

## 第19回経営委員会議事録

1. 日 時：平成31年 2月15日（金）14:00～17:00
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 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
  - ・高橋理事長
4. 議 事
  - 1 開会
  - 2 審議事項
    - (1) 現行規程の点検プロジェクトの実行（6）
    - (2) 現行規程の点検プロジェクトの実行（7）
    - (3) 平成31年度委託調査研究計画（案）
  - 3 報告事項
    - (1) 平成30年度委託調査研究中間報告
    - (2) 外国株式のマネジャー・ベンチマークについて（2）
    - (3) 平成30年度第3 四半期運用状況（速報）
    - (4) 運用リスク管理状況等の報告（2018年度第3 四半期）
  - 4 その他事項
  - 5 閉会

○平野委員長 これより、第19回「経営委員会」を開会いたします。

最初に、審議事項であります。審議事項（1）「現行規程の点検プロジェクトの実行（6）」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のファイル02、審議事項（1）「現行規程の点検プロジェクトの実行（6）」のファイルをお開きください。この間、さまざまな御議論をいただいておりますけれども、残されている点について御議論をいただきたいと思いますと思っております。

11分の2 ページ目をお開きください。本日御議論いただきたい規程ということで、3つ規程を並べております。組織規程、制裁規程、規程等の制定等に関する規程ということで、順番に御議論いただきたい論点を御説明したいと思っております。

11分の3 ページでございます。まず、最初に組織規程の関係でございます。

表の上に○が2つ書いてございます。シティユーワの提言を踏まえまして、内部統制の基本方