、そこでどうしたほうがいいのか、まさに日銀のような例を考えたほうがいいのか。こういう議論だろうかと思います。

私の口から申し上げるのも非常にはばかれるのですけれども、1つ考えられるのは、理事につきましては、交代する際には経営委員会の同意が必要でございまして、理事が交替するときに急に経営委員に集まっていたいただいて同意を得るといふようなことが実際に可能なかどうかということもございまして、そういう実態面などから考えた場合に、理事の同意人事だけのためにそういった緊急招集をするということをするのか、そういった持ち回り決議というような形をとるのかということが具体的なケースとしては想定されます。

そのようなケースの場合には、もう人事として発表してしまいますので、先ほど辻室長から申し上げた後で追認というわけにはいけませんので、やはり持ち回りでもそこで議決をしたというようにする必要がございます。そういった実態を加味していただければと思います。

○平野委員長 これは問題が2つあると思うのです。そもそも持ち回り決議そのものを認めるかどうかという話と、仮に認めるとするならば、それは経営委員会規則で定めるのか、業務方法書で定めるのか。その定め方の問題ですね。その2つがあるということでございますね。

今、三石理事がおっしゃったのは、定めることの必要性についての一つの解釈。

●三石理事 何でもかんでも持ち回りができるということではなくて、もちろん、緊急、やむを得ない場合、原則的にやはりこうやって集まっていたいただいて議決をとるといふことだと思いますけれども、そういった持ち回りをせざるを得ないような特異なケースが実際上あるときにどうしたらよしいのかということかと思いますが。

○平野委員長 そういう特異なケースの場合には業務方法書ではなくても経営委員会規則でカバーするというのもできるのではないかといいことでしょうか。

●三石理事 どこで定めるかについては経営委員会規則で定めがありますし、厚生労働大臣の認可が必要な業務方法書の中に定めるやり方も両方あり得るのかとは思いますが。

○平野委員長 わかりました。

それでは、まず緊急時、必要やむを得ざる場合に持ち回り決議、持ち回り開催を認めるかどうかということについてはいかがでしょうか。やはりそういう規定を設けたほうがいいのかということであるならば、では、どういふように規定ぶりを定めるのかという話になるかと思いますが。

どうぞ。

○古賀委員 今、言われた例、人事でどうしてもあれだからというのは、我々が参加している他の法人でも行われることです。筋は岩村さんが言ったことだと思いますので、委員長が言われた万やむを得ずということ、どの範疇にするのかを透明化する必要があると思います。これまた難しいのですが、万やむを得ずをどこまで許容範囲として、そのことを持ち回り開催にすることを、どう表現するのが重要だと思います。

現に、1年数ヶ月経営委員会をやってきて、持ち回りでやらなければならないケースは、現実に起きなかったわけです。そういうことからすれば、レアケースとしてやるのか、あるいは普遍的にやるのかということからいけば、私は万やむを得ずということに特化したほうがいいのではないかと。しかし、その特化の仕方が難しく、私自身に具体的な知恵はありませんが、そう感じます。

○平野委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

○根本委員 私、この開催規程は絶対あったほうが良いと思います。やはりビジネスコンティニューイティという問題のリスクを今、抱えている状況なので、それを緩和する意味でも非常に重要というか必要ではないかと思うのです。それは個人的には経営委員会規程で定めてもよろしいのではないのかな。というのは、民間企業のように株主総会というのが上位としてあるわけではないので、特に厚生労働省の規程がそれを排除するものでないとなれば、それでもよろしいのではないのかなと思うのです。あと古賀委員のおっしゃったような明確性というか透明性は非常に重要かと思います。

○平野委員長 万やむを得ざるというのはどうしてもジャッジが入ります。緊急時ということ想定すると、例えばこれは経営委員長判断、あるいは経営委員長がつかまらないときは副委員長の判断という格好で定める方法も1つはあるかなとは思いますが。原則と例外、ごく例外であるということをはっきりさせるためにはそういう規定の仕方もあるかなとは思いますが。ただ、それを経営委員会規則でやるのか、あるいは上位規程である厚生労働大臣の認可の業務方法書に何らかの形で定めるかという問題は引き続き残ることになります。

ほかにいかがでございましょうか。論点は一応尽きたということでございますので、きょうはここでこの審議をやめたいと思います。またこれはできれば2月に議決ということで、その間。

どうぞ。

●三石理事 議決ということなので、一応、方向性について確認をさせていただきたいと思いますが、では、書きぶりにつきましては工夫させていただきますけれども、緊急やむを得ない場合の持ち回り決議の道を開くような形で規程を整理する。その際に、経営委員会規程でやるのか、業務方法書でやるのかも含めて執行部のほうで案を準備させていただくということよろしいのでしょうか。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 最終的にはどうか、GPIF法の解釈の問題にもなるので厚労省の責任ある明確な回答が必要なのだと思うのです。それを前提にせざるを得ない。また、仮に率直に申しますと、GPIF法について厚労省が解釈しても裁判所でそれが通るかどうかは別です。経営委員会で決めたことが無効と言われるリスクが常にあるわけです。そこも含めて、厚労省で、書面なり何なりで明確な回答をいただかないと、とても先には進めないだろうなど私は思っています。

○平野委員長 厚労省、いかがですか。

どうぞ。

●厚生労働省石川資金運用課長 経営委員会の委員からの御指摘ですので、御指摘を受けて検討したいと思います。ただ、GPIF法が会社法を淵源とするかどうかについて、今日の御議論の中でありましたけれども、直ちにそのように整理すべきものなのかどうかについては、現時点でまだ頭の整理ができておりません。一方で、GPIF法は、公的機関、独立行政法人としての規程であります。先ほど森審議役からもありましたように国の審議会等においても持ち回りということがされており、審議会における議事手続として持ち回りは実際に公的な場で行われているという実態もあり、そういう意味で、公的な性格を持った独法であるGPIFということでGPIF法が規定されているという考え方もある。私は今のところそのように理解していますが、委員からの御指摘でございますので、いま一度、整理をしてみたいと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 会社法をそのまま引き写しにしようとしているつもりは毛頭なくて、会社法の領域でこの議論はより精密に議論されてきたということなのです。ほかの場面、ほかの領域ではほとんど議論されていないのだと思うのです。それで会社法についての議論の根底は会社法だからというのではなくて、決議というのは議を経て決するという意味なのだ。それは議を経ないで決することはできないという極めて単純なところから出ているわけですね。したがって、何も会社法と同じようにしろとかそういう議論ではないことだけは御承知おき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す。

それでは、厚労省、石川さん、次回の経営委員会で、今、改めて厚労省の中で整理していただいた見解を文書の形でまとめて出していただけますか。

●厚生労働省石川資金運用課長 はい。御指示ということでありましたら、承知しました。

○平野委員長 そのほうが議論はやりやすいかと思います。それを踏まえて、三石理事の先ほどの御提案で執行部は整理していただいて、それで案を出していただくということにしたいと思います。ありがとうございました。

続きまして、次の審議事項「(3) 業務方法書の変更について」、執行部から説明をお願いします。

●佐藤企画課長 それでは、資料07、審議事項(3)、方法書の変更について、御説明を

申し上げます。

まず1枚目のエグゼクティブサマリーをごらんください。

現在、規程の点検の作業を行っておりますけれども、この見直しに伴いまして、業務方法書で引用されている用語等につきまして極めて形式的な修正が必要になってまいりますので、この議決をお願いするというものでございます。今回、修正の内容について御審議いただき、中身がよろしければ次回の経営委員会で議決をいただくという形で進めていきたいと考えております。

具体的な変更内容でございますが、2分の2、次のページをごらんください。「業務方法書の変更（案）」というものでございます。左側が改正案、右側が現行というものでございます。

修正点は2カ所ございまして、それぞれ下線を引っ張っている部分でございます。まず改正案をごらんください。第17条というところでございますけれども、管理運用法人は、経営委員会を頂点とした意思決定ルールの明確化等を図るため、必要な規程、ここに「（細則等を含む。以下同じ。）」ということで文言を追加したいと考えております。

趣旨は、規程といいますと今回の経営委員会で作るものを規程だというように整理するという形になりますので、規程を受けて理事長のほうで細則等々をつくるということ、もちろんあるわけでございますので、そのあたりの文言をきちんと正確にあらわすという趣旨で細則等を含むということで整理したいというものでございます。

第23条というところでございます。監査委員会及び監査委員会監査というところでございますけれども、第23条の（1）のエというところでございますが、現行のところには「組織規程（平成18年規程第4号）」とございますが、この平成18年規程第4号というものを削るという改正をしたいと思っております。

この平成18年規程第4号は、理事長がつくった規程の中で、平成18年で4番目の規程だという趣旨でございますけれども、今般、経営委員会が新しく組織規程の議決をいただくということになりますし、組織規程に番号をつけなくても紛れが生じるものでもなくわかりやすいと思っておりますので、ここはもう削除するという形で整理をしたいと考えております。

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、よろしくお願ひします。よろしゅうございますか。ありがとうございました。

続きまして、次の審議事項（4）に移ります。「投資判断用データの収集・活用について（2）」、執行部から説明をお願いします。

●森運用管理室長 それでは、「投資判断用データの収集・活用について（2）」という資料をごらんいただきたいと思ひます。

こちらにつきましては、これまでも何度か御議論いただいておりますけれども、残りの課題についてまとめてございます。エグゼクティブサマリーをごらんいただきまして、構

成としては3つありまして、1つがデータマネジメント、2つ目がオルタナティブ投資のデータ集約について、海外年金の調査をした結果についても御紹介をしたいと思っております。いずれにしましても、来年度予算あるいは次期中期計画予算の検討に資するための資料というような位置づけでございます。

資料の4ページをごらんいただきまして、簡単な振り返りですけれども、資産管理のあり方につきましては、会計用のデータとは別に投資判断用データというものを運用機関から直接受け取りまして、運用多様化に対応したリスク管理ですとか運用受託機関とのエンゲージメントの強化に使っていききたい、活用していききたいと思っているところでございます。

次のページが全体像でございまして、6ページが整備のイメージでございまして、今、募集が開始されているところでございまして、2021年度ごろに順次スタートしていききたいというようなことで考えております。

1個目の課題ですけれども、データマネジメントについてでございます。8ページをごらんください。現行のGDPRの課題が左側にありまして、例えば管理方針、対応方針が見えにくいという話ですとか、欲しいデータが入っていない場合に改修にコストや時間がかかるので、ユーザ自身が自分でデータを取得してしまうような非効率が生じている。あるいは改善していく仕組みが不十分だというようなことがございます。

そういったことを踏まえまして右側ですけれども、データ基盤の位置づけあるいは管理方針を明確化していこう。そして、投資判断用データの範囲ですとか信頼性確保のための措置をしっかりと定義しようということでございます。

右下ですけれども、そういったことをしっかりとやる組織、DMO（データ・マネジメント・オフィス）を定めましてPDCAを回していこうというような方策でございます。

9ページでございますけれども、投資判断用データということですが、左側の絵は当初検討していたのがデータの取得時期が早いのか遅いのかということに分けるという考え方を持っておったのですが、右側のように早い遅いだけではなくて投資判断用に使うデータというのは幅広く存在しているので、こういった用途によって定義をしていくのだろうというようなことを考えております。

10ページですけれども、真ん中にDMOというものを書いておりますが、関係者との調整をしていく組織をイメージしております。今回、公募をしておりますIBORの受託業者、実際のデータを持っている運用機関、内部で実際に利用をするリスク管理室や市場運用部、経理的な部分あるいは経営層との調整、情報管理部のセキュリティー対策との関係、こういったことを調整する部署が必要だろうというように考えております。

11ページですけれども、これは海外の事例でございまして、CaIPERSとAPGの例でございます。それぞれ課題を持って対応しておるのですけれども、ポイントとしては、データ利用者との継続的な連携や協力が不可欠だということで、どちらも運用フロントに近いところに置いて、そういったITの専門の部署とはまた違った形で置いているというのが特徴か

と思います。

続きまして、オルタナティブのデータ管理について御紹介したいと思います。

13ページをごらんください。オルタナティブのデータというのは2つほど特徴がありまして、1つは一番左にありますようにデータのあり場所が階層化しているというようなどころがあります。伝統的資産ですと一番上のところで把握できるのですが、それをファンド・オブ・ファンズのような形で階層構造になっているというところが1つの特徴であります。

もう一つなのですが、資産別ということで、インフラ、PE、不動産、そういった資産別あるいはコアであるとか戦略別、そういったことで、かなりデータに個別性が大きいということがあります。そのために、赤い点線でくくっている部分ですが、データ集約をするためには、投資データの標準化などを行わないとうまく活用できないというところがあります。現行では、それをステート信託に行ってもらっておりまして、これを黄色いところ、eFrontとありますけれども、そちらのほうに入力をさせていただいて、こちらの機器を使って現在モニタリングをしているというところでありまして、ここからさらに通常のGDPRのデータとあわせてリスク分析ツールのほうにデータが流れていって法人全体のリスク管理に使っているという現状でございます。

14ページでございますけれども、この収集につきましても、この表の下のほうですが、契約が切れるタイミングが参っております。これを更新していく必要があるのですが、運用機関の選定が一部でまだ続いているということもありまして、来年度、全体がそろったところで見きわめを行いまして調達に入っていきたいと考えております。

15ページはその際の一つのポイントなのですが、プラン1というのが現在募集をしておりますIBORのサービス業者と同じところにやっただくというケースが考えられます。こういった場合ですと単独の調達よりも安価になる可能性もあると思っております。

逆にプラン4という右下のものでございますけれども、これは海外でよくあるパターンなのですが、法人内でそういったものを実際に内製化してやっっていくというケースが考えられます。非常に個別性の高いデータでありますので、完全に外注するというよりは内部で知見をためていくということも考えられるというところでありまして、この辺を来年度、しっかり検討していきたいと思っております。

最後に海外年金の状況について御紹介をしたいと思います。

17ページですけれども、これはNBIM、Norges Bankの運用機関でございますが、こちらについて7年間かけてデータの集約ということをしてきております。左下にありますように、GPIFのほうで抱えている問題と同じようなことがございます。これをフロント、ミドルのシステム、バックオフィスのシステム、カスタディアンとそれぞれ分けまして、順次統合してきたというようなどころでございます。

これにかかる経費が18ページでございますけれども、ITサービス、システムなどにつきまして、年間で85億円ほどかかっているという状況でございます。

もう一つ、19ページがCa1PERSの事例でございます。こちらにつきましては、テクノロジー費用というところで38.6億円というのがございます。この表のすぐ上に書いておるのですけれども、このほか、内部のシステムインフラに50億円かかっているというようなことでありまして、このうち、どの部分が運用というようになかなか分けられない部分もありますが、単純に足せば80億円以上というような状況でございます。

最後に20ページでこれをまとめてございます。今、御紹介したNBIMとCa1PERSのほかにCPPIBも追加しておりますけれども、全従業員数の中に占めるIT関連の人材というところもGPIFはその10分の1程度でございますし、①分の②という欄がございますが、資産規模に対するシステム関連費用につきましては、GPIFは1桁違うような状況になっているというようなことでございます。こういったようなことで来年度以降の予算の審議に当たっては、また繰り返し御説明をしていきたいと思っておる次第でございます。

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す。

御意見、御質問がありましたら、どうぞお願いします。

どうぞ。

○根本委員 参考として伺いたいのですが、20ページで他の公的年金と比較をされていて、GPIFより費用が高くてIT人材も豊富にいらっしゃるというのはわかるのですが、インハウス中心の機構というのは、そういう予算なり人員なりというのがインハウスを少ない機関と比べると特に比例的にかかるものなのか、それともかなりデータ整備という意味では同じようにかかってくるのか、その辺を伺いたいのです。

●森運用管理室長 全く関係ないわけではないと思いますが、それほど大きな関係はないのかなと思っております。例えば19ページを見ていただきまして、Ca1PERSの事例でございます。インハウス比率が非常に高く70%ほど、インハウスでやっているということですので、例えばこの右側の機器でいきますと3番目にあるチャールズリバーというようなものはフロントの機器でございますので、こういったところは確かにGPIFにはかかってきません。それ以外のリスク管理ツールなどにつきまして、あるいはデータ集約するための機器につきましては同様に必要になってくるだろうということですので、比例するという事はないかなと思っております。

○平野委員長 ほかにどうぞ。

○古賀委員 今さら聞くことではないかも知れませんが、20ページのシステム関連費用というのは、1つは、イニシャルコストは含んでいないのかどうかということです。御説明を受けたのが9億ぐらいの導入費用がありましたが、それを含んでいないかということ、それが1点。

2点目は、オルタナの件については先ほど説明があったように非常に複雑なものだからというのはよくわかるのですけれども、現在のオルタナの全体の比率というのは、まさに0.何%みたいな状況ですね。そういうところで20ページの一番右下のようなオルタナ情報

管理のさまざまな点での費用というのがバランスをとれるのかなという感じがするのですが、この2つについて参考にお聞きしたいと思います。

●森運用管理室長 1点目のイニシャルコストにつきましては、海外のところもそこまで厳密に聞いているわけではないのですけれども、入っていない可能性があると思っておりまして、GPIFのところもそういう意味では同様にランニングのコストを主に書いて、ここではありましたか。

●金澤情報管理部長 GPIFのところについては、イニシャルとランニングと5年間分。

○古賀委員 イニシャルは入っているのか。

●金澤情報管理部長 入っています。それを5で割っています。ならしてしまっています。だから、5年間、集計期間中の総コストを1年で平均していると思っていただいて結構です。

●森運用管理室長 海外は、そこは不明、わかりません。

○平野委員長 どうぞ。

●森運用管理室長 オルタナにつきましても確かにウェイトは低いわけですが、例えば13ページ、データを流して行って最終的にリスク分析をしていくのですが、全体でリスク分析をするときに国別の状況であるとか業種別の状況であるとか、そういったことを法人全体として見ていく必要があります。そういったことをするためにはどうしてもこういった階層の下のほうのデータも集めてくる必要があると考えておるところでございます。

○平野委員長 どうぞ。

○高橋理事長 オルタナにつきましては始めたばかりなのでまだ残高は少ないのですが、リスク管理につきましては、やはり最小限、きちんとどういうものを買ったかというのを見られるというところまでシステムでそろえるとなると最初、かなりお金がかかって、その後、多分積み上げていってもそんなにふえないという感じで捉えております。

○平野委員長 どうぞ。

○加藤委員 先ほどの根本委員の質問に関連してなのですが、インハウス化されているところとインハウス比率の少ないところの比較で、先ほどの御回答で余り差がないというお話だった。アプリケーションのシステムのコストとしては確かに差は少ないかもしれませんが、対応する人を考えるとインハウス化しているところのほうがどう考えても増えるだろうと思います。要するに、従事している人が増えるわけですから、当然、その分、対応するシステムも増え、関連する問題もそれだけ多く起こることなので、その分のコストは当然人件費という形でかかってくるという理解で良いでしょうかというのが一つ。

もう一つ、DMOなのですが、これについてはこれから詳細を詰めるのだろうと思うのですが、どのぐらいの陣容でスタッフをどのように調達してくるのか、運営のコスト等について何かお考えがあれば教えてください。

○平野委員長 今の加藤委員のDMOに関する御説明について追加的なコメントをさせていただきます。

データマネジメントの世界はここのところ、幾何級数的に需要が伸びている割には人材が払底しておりまして、人材を確保するのは簡単ではないわけです。だから、構想としてはそうなのですけれども、これは誰がどういうように担っていくのかというのは今後のことを考えますと極めて重要なポイントで、その辺も含めて今あるアイデア、もしあればお話しいただければと思います。

どうぞ。

●金澤情報管理部長 まず最初のほうですけれども、加藤先生の1番目の御質問です。おっしゃるとおりだと思います。例えばトレーディングシステム、取引に使うシステム、そういうものは日々のメンテナンスも必要ですし、運用の精度というのも月1回、データがきちんと整っていればいいというレベルのものではないので人のコストは相当かかると思います。

ここに載せているノルウェーですとかCaIPERSというのは、システムについてもかなりの部分を内製化しているというように聞いています。そこを含めて人件費という意味ではシステムのほうに入っているのか、全体の人件費に入っているのかというのは、例えばCaIPERS、19ページのところで、左の表の一番上にインハウス運用人件費とテクノロジー費用というのがあります。その表の欄外の上のところに内部のインフラシステムに関すると思われる費用が50億円と書いてあるのですけれども、この辺が全部、このうちの一部みたいな形になっていると思うのでなかなかわかりづらいですが、いずれにしろ、内製化している。

一方、GPIFが今の人数で、もし例えば内製化をしますと言っても、この人数では多分できるわけがないので、その場合はアウトソースすることになってくるのだろう。であるとすれば、このシステム関連費用のところアウトソース費用を入れると、むしろ相当膨らんでしまう可能性はあるのかなとは思っています。内製化するのとアウトソースするとシステムの部分も人の部分も外に払うということになるので、その部分は膨らんでくるのかなとは思っています。

差が小さいとは言うものの、もしアウトソースするとなれば相当の金額になる。幾らかと言われるとなかなか想像が付きにくいですが、そういうように思います。

●森運用管理室長 DMOの話をお先にさせていただきまして、どうやって確保していくかというのは本当に頭の痛い問題でありまして、特にやっているといますのは、これについては運用のフロントのこともわかっている一方でデータのこともしっかりわかっていないといけないというようなところでもありますので、そういったことが両方わかる人はなかなか本当にいないというところがあります。募集はしておるのですけれども、そういったことについてもしっかり何とか確保していきたい、激励と思って取り組んでいきたいと思っています。

○新井委員長代理 何人ぐらいの体制を考えていますか。

●森運用管理室長　そこもこれからでございますけれども、まだそんなに大きくはスタートできないと思います。

○高橋理事長　大変いい御指摘をいただきまして、ありがとうございます。

DMOにつきましては、来年度及び次の5年の中期計画にも非常に重要な位置づけになると思っております。当面は運用管理室のほうで情報システムと別に置こうと思っておりまして、1つの大きな役割は、この20分の10のところにあります。DMOをつくるとなるとすごくデータにも詳しいエキスパートというようにイメージされると思うのですが、私が思っておりますのは一番大きいのは、まず法人の中での自分たちの基盤、テクノロジーの正確な認識と法人の中での各部の利害調整をちゃんと進めて、この優先順位から言ったらオルタを先にやってやったほうがいいのか、それとも伝統的な資産のほうがいいのかという判断のところは1つあると思います。

それに加えて、外部の受託業者なり外部の資産運用機関との調整のところもまた大きな仕事でありまして、御承知のとおり、確かにこの分野は人材が払底しておりますが、基本的にはGPIFといたしますとDMOの中にすごい優秀な人を抱えるということよりも、より信頼のできる、よりテクノロジーもわかり、ニーズもわかる業者とどう契約するかとか、どう抱え込むかというのもまた1つのスキルだろうと思っておりまして、その場合は、次に来るのは難しいのは、多分、いいところほど高いのだと思うのです。

そうすると、次の議論とすると、こんな高いところと契約していいのかというところになってくると思います。それは自分のところで抱えればもう人件費が高くなるだけですが、そうではなくてほかに頼もうとすると契約コストが高くなるというバランスをどう図るかという難しい調整になりますが、それもこのくらいなので、ここら辺に頼みます、こういう感じでやっていこうと思いますというところを今のGPIFの中のリソースなりたてつけと調整しながら来年度の予算、次の5年間の中でのイメージをまたこういう形で御説明させていただいて、経営委員の方々からも御意見をいただいて進めていければと思います。

○平野委員長　ありがとうございました。

ほかにどうぞ。

○新井委員長代理　1つだけ。オルタナティブについて、先ほどの説明で、非常に多くのデータが必要だということはそのとおりだと思うのですが、そうしたデータの面だとか管理のために必要なスタッフのコストまで考えたときに、現行の上限5%というところからオルタナティブの比率をどの程度上げるべきかというようなことを考える上では、そういう付帯費用も考えないと正しい意思決定はできないと思います。先ほどの御説明の中であったような必要性というのは十分わかるのですが、コスト的にどの程度になるのか知りたい。すぐにとするのは難しいと思うのですが、徐々に教えていただけると、今後、オルタナティブの比率を5%から上げるにしても、伝統的な資産の運用と対比したときにトータルのメリットとしてどうなのかという判断が必要だなと思いますので、その辺、お

願いたいと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○高橋理事長 ありがとうございます。

今、内部での進み方は、基本的には今の5%のままで7兆、8兆の金額であります、その金額を例えばもとにしたときに今のいろいろな管理コストを引いて、それでも十分な利益があるベースでまず議論を進めていただいて、それはとにかく来年度までの間に方向感をまた御議論させていただいて、その後、今、議論していただいておりますオルタナティブをさらにどうするのかというところは、それをまた受けて、きちんとしたコストと対比、有効なものがある前提の上に立ってどうするかという議論をできるように執行部としても検討していきたいと思っております。

●森運用管理室長 20ページが一番最後の右下ですけれども、内訳の欄の下から2つ目にオルタナ情報管理ということで現行の金額ですが、年間で3.3億円というようなコストで先ほど御説明した現行のシステムの流れでこれをやっておるということでありますので、それぐらいの金額のレベル感でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

込み込みでオルタナにどのぐらいのメリットがあるかというのは重要な論点だと思いますので、またおおい議論をさせていただけたらと思います。ありがとうございました。

続きまして、報告事項に移らせていただきます。報告事項の「(1)次期基本ポートフォリオの策定について(2)」は、この報告に先立ちまして、厚生労働省からGPIF次期中期目標の策定に向けた今後のスケジュール等について御報告いただきまして、それに続きまして新井委員長代理から御報告をお願いいたします。よろしく申し上げます。

●厚生労働省石川資金運用課長 厚生労働省でございます。

タブレットの資料番号09、報告事項1、中期目標スケジュール、積立金基本指針説明資料をお開きください。

この後、次期基本ポートフォリオの検討状況について御報告があるかと思いますが、それに先立ちまして、厚生労働省関係で、今後のGPIFの次期中期目標の策定等に向けて、どのようなスケジュールで今後進んでいくのかということについて、この資料で御説明をしたいと思っております。

まず、大きく4つほど事項がございますが、1つ目の年金財政の検証でございます。これにつきましては、現在、厚生労働省の審議会で検討しているところですが、今後のスケジュールとしましては、2019年、今年の2月から3月に、経済前提を含めて財政検証の諸前提の確定がされる見込みです。そこにおきまして運用利回りも含めて確定されるということでございます。その後、3月以降に財政検証の作業を経まして財政検証結果を公表するという流れになります。

これに関しまして、7分の2のページの資料をお開きください。これが昨年末の社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提に関する専門委員会の資料で、「運用利回り

の設定方法の修正案について」という資料でございます。

上段が前回、2014年の財政検証における運用利回りの設定方法でございます。足元の前提、長期の前提、それぞれにつきまして、左欄の「実質長期金利」に内外の株式等による分散投資効果を上積みするという考え方で、運用利回りの設定を従前は行っておりました。しかし、近年の長期金利が中央銀行の政策の影響も大きく受けるなど、マクロ経済に関する試算の中での位置づけがわかりにくくなっているといった見方ですとか、年金積立金の市場運用を開始したのが2001年、平成13年度でございますが、それ以降17年以上が経過しまして、GPIFの運用実績を活用する環境が整ったことを考慮しまして、資料の下段ですけれども、今回の財政検証におきましては、運用利回りの設定に当たってGPIFの実績を活用することが適当ではないかという方向で、今は検討が進められております。

この資料の下段の修正案のところで、足元の前提、長期の前提、それぞれについて記載のような設定方法でございますけれども、「長期の前提」の「通常ケース」のところをご覧いただきますと、将来の実質運用利回りの算出方法としては、GPIFの実質運用利回りの実績に、将来の利潤率を過去の平均利潤率で割った、いわゆる利潤率倍率を乗じることで運用利回りの設定をするという方法に変更することが適切ではないかという方向でございます。

また、「足元の前提」ないしは一番下の「極めて低成長のケース」の「分散投資効果」のところにおきましても、GPIFの実績を基礎にして設定していこうということで進んでおります。

ただ、それらにつきまして「保守的に設定」とございますけれども、GPIFの運用目標は財政検証の経済前提に基づいて設定されるということも踏まえまして、先ほど触れましたGPIFの17年間の運用実績については、17年間の平均値のみの活用ではなく、実績の変動の幅を踏まえる方法などによりまして保守的な設定とすることが望ましいのではないかということから、保守的な設定をしつつGPIFの実績を基礎にして運用利回りの設定方法を今後このような形でしていこうという方向で、今検討が進められているという状況でございます。

また7分の1ページにお戻りください。2点目の事項といたしまして、積立金基本指針についてでございます。7分の3に概要紙を、指針の全文を7分の4以降に掲載しております。時間の関係上、詳細な説明は省略させていただきますので、また後ほどご覧いただければと思います。

7分の1の積立金基本指針のところについてであります。現状、この指針について改正内容の検討を行っているという状況でございます。これについては、財政検証の際に指針について検討を加え、必要に応じ、これを変更する、という法律上の規定がございますことから、今回の財政検証の機会に指針の改正の要否について検討しているという状況でございます。

指針は厚生労働省大臣を含む4大臣が定める告示でございます。まずは厚生労働省に

おきまして指針について検討しているということです。その後、共済の所管省、財務省、総務省、文部科学省との調整を行っていくこととなります。その上で、財政検証結果が公表されたのちに、この指針について改正をする場合には改正をし、それについての公表も行うという流れになります。

続きまして、中期目標についてでございます。これは今後、こちらで御議論いただくGPIFの中期計画にも非常に密接に関連するものでございますけれども、中期目標についての大まかな動きについて御説明いたします。

まず本年の6月末までですけれども、現中期目標期間（2015～2019年度）における見込みの評価について、GPIFによる自己評価を行っていただきまして、その自己評価を厚生労働大臣に提出していただくということが6月末までに必要でございます。

その後、8月末までに、GPIFの自己評価を踏まえた見込評価、これは厚生労働大臣の評価であります。見込評価（大臣評価）を行うとともに、業務・組織全般の見直し内容というものを策定しまして、それらを社会保障審議会資金運用部会で審議していただくこととなります。その上で、8月中にこれらを総務省へ提出し公表することとなります。

その後、9月以降ですが、見込評価等を踏まえて次期中期目標案の検討を行い、次期中期目標案について資金運用部会での審議も経てまいります。資金運用部会においては2020年の1月から2月に諮問手続をとることを予定しております。

それらと並行いたしまして、独立行政法人の評価を所掌する総務省の独立行政法人評価制度委員会においても、GPIFの次期中期目標案についての審議が行われる見込みでございます。

それらを経た上で、2020年、来年の2月ごろを予定しておりますが、厚生労働大臣がGPIFの次期中期目標を策定・公表し、GPIFに対して次期中期計画の策定を指示いたします。3月に次期中期計画案を資金運用部会に諮問後、厚生労働大臣が認可をし、4月から次期中期目標・中期計画が開始するという流れになります。

以上が中期目標に関する今後のスケジュールでございます。

最後に、年金積立金運用のあり方についてでございます。これは今年の夏以降を予定しておりますが、先般のガバナンス改革法の施行、一昨年10月の施行でございますが、その後、3年めどの検討規定が法律上ございまして、この規定を踏まえまして、年金積立金運用のあり方についても資金運用部会で審議を行っていくというスケジュールでございます。

厚生労働省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。

これで一旦切りまして、御意見、御質問があればお願いします。

どうぞ。

○根本委員 2ページで伺いたいのですけれども、この実質運用利回り設定方針が変わるというところで、将来の実質運用利回りの決め方というか、実績×将来の利潤率／過去の

平均利潤率とあるのですけれども、これはいろいろなケースによって利潤率の推定などを変えて幾つかシナリオが出てくるものなのではないでしょうか。

あと、その利潤率の測定というのは日本をベースに今までされてらっしゃると思うのですけれども、運用資産というのは、かなりGPIFは4割以上、海外ですが、そういう海外要因というのは勘案しなくてよろしいのかというのを伺いたいです。

あと保守的に設定とあるのですけれども、よくわからなくて、例えばリーマン・ショックとか、ああいった時期を入れると非常に違っていると、17年の平均よりも移動平均で保守的というのがよくわからなかったのです。

●厚生労働省石川資金運用課長 利潤率倍率の考え方については、経済モデルからの推計を行っていくというように、参考資料につけております検討経過の報告資料の中で記載しているところでございます。実際の推計などはこれから厚生労働省において行っていくこととさせていただきます。

海外の要因を合わせなくてもよいのかということについては、資料の上段の「長期の前提」の将来の実質長期金利の推計方法のところにありますけれども、計算方法としては過去の平均実質長期金利に利潤率倍率を掛けてという方法としていたところ、先ほど申し上げたように長期金利については金融政策の影響も大きく受けることからGPIFの実績を使って今回はやっぺいこうということとさせていただきます。この部分については変更するということとありまして、計算方法としては従来から変わっていないということだと理解しております。

確かに、リーマン・ショック等々、過去の実績についていろいろと大きな変動が実際にありますけれども、その辺をどう考慮するかということも含めて、移動平均をとるという方法も先ほどおっしゃっていただきましたが、そういった移動平均のとり方も含めて、いくつかのやり方、方法があるかと思っております。そういった方法をいろいろと工夫しながら保守的な設定をしていきたいというような趣旨でございまして、御理解いただければと思います。

○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 今のGPIFの運用利回りの実績の設定方法ですけれども、10年移動平均の幅を踏まえる方法等により保守的に設定というように出ているのですが、これはかなり細かく決まっているということですか。そうではなくて、何となくこれから見ていこうというあくまで曖昧な設定という理解ですか。結構決まっているということですか。

●厚生労働省石川資金運用課長 結構決まっているというのは。

○加藤委員 細かく決まっている。10年の移動平均の幅を踏まえるというのは、要するにどういう具体的な定義なのかなと思っております。

●厚生労働省石川資金運用課長 「等」という言葉がありますけれども、実際には、移動平均のとり方に幅の問題もあるでしょうし、10年ではなく、もしかしたら5年というとり

方も方法としてはあるかと思えます。あとは、10年移動平均のとり方についてもいくつかのパターンがあり得るかと思っております、そういう意味では、細かい決め方はこれから実際に具体的な数字をもって推計を行いながら決めていくということでございます。現状では、厚生労働省の専門委員会で大きな方向感としてはこういう方法でやっていけばどうかというのが現状決まっているという状況でございます。

●森審議役 ただ、私どもGPIFもこの検討会に陪席させていただきましてお伺いしていただきますけれども、この年金財政における経済前提のあり方については、まさに単純な平均なのか、数年ごとの移動平均なのか、10年の平均なのかという形で何種類か見て、結果的にもう検討会におきましては、10年平均等を基礎としてみたいな形で、決まり事の世界では決まったということございまして、そういう意味では可塑的ではないというように理解しております。

○平野委員長 確認なのですが、現行方針に比べて修正案で運用利回りを出しますと高目に出ますでしょう。

●厚生労働省石川資金運用課長 そこは実際には今後ですね。

○平野委員長 予見を持って断じてはいけないのだけでも、イメージとしてはそうなるのではないかと想像します。

●厚生労働省石川資金運用課長 そういう御意見も踏まえつつ、保守的に今後設定していくという方向です。

○平野委員長 バランスをとっているということですね。

●厚生労働省石川資金運用課長 はい。

○平野委員長 余計なことを済みません。

ほかによろしゅうございますか。

それでは、新井委員長代理より報告をお願いいたします。

○新井委員長代理 それでは、資料の12番「次期基本ポートフォリオ策定について（2）」ということで御報告を申し上げます。

エグゼクティブサマリーにございますように、7月以降、PTでさまざまな検討を行ってきたのですが、理論的な側面、実務的な側面ということで、2ページにありますように14の課題を洗い出して検討を行ってきました。どういう課題を検討するかというようなことの議論を経た後、具体的には第8回から第16回まで9回にわたりましてPTのミーティングでさまざまな検討を進めてきております。

3ページ目のところで灰色に塗ってあるところが大体の現状で、ほぼPTとしては結論が出ているということです。まず、運用資産の内外区分の撤廃ということで、株式につきましては株式市場及び企業活動の国際化に伴って株式市場のグローバル化が非常に進んでいる中で株価変動の相関も非常に高くなっているというのが近年の状況ですし、企業活動の国際化ということもありますので、株式については内外区分を撤廃することを基本方針といたします。しかし、債券についてはライアビリティの関係もありますので、内外の区

分は残すという原則的な方向で進めたいと考えております。ただし、株式について内外区分の撤廃が市場にいたずらに影響を与えるということを避けるために、今後どういう形で進めていくかにつきましては、さらに詳細な検討を行いたいと思います。

2番目のファクターポートフォリオですが、海外の基金では、マクロファクターをベースにするアセットアロケーションの決定ということを行っているところもあるということですが、個別のミクロファクターに比べてマクロファクターはまだ方法論として固まっていないところも多くありますので、今回はファクターに基づく基本ポートフォリオの設定は見送るということで、ファクター分析につきましては、現在もGPIFではリスク管理でファクター分析を活用しているわけですが、今後一層活用していくということで、ファクター分析の基本ポートフォリオ策定への利用は、今回は見送るということでございます。

3番目は、期待リターンについてであります。基本ポートフォリオの決定について最適化計算を行う場合に、実務上の問題点といたしましては、期待リターンを少し変えますと最適な資産配分ががらっと変わってしまうという問題があります。これに関する抜本的な解決というのは存在しないわけなのですけれども、現行で最も妥当な方法ではないかということで実務的に多くの機関で採用されている方法にBlack-Littermanの方法がございます。

Blackというのはオプションプライシングで有名なBlackです。あとLittermanという人はゴールドマンアセットのリサーチャーですが、その2人がつくった方法です。通常、最適化は期待リターンとリスク及び相関のパラメーターをインプットとして入れて最適ウェートを決めるという順番で計算をするわけですが、それを逆に現行の各資産のウェートというものが均衡ウェートであるという前提で、資産ウェートを与件としましてリスク、相関等々のパラメーターを入れまして、期待されている均衡リターン、今の市場の資産のウェートから逆算される均衡リターンというのが何%かということをもとに計算いたします。その均衡リターンに今後のビューということで、若干の修正を加えます。現在の市場でインプライされている均衡リターンと若干違うビューを投資家が持っているということであれば、そのビューを加味した形で期待リターンを計算します。このようにすると先ほど申し上げました最適化で期待リターンを少し変えとがらっと最適資産配分が変わってしまうという問題を緩和することができますので、基本的にはそういう方向で行きたいと思っております。

ただ、どういうビューを設定するかとか、ビューに関する確信度合、ビューがどの程度信頼できるものかを示すためにビューの正確性に関する分散を入れるとか、そういう方法で確信度というものを入れる。こうした側面、つまり期待リターンの算定において均衡リターンとビューのウェートをどういうウェートにするかなどについては、今後一層検討を続けていきたいと思っております。

4番目、多期間最適化についてですが、20年から25年の計画期間について、それを1期間として最適化をするのではなくてサブ期間ということで例えば5年ごとに区切って、5

年ごとに最適なアロケーションを決めていくという自由度を入れた形で多期間の最適化を行うという理論的にはすぐれた方法なのですが、現行のGPIFの運用の仕組みとか等々を考えると、実際にそうした方法を活用するというのは難しいところがあるということで、今回は見送るという、PTとしてはそういう結論に至っています。

為替ヘッジですが、従来どおりノーヘッジをベースにして資産配分、基本ポートフォリオを決めるという考え方で臨みたいと思います。妥当な為替ヘッジの比率が何%かというようなことについては、さまざまな理論的な研究があるわけですが、現行では非常に限定的な有効性しか持っていない。非常に厳しい前提を置いて初めて最適ヘッジ比率が求められるという理論になっているので、少なくとも資産配分において一定の比率の為替ヘッジを前提にして資産配分を考えるというのはまだ機が熟していないのではないかとということで、従来どおり、ノーヘッジをベースにして資産配分は決めていきます。けれども、当然、実際の運用においては適宜、その時々状況に応じて執行部のほうで判断をして、しかるべき為替ヘッジを行っていく方向で臨んでいただきたいと思いますと考えております。

政策ベンチマークについてですが、これは従来どおりということで、現行のベンチマークには、実はさまざまな問題もないわけではないのですが、それをリプレースすることによって得られるものと継続性とか、幅広く国民の間に認知されているかどうかというようなことはかりにかけますと、従来どおり第3期と同様の政策ベンチマークを使うのを基本ポートフォリオ策定の基本方針とした方がよいと思います。

あとオルタナティブの問題とかヘッジつきの外債をどのように扱うかというようなことについては、これからより詳細な議論を詰めていきたいと思っております。

以上、PTのほうで作業を進めている途中経過について、御報告を申し上げます。

○平野委員長 よろしゅうございますか。ありがとうございます。

それでは、ただいまの御報告につきまして、御意見、御質問があればどうぞよろしくお願いたします。

どうぞ。

○古賀委員 前回も少し議論になったと思うのですがけれども、内外区分の撤廃なのです。これは市場への影響に対する対応策の検討というのはもちろんのことでしょうけれども、被保険者の頭の中には、やはり基本ポートフォリオの4つの区分が明確にあると思います。そういう中で株式だけ内外区分を撤廃するということに対する丁寧な打ち出すときの説明。いわゆるこの前の議論の中ではリスクなども回避するためにはこれが必要なのだというようなこともございましたので、納得性を高めるような打ち出し方というのは特に被保険者に対して必要ではないかと思っておりますので、その辺をぜひ工夫をいただいたらありがたいなと思います。

以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

○新井委員長代理 前回も申し上げたことなのですが、メリットとしましては、株式につ

いてはインダストリーセクターと申しますか、そういう要因とカントリーの要因と考えたときに、インダストリーの要因というのがかなり高くなっているというのが過去10年から20年ぐらいの状況でございまして、そういう中で例えば具体的な産業を挙げますと医薬品ですとか半導体だとか、そういうような産業について、残念ながら我が国企業の国際競争力が必ずしも強くないというようなこともございます。そういうようなことを考えるとセクター配分等を考えたときの自由度として国内と海外というように分けるということで、株式運用に関する自由度が束縛されるというデメリットがございまして。

ただ、他方、御指摘のとおり国民の間での納得感とか市場にいたずらな混乱をもたらさないとかということがございますから、その辺については御指摘通り、今後、引き続き検討を続けてい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。

どうぞ。

●三石理事 執行部なので、新井先生に確認という意味なのですが、今の内外区分の撤廃のところの解釈なのですが、いろいろ解釈できると思うのですが、世間一般的に内外区分の撤廃ということになりますと、一部の企業年金とか、たしか国民年金基金連合会さんもやっているかと思えますけれども、いわゆる最適化するときには内外株式の区分を撤廃して最適化しますと、もう釈迦に説法でございまして、日本の株式市場のウエートはグローバル株式市場から見ればもう10%未満でございまして、当然、そのまま最適化すれば日本の株式に投資するシェアは非常に小さくなるということになるかと思うのですが、そういう意味をおっしゃっているのか、あるいは今、メリットとして言われた運用の際に内外区分の撤廃ということであれば、私どもが運用受託機関に与えるマニデートにおいて、今は外株のマニデートあるいは内株のマニデートという形で与えていますが、それを撤廃してマニデートとして与えようという意味なのか。それぞれの解釈によって全然結論が変わってくると思うのですが、PTの中ではそこはどういう御議論をされているということでしょうか。

○新井委員長代理 まず前者でありますけれども、カントリーバイアスと言われるようなポイントについてです。御指摘をいただきましたように世界の株式市場の中で我が国の株式市場のウエートは10%を下回っているというのが近年の状況でございまして、その比率にいきなり近づけるというような形でカントリーバイアスを撤廃するという意味ではございません。あくまでも運用における自由度を束縛するような形に内外区分が働くとすれば、そういうようなことがないように考えていくということでもあります。

運用機関に与えるマニデートに関しましては、今、三石さんからお話をいただきましたようなグローバルマニデートという形でマニデートを与えるケースもあるでしょうし、国内株を運用してくれ、海外株を運用してくれというマニデートの与え方もあると思います。内外区分の撤廃とマニデートの与え方は分けて考えていけばいいのではないかと。ただ、内外区分が撤廃されると、結果としてはグローバルマニデートという形でのマニデートの与

え方の数がふえるかなという感じはいたします。先ほど言いましたように自由度を高めるという観点からしますとそういうことになると思いますが、いきなり全部がらっと変えるということではありません。繰り返しになりますが、すべて、グローバルマંデートにするという意味でもないと思います。それがPTの中での議論でございます。

○平野委員長 この内外区分の撤廃という大きな論点を含めまして、これはいずれ経営委員会で改めて議論いたしまして決めていくということになるかと思ひます。その際に今、どうぞ。

●水野理事 委員長を遮りまして済みません。内外区分の撤廃で今の三石理事の質問に関連して委託運用のいろいろ見直し等を行っているという観点から申し上げておきますと、過去の資産管理銀行の複数化が行われていなかった時代はさておきまして、現時点では少なくとも運用における自由度は内外が撤廃されていないのでないという認識は委託運用の責任者としては持っておりません。逆に内外を撤廃したことによるマーケットや国民へのメッセージ性などのほうが実は重要ではないかと私の立場では思っております。

新井先生のおっしゃる運用のほうの制約がないように自由度が高いということは大変ありがたい話なのですが、現実の委託運用に関しては、その内外が撤廃されないということに関する制約はどちらかといえば過去のものというように感じているということはお伝えさせていただければと思ひます。

○平野委員長 ありがとうございます。

今の内外区分の撤廃を含めまして重要論点が幾つかあるわけでございますが、これは改めて経営委員会で議論をして結論を出していく。基本ポートフォリオの策定過程においてはそういう作業が必要になるということだと思ひます。

内外区分の撤廃につきましては、今、さまざまな御意見が出ました。2つありまして、これをやるとすればなぜやるのかということと、対外的にどういうように説明をしていくのかという論点がございます。その辺も含めまして経営委員会で議論するときには整理をいたしまして議論をしたいと思ひますし、今の議論の中でもPTでもしもう一度御検討される余地があるということであるならば、新井さんのほうで御検討いただければと思ひます。ありがとうございました。

中期目標の設定に向けたスケジュールの説明は厚生労働省からございました。今のPTの作業につきまして、新井委員長代理から御報告がありました。これらを含めまして、経営委員会として今後、どういふスケジュール感を持って作業していくのかという問題がございます。この点につきましては、新井委員長代理とも御相談をしまして、一度、整理をしまして、しかるべく経営委員会にお示しをしたいと思ひますので、よろしくお願ひいたします。

よろしゅうございますでしょうか。1つ、私のほうから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は、第14回経営委員会におきまして市場への影響に配慮し、報告があつた旨の記載とし、第4期中期計画が認可され公表されるとき、

その間、これは先ほどの石川さんの説明によりますれば来年の3月ということになるのかな。その間の議論の概要をまとめた資料を新たに作成し、公表することにします。検討時の資料については原則非公表とするということで御了承を得たところでございますので、本報告事項につきましても、そのように取り扱うことにしたいと思います。ありがとうございました。

それでは、次の報告事項に移ります。報告事項の「(2) 監査委員会活動報告(平成30年度第3四半期)」につきまして、堀江委員から報告をお願いします。

○堀江委員 資料15の監査委員会報告です。

簡単に説明させていただきます。(1) 業務監査及び監視では、アの業務監査を現在実行中です。業務監査計画を策定して今月から各部室長にインタビューを順次開始しました。イ、ウは前回、監査委員会報告で指摘した点について何点か執行部のほうで対応していたでいますので、その報告です。

イの契約審査会及び契約監視委員会ですが、契約審査のPDCAサイクルをより回してほしい、契約審査会でやった内容について実際どういう契約になったかといったかを報告してほしいというようなことをお願いしました。契約審査会でもう2回にわたってその後の状況を報告していただいております、ありがとうございます。その内容を踏まえ契約監視委員会を2月7日に開催する予定です。その場で外部の委員も踏まえて、今、言ったようなプロセスの適正性及び公平性を含めた契約状況を点検していただこうと考えています。

ウは前回指摘したことですが、実際に契約審査会審議案件登録等マニュアルがあり、そこに監査委員会が指摘した事項について既に対応していただいております。ありがとうございました。

2ページ目に行っていただき、エでございます。これは新規案件です。分析ツールの1つに日本株スタイル特化型分析ツールがあり、解約が機関決定されてから1年間解約が実行されなかった。それで追加のコストが発生したという事案が発生しています。これは12月に報告を受けました。

監査委員会としては、解約の遅延の経緯とその後の対応について執行部から説明を受けましたが、私の能力不足もあり、内容について幾つかまだ事実整理ができておりません。従って、適正性の観点から調査を行って監査委員会としての意見を次回、御報告をさせていただきますと思います。

(2)、これも前回指摘した点ですが、先ほど報告がありました現行規程の点検プロジェクトの中の組織規程の中に、投資委員会の所掌と、運用管理室の所掌の中にこの業務を入れていただく方向で執行部が案を策定していただいている段階だと認識をしています。

(3)につきましては、先ほど御報告ありました現行規程の点検プロジェクトの4-2の中で説明していただいた組織規程の中の投資委員会の議決のやり方について、執行部の方と協議させていただき、なおかつ、厚労省年金局の見解も伺った上で案を策定し、それを執行部のほうで先ほど御提案いただいたと認識しております。またその案は我々の改定

案に沿ったものだと理解しております。

簡単でございますが、以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問がありましたらお願いします。よろしゅうございますか。ありがとうございます。

次の報告事項に移ります。続きまして、報告事項「(3) 来年度のESG活動報告の作成に向けて」、執行部から報告をお願いします。

●塩村投資戦略部投資戦略企画役 資料の16をごらんください。

昨年、ESG活動報告を作成いたしましたけれども、本年もESG活動の情報開示とPDCAサイクルを適切に回すことを目的に作成することを検討しておりまして、各有識者と国内株の全運用機関に対して改善点に関するヒアリング等を行いましたので、そちらでいただいた意見と今回改善を検討すべきポイントなどを御紹介したいと思います。

3 ページをごらんください。いただいた意見をとしましては、1つ目と2つ目にありますように、読み手についてです。もっと明確にすべきではないか。また、国民を読み手とするのであればESGとはという部分を拡充すべきではないかというような意見をいただきました。執行部としましては、年金制度の持続可能性のいかんにより、大きな影響を受ける若年層、あと市場の底上げを目的としておりますので、企業経営者を中心に意識した記載とする。また、ESGとはという部分も拡充して記載するということを考えております。

3つ目のマテリアリティーについて示すべきという意見も運用会社から多くいただきましたけれども、こちらについては現在、ニッセイアセットマネジメントに委託している調査研究がありまして、そちらで海外公的年金のマテリアリティーなどに関する調査も行う予定でおりますので、そのような内容を御紹介することを検討しております。

4つ目になりますが、気候変動に関してですけれども、ポートフォリオに与える影響などの分析を拡充すべき。また、TCFDなどのフレームワークに沿った開示を検討すべきという意見をいただきました。こちらに関しては、ポートフォリオの気候変動リスク分析に必要なデータと情報開示支援を行う業者を調達することによってTCFDフレームワークに沿った開示を行う方向で検討しているところであります。

その下と最後のところになりますけれども、デザイン性を高めるべきということ。あと英語版の公表が遅いので、もう少し前倒しできるように検討すべきということをいただきました。こちらについては、調達の手法を改善することによって、コストが基本的には大きくふえることなく対応可能となると考えております。次のページをごらんください。

昨年は初めてということもありまして、業務概況書と同じ公募調達を行いましたけれども、今回はそれを切り離して、この報告書に関してはコンテンツの作成支援、翻訳、また印刷、こういったものを包括してできる業者を探すということをやりますので、それによって翻訳会社に早いタイミングから原稿を渡すこととなりますので時間のラグが改善される。また、業務概況書とのデザインが切り離されることでデザインに自由度が増すという

ことが考えられる。また、部数のほうもかなりことし好評で早い段階ではけましたのでふやすという方向で検討しております、大体1100万円程度の費用を考えております。

2つ目の気候変動に関してですけれども、こちらに関しても昨年度は年度末の内外株式のポートフォリオにおける温室効果ガス排出量の計測を行いました、平成30年度版につきましては債券にも対象を広げまして、あとはやや野心的な取り組みになりますが、気候変動シナリオ分析に関する影響の分析も行っていきたいというように考えております。予算としては900万円強ということを用意しております。

今後のスケジュールですけれども、5ページをごらんください。

本日の経営委員会後、調達に関する準備を進めまして、執筆も始めます。5月ぐらいに、昨年より1カ月前になりますけれども、骨子案を経営委員会に御報告いたしまして7月、昨年と同じぐらいのタイミングで完成を目指していこうと考えております。最終的な公表としては日本語版を8月、英語版は9月ということを用意しております。

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。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問がございましたら、お願いいたします。どうぞ。

○堀江委員 3ページ目と4ページ目に絡む気候変動のところで質問です。これはTCFDに参加すると前回か前々回で報告いただいたと思いますが、あえてポートフォリオに関する影響、気候変動リスクの影響までGPIFとして来年度の段階でディスクローズする意味が個人的には理解できません。あえて1000万円近いコストをかけて来年度、気候変動に関するポートフォリオの分析までやる必要があるのかどうか。私は反対させていただきたいと思っております。

○平野委員長 御説明、どうですか。

●塩村投資戦略部投資戦略企画役 気候変動に関しては分析の手法という面でいいですとまだいろいろ発展途上にあるということはあると思っておりますけれども、ただ、気候変動問題がポートフォリオのリスクを考える上で長期では非常に大きなリスクになってきているということについては、ことしのダボス会議の報告書でもありましたように注目されているところだと思っておりますので、そこに対して昨年よりは一歩前進した開示をしたいとは考えております。

○堀江委員 それは執行部の中で考えられて開示されるのはいいですが、あえて外部の業者に頼んで追加的な分析をして情報収集してまで開示するべきものなのかどうかというのが、私は疑問です。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 ありがとうございます。今の御意見に関しまして私のほうから少しコメントをさせていただきますと、あえてやるべきかと聞かれますと回答に窮するのですが、ESGのリスクの中で私たちのポートフォリオに最も影響が大きいであろうというのが気候変動

ではないかということは塩村がダボス会議のレポートについて触れましたが、ほぼそれがコンセンサスになりつつあります。私どもとしても何らかの準備をして、そのリスクをちゃんと評価しているということをできる限り早い段階でコンプリヘンシブに出していきたいという希望があります。そういう意味では、ESGの中でリスクとして明確に認識しているものでグローバルにそのシナリオ化が検討されているものに関しては、透明性の向上という観点からできるだけ積極的にやっていきたいと考えています。

ただ、実際どういうものができるかというのはまだわからないところもございますが、今の段階で執行部の中で私どもが手作業でやっても、それこそ開示に値するようなものができるということはほとんど現実的ではないと思いますので、開示するという意向があれば必然的に外部に委託するというようになるのではないかなと私は思っております。

○平野委員長 ほかにいかがでしょうか。

どうぞ。

○加藤委員 この点はいろいろ議論があるだろうと思うので、今後、またいろいろ議論を詰めてやりたいと思っておりますが、ただ、基本的に気候変動リスクがGPIFの運用にとって本当にリスクだということについて、私の知識不足かもしれませんが、まだGPIFとして明確にされていないような気もするので、そこは一度、GPIFの運用にとって気候変動のリスクは運用のリスクなのだというところをある程度わかるように御説明していただいてもいいかなという理解はしています。

以上です。

○平野委員長 水野さん、いかがですか。

●水野理事 加藤先生、ありがとうございます。そういう意味でも今回の委託は行いたいと思っております。GPIFがユニバーサルオーナーである、しかも長期投資家であると考えれば、今回のダボス会議のグローバルリスク報告書で気候変動やシビアウェザーが発生可能性でもインパクトでもトップのリスクに上げられていることは無視できないとは思っていますが、数値ができないものはなかなかコンセンサスもできないという点もありますので、今回、この数値化の作業に取り組みたいと思っております。

逆に、それ以前の段階で幾らGPIFが説明しようとしても、今みたいな説明ぐらいにとどまってしまうと思いますので、今回、これを認めていただいて、数字で話ができるようにさせていただければと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○高橋理事長 ありがとうございます。

気候変動につきましては、私もわずかな知識ですが、海外のほかの年金運用基金はもうほとんどそれを考慮した運用をしているのは実際のところであります。ですから、大変恐縮ですが、気候変動をリスクとして認識しないとか、そういうことは多分なくて、認識した上でどの程度のコストをかけて研究をする、あるいはディスクローズとするということだろうと思っております。ただ、近年の特に行政当局の状況から言いますと、御承知のと

おり、イギリスの金融監督なりオランダの金融監督当局は明確に行政法の中で、投資家だけではなくて銀行に対しても気候変動を含む環境変動のリスクを考慮した経営を行っているかというのを監督するというように踏み込んでおりまして、それを日本の金融庁も参考にするというのでありますので、銀行ですらそれを考えざるを得ないというところまで来てしまっている以上、GPIFとすると気候変動をどう位置づけるかということよりも、気候変動を認識した上でどうマネージするかというレベルでの開示が必要ではないかなとは思っております。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかにございますでしょうか。

どうぞ。

○小宮山委員 今の理事長のお話では海外のアセットオーナーはやはりこの辺をすごく考慮して経営されているということなのですから、情報開示についても、もうほぼほぼいろいろなオーナーとかアセットオーナーが開示をされているということでよろしいのでしょうか。

●塩村投資戦略部投資戦略企画役 ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量とか、そういったものについては、もうかなりの海外の公的年金は開示しております。ただ、シナリオ分析に関しては、まだ一部先進的なところだけの取り組みになっておりますので、我々も今年度は、まずはポートフォリオにおける温室効果ガス排出量の開示をより充実させるということを目的にやりまして、また、できましたら気候変動シナリオベースの影響分析もやりたいと考えています。

○小宮山委員 ありがとうございます。

○堀江委員 でも、ポートフォリオと言ってもほとんどパッシブでしょう。従って、個別にカスタマイズしたポートフォリオで分析してもらおうというものでもない。そういう意味では一般的なレポートをそのまま引用して、全体的な影響としてうちも同じような影響が出ていますというような、そういった説明でも十分ではないか。だから、うちのためにか、そこであえてコストをかけるということが私は全く理解できません。

高橋さんがおっしゃっているのもわかっています。気候変動が重要なリスクであるということはわかっていますが、それをマネージできるかどうかはまた別問題で、GPIFとしてどういうリスクを重要なリスクと考えて管理していくかというのは経営委員会で決めるようなことで、その議論を経る前に、このディスクロージャーについてあえてコストをかけるというところについて、私は疑問があります。やることについては全然反対しているわけではないのですけれども、今やるべきかという点です。

○平野委員長 どうぞ。

○高橋理事長 おっしゃることは、大変きちんとした議論については、いつの段階でもしていったほうが良いとは思いますが、少なくとも昨年つくったESGの環境インデックスにつきましては、内外ともに環境に対して、特にカーボンエミッションがより効率的なところ

にウェートを置いて投資しますと宣言して、GPIF独自の環境指数をつくって公表して投資をしている以上は、そのGPIFがたとえパッシブが多くても、きちんとした気候変動リスクを把握していますという方向については行っていかざるを得ないと思います。

ただ、どの程度効率的にやるかということについては御意見をいただきながらやっていきたいと思ひますし、折に触れ基本的なところについてどうしたらいいのだということをお議論いただくのも当然だろうと思ひます。

○平野委員長 ほかにいかがでございましょうか。

今、理事長の言われた「折に触れ基本的なところ」ということなのですが、これまでも何度かGPIFとしてESGへいかに取り組むかということにつきまして経営委員会の場でも議論をさせていただきました。ただ、この問題というのは環境もどんどん動きますし、私自身も含めまして、なかなか簡単に理解するのが難しいという要素もあります。したがって、課題が出てくる都度、折々、基本的に経営委員会としてどう判断するのかという議論をさせていただくのが一番いいかなと思っております。

差し当たり、2月8日に堀江委員の出張報告会がございまして、そのときには各海外の年金のボードがESGに対してどのような取り組みを行っているのかということも多分御披露あるかと思ひますので、例えばそういう機会に議論をさせていただくということもありませんし、理事長から前から御提案がありますように、基本的にESGに関して経営委員会としてどういうスタンスで臨むのかというようなことについても、いずれ議論する機会が得られるというように理解しております。その場で整理をさせていただければと思ひます。

ただ、堀江委員からの御意見でございまして、これはこういう御意見があったということをお執行部でもテイクノートしていただいて、また今後の検討の参考にしていただければと思ひます。

ほかにどうぞ。

●三石理事 確認なのですけれども、私、実は契約審査会の委員長もしてございまして、一応これを前提に、この5分の4ページの外部委託の契約手続もこの後、委員会で御議論することになっております。一応執行部の考え方で契約審査会のほうでは手続を進めさせていただきますこうと思ひますが、そういう理解でよろしゅうございましょうか。

○平野委員長 いま一度、確認させていただきます。

堀江委員は一応反対ということでございまして。

○堀江委員 契約審査会のオブザーバーで、委員ではありませんから。

○平野委員長 経営委員としての御意見として。

○堀江委員 反対です。

○平野委員長 そうですね。ほかの委員の方はいかがでございましょうか。特に御意見なければ、堀江委員の御意見はテイクノートしていただいて、一応この案を進めていただくということで契約審査会に諮っていただければと思ひます。どうもありがとうございました。

続きまして、報告事項の（４）、理事長からの報告、平成30年度第3四半期につきまして、高橋理事長から報告をお願いいたします。よろしく申し上げます。

○高橋理事長 ありがとうございます。

それでは、まず初めに12月末の運用リスクの管理状況につきまして、速報ベースではございますが、運用リスク管理室長の西原から御報告させていただきまして、その後、私のほうから四半期の業務執行状況について御報告させていただきます。お願いいたします。

●西原運用リスク管理室長 それでは、私のほうから、第3クォーター、10月から12月にかけての運用実績を速報値ベースですが、報告させていただきます。

損益額につきましてはマイナス14.8兆円、損益率につきましてはマイナス9.1%という数字でございます。これは市場運用を開始して以来、四半期ベースでは、それぞれ最も悪い状況です。

インパクトの大きさは、分散共分散法のバリュアット・リスクベースで計算いたしますと、大体18年に1回ぐらい起こるぐらいの確率のものが今回起きたのかなと分析しております。

一方、年度通期での運用実績では、昨年4月から12月まで、損益額ベースではマイナス6.8兆円、損益率ではマイナス4.5%になります。損益額のマイナス6.8兆円というのは、年度ベースでいいますとワースト2位になります。

こちらのインパクトの大きさは、先ほどと同じような計算でのバリュアット・リスクベースでいいますと、3～4年に1回ぐらいの確率というようなイメージになります。ただ、

ややマーケット環境も戻ってきていると分析しています。

私からは以上です。

○高橋理事長 それでは、今の状況で、まず運用のほうであります。お出しした資料と離れまして足元について御説明申し上げます。

そもそも御承知のとおり、2017年の昨年、その前の年が世界的に見てもボラティリティーの非常に低い年でありまして、その年はブレグジットがあり、トランプ大統領が当選いたしました。ボラティリティーの水準から言うと恐らく過去20～30年見ても一番低い年でありました。それが昨年の1月以降、普通のボラティリティーの状況に入ってきて、昨年の12月に入ってから、むしろFRBの利上げ懸念等も含めて立て続けにボラティリティーだけが大きくなってきているというのが足元の状況だろうと思っております。

さらに、金融市場での指標の動き、金利、為替の動きと実体経済での例えばGDPの動きなり貿易量の動きにつきましては、かなり大きなずれが出てきてしまっていて、基本的に市場の方々は中国とアメリカの貿易摩擦なり、いろいろな懸念材料、ヘッドラインに金融市場の指標は揺れますが、出てくる経済指標はそんなに悪くないというか、かなりいい指標が出てきている状況がずっと続いております。こうした中でどう運用するかというのがずっと課題でありました。

基本的には、今さら釈迦に説法ですが、今の基本ポートフォリオで分散投資を認めていただいている趣旨というのは、株価が下がったときには債券の価格は上昇します。お互いに補完し合ってリターンは安定してくるはずですよという理由で今のポートフォリオをつくっていただいておりますので、それに従いまして基本的には今の状況から言うと、株価の下げが一つのリスクだろうということでもありますので、それを補完できるのは債券であります。

ただ、日本の債券はほとんど金利がありませんので、かつ中央銀行がコントロールしているということで、

というのが今の基本戦略であります。この先につきましても、基本的に実体経済とやや離れた形で株価が乱高下するというのは許容した上でどう運用していくかということを考えざるを得ないかなと思っております。

恐らく株価がかなり下がったときには外国債券の価格が上がりますので、今でもオーバーウエートをしておりますが、アラームポイントにかかるなり、乖離許容幅ぎりぎりになるなりという状況が想定されます。そのときに今までのこうした私どもの運用方法等を御説明しながら、

逆に言いますと、外国債券のオーバーウエートの比率等についてアラームポイントにひっかからなければ、それは恐らく株価が安定していて、そういう必要がないという状況でありますので、基本的には当然運用状況については御相談させていただきますが、

という思いがありますので、ここで御説明させていただいたところでありまして、また何かこういった見方に変化がありましたら、適宜、経営委員会のほうに説明させていただきたいと考えております。それが足元の状況についての御報告であります。

もう一点、御報告させていただきたいのは、資料に「GPIFにおける資産・人員・費用の状況」ということで非常に大ざっぱではありますが、前の中期計画が終わった年、2014年とことし直近のGPIFの資産と人員と費用について対比したものを掲げさせていただいております。

アセットにつきましては御承知のとおり、かなり分散が進み、オルタナティブについても投資を開始したということと、スタッフにつきましても4年前に比べますと特にプロの方々、プロ採用を31人までふやしておりますので、それなりに質的充実は図られてきたかなというように考えております。コストにつきましても、年度の単純平均でありますので、先ほども御議論いただきましたシステム費用、特にGPIFは少人数で行いますので、コンサル費用も含めたシステム費用は9億円から25億円という形で3倍近くになっております。こういったことを踏まえまして、来年どうするか、次の5年、どうするかということにつ

いて、適宜、御意見をいただければありがたいなと思っております。

その際、従来からずっと経営委員会のほうにお諮りして御意見をいただいております点が2つあります。

1つは、先ほどもいろいろ御議論いただきました投資等のデータの扱い、あるいはシステムの扱いでありまして、ここにおりますとおり、この先、多様化された資産をマネジメントするときどの程度のコストでどの程度のことをしていったらいいのかということについては、来年度の予算、次の5カ年度の予算の中にこういった大枠の中でこのくらいかなという感度なり御意見をいただいて反映していったほうが、次の中期計画も含めて説明といえますか、国民から見てこのくらいの金額を使ってやるべきか、あるいはやっても仕方がないよというようなイメージがないと、金額そのものはかなり巨額でありますので、例えば25億円も使って何をやるのだということと言われたいような形でよく執行部としても儉約するのは当然のこととして、その戦略性、特にテクノロジーの進歩の速さといえますか、どんどん変わっていく中でどのように採用していくかということについては適宜、先ほどDMOの議論もありましたが、このような方向でというのをお示ししながら、あくまで全体感の中でこの程度ということを経験していただけると大変ありがたいなと思っております。

2点目は、先ほど平野委員長からもございましたアセットの中でESGをどう位置づけるかということについて御議論をしていただければありがたいと思っております。今の5カ年はやはり多様化のところはかなり力を入れていろいろなアセットを運用しましょう、その分散効果についても検証しましょうということをやってきておりますが、今の世界の流れは、それに加えて質的な部分についても見ておりますかということは問われております。運用している運用手法、運用対象がサステナブルなものかどうかということについても自分で説明をせざるを得ない。その中でESG投資をしているのだと思っております。

これにつきましても、質的な部分を考慮するときどのくらいの人件を使い、どのくらいのコストをかければいいのかというのが一番大切な議論であって、やる、やらないとかという二分法ではなくて、どの程度のリソースをかければ将来サステナブルな投資ができるような組織になるのかということが一番問題になるというように思っております。そういった意味でも御議論いただけるようなものを準備しながら、来年度の予算、その次の中期の5カ年の計画に反映できるように執行部としても議論していただけるような資料を適宜つくりながら議論を進めていただければありがたいなと思っております。

私の四半期の報告は以上であります。よろしく申し上げます。

○平野委員長 ありがとうございます。

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、どうぞお願いします。

どうぞ。

○堀江委員 高橋さん、どうもありがとうございます。

最初のコメントで

お話があ

りました。今後、アラームポイントに接触する、しないにかかわらず、四半期ごとに資産配分の比率についてはアクティブな議論を毎月、かなりの時間をかけて議論されているので、できればその背景になる考え方とかを今後も四半期ごとに御報告いただければありがたいと思います。

○平野委員長 ほかにございますでしょうか。

どうぞ。

○新井委員長代理 1つは、今の堀江委員の質問とも関係するのですが、先ほどの議論ともまた関係するのですが、内外区分の撤廃みたいなものは株よりも債券のほうが現在としては課題だというような感じなのでしょうか。

一度、基本ポートフォリオを決めてしまうと、その後、乖離許容幅を超えたところで資産配分を変えるということになると、結構大ごとになりますね。そういうことで運用の機動性が損なわれるというようなことを考えると、5年とか6年とか考えたときはどうなるかわかりませんが、少なくとも今は債券のほうを撤廃すべきではないかというのが執行部のお考えなのかどうかということが一つです。

もう一つ、ESGに関して高橋さんがおっしゃったことはそのとおりだろうと思うのですが、他方で、150兆円を超えるような資産を運用しているということで、インデックス運用がどうしても中心になるということがあると思うのです。

それはある意味、私は合理的だと思うのですが、そうしたときに市場がある程度以上に効率的であれば、市場の時価総額にESG問題みたいなものを反映した株価がいたり債券価格がいたりするのではないかということで、あえてGPIFが先頭を切ってESG投資をやらなくてもインデックス運用をやっていたらそういうものを織り込んだ形で世の中も動いていくし、市場も動いていくということで、そんなにESG、ESGと言う必要があるのか、インデックス運用とこの資産規模ということを考えたらそういう必要性があるのかなというのがよくわからないというところ、正直なところです。

○高橋理事長 ありがとうございます。

債券の内外区分のところは私のコメントは非常に難しいというかセンシティブなのですが、あえて申し上げますと、通常の金利状態であれば、日本の債券に金利がついていけば、日本の株が下がったときに日本の金利も下がって債券の価格が上がって、ある程度オフセットされるというのが普通なのですが、今はもう全く動かない状況になっている

それが1点。

2つ目のところは大変重い課題だろうと思っておりますが、ただ、今、GPIFでありていに言えば70兆くらい株を持っておりますが、このレベルになると上場した株は全てGPIFが

間接的には株主ということですので、少なくとも環境も含めたESGリスクというか世界的な課題について何か起こればGPIFが一番大きな被害者になる面も事実だろうとは思いますが。ただ、おっしゃるとおり、どの程度のバランス、どの程度の経費をかけてやっていくかということと、余りに日本の国民の方から見て派手に旗を振っているみたいなイメージはいかがかという部分もあると思いますので、このところは繰り返しになりますが、バランスをとった議論をしていただければありがたいと思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

私からコメントなのですが、このESGにどこまでいかにGPIFが関与すべきかということについては、多分いろいろな御意見があらうと思うし、当然にその判断はそれぞれ違うという性格の問題ではないかと思います。

唯一、そこでこれをバリデートするメカニズムがあるとすれば、例えば経営委員会で議論を尽くして、その結果としてこういうことになりましたというプロセスをきっちり踏むということだけが論拠になるというように思います。そういう観点からもまたいろいろな機会に議論をさせていただければというように思います。

もう一つ、DMOを含めた今後のシステム投資をどういうようにやっていくのかということでございますけれども、これは前にも私は申し上げたのですが、少なくとも私はそういう問題について、判断するスキルも能力もないものですから、プロセスということを考えますと、もしできれば第三者機関の評価なりビューを出していただいて、それをもとに議論するとか、何かそこで工夫がありませんと、なかなか議論するのが難しいということになりはしないかなという懸念を持ちます。

もちろん、ほかの海外の年金の実態を調べるということも重要な要素でございますが、海外がこうだから、では、我々はこうだという議論はそう直線的にできるわけでもない。できればひとつ第三者評価みたいなものがあれば少し議論に資するかなとも思うのです。果してそういうものがあるかないかよく分からないのですが、もし何らかの工夫ができれば、それも含めて出させていただきますと議論がしやすいかなと思います。

ほかにございますでしょうか。

●水野理事 一言、言わせていただいてもよろしいでしょうか。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 新井先生の御意見に関しましては、ESGファクターと市場の効率性というよりも、そもそもアクティブ運用が無意味ではないかという御意見の延長線上にあるのではないかと私は認識しております。

今回、ESGが高橋理事長の話をきっかけに取り上げられて新井先生の御意見につながっているわけですが、そもそも市場が効率的であればESGも多額に含まれているということになれば、アクティブ運用全てがそもそもパッシブには勝てないということになると思います。少なくともGPIFは平均としてはアクティブがパッシブに勝てていないという認識をしつつも、アクティブ運用によってアルファを得ることができるというビリーフを持っ

てそういうことができるマネジャーを探してポートフォリオを組んでいるので、ここのところにもし根本的な疑念があるということであれば、ESGというレベルの話ではないので、慎重な議論が必要だと思っています。

あとESGに関しましては、市場が効率的だというより、市場イコール1つのインデックスと私たちは捉えておりませんので、スマートベータですとかESGインデックスを活用することによって、私たちのポートフォリオを市場よりもサステナブルにしようという意思を持って取り組んでおりますので、ここのところも伝統的なアクティブとパッシブという議論を拡大した形で取り組んでいます。そのあたりについては新井先生の御意見は重々承知しておりますけれども、私どもはそういうビリーフを持ってやらせていただいておりますので、ESGと切り離してそこはまた今後もずっと議論していく、私たちも証明していく必要があるのではないかと考えています。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかによろしいですか。

どうぞ。

○加藤委員 先ほどの外債と円債の話なのですが、これはすでに何回か議論したと思うのですが、また、現状の基本ポートフォリオの枠組みでは難しいのはわかっているのですが、やはり100%パッシブのヘッジ外債の扱いをどうするのかという議論をすべきと考えます。次期基本ポートフォリオでは本件を考慮するわけですが、それまで時間があるので、その間、どうするのかということ何か検討されたほうがいいのではないかと考えます。100%パッシブヘッジの場合のみなど、かなり厳しい条件をつけた上で円債とみなすとか、そういうことも何か検討できないかなという気がいたしました。

○平野委員長 よろしいですか。

○高橋理事長 ありがとうございます。そこも含めまして検討させていただいて、また御相談させていただきます。ありがとうございます。

○平野委員長 ただいまの高橋理事長の報告及び先ほどの次期基本ポートフォリオの策定についての報告等、今後、GPIFに対する注目度が高まり、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。そのような場合にあっては、広報一元化の観点から「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」と御回答をいただくようお願いします。

○高橋理事長 なお、12月までの結果は2月1日にディスクローズするつもりでおります。よろしく願いいたします。

○平野委員長 どうぞ。

●三石理事 それに関連して、先ほどの高橋理事長からの四半期報告の中でGPIFの運用手法にかかわるお話、質疑がございました。したがって、次回に、今回の経営委員会の議事概要をまとめる際に、その部分は市場への影響を考慮して工夫させていただきますので、

その点も御了承いただければと思います。

○平野委員長 よろしゅうございますか。ありがとうございました。

次の報告事項に参ります。前回の経営委員会におきまして為替ヘッジつき外国債券運用について議論をした際、加藤委員のほうから為替ヘッジつき米国債パッシブ運用を現物で行った場合と先物で行った場合を比較した運用機関の実績について御質問がございました。こちらにつきまして、執行部から回答をお願いします。

●大石投資戦略部長 それでは、ファイル番号18番をあけていただけますでしょうか。

加藤委員から前回、2点御質問いただきまして、まず、1点目の御質問であります米国債先物を活用した代替運用の実績につきましては、GPIFの運用受託機関で別の委託者を対象に運用を行った実績がございまして、資料の上段にございまして、現物で運用することを想定したベンチマークに対して先物の代替運用は年率0.47%の超過リターンとなっております。ただし、前提条件のところにも書かせていただきましたとおり、この運用は残存年限が7年から10年の米国債のみを対象としておりまして、現在、執行部で検討している残存年限1年超の全ての米国債を対象とした運用とは異なる点につきましては御留意いただければと思います。

2点目の御質問であります米国債先物を活用した場合のレンディング収益の逸失につきましては、下段の表の右から2列目、レンディング収益というところをごらんいただきますと、0.1%程度だろうと思っております。

私からの説明は以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

加藤委員、いかがでございますか。

○加藤委員 ありがとうございます。

○平野委員長 よろしゅうございますか。どうもありがとうございます。

最後に、本報告事項の議事概要につきましては、具体的な運用手法等に関する内容であり、為替ヘッジつき外国債運用に関する報告事項でございますが、市場にも影響を与えるおそれがあったため、執行部から報告があったことを簡潔に伝える内容といたしました。第17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17回経営委員会の議事内容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17回の議事録の作成及び第17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。

それでは、議事概要の公表の手続きを進めさせていただきます。なお、公表時期につきましては、1月28日月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。事務室から連絡事項等があればお願いします。

●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2月15日金曜日の14時から委員会の開催を予定しております。

机上の関係法令ファイルにつきましては、終了後、置いたままでお願いいたします。

○平野委員長 これにて第18回「経営委員会」は終了します。お疲れさまでございました。どうもありがとうございました。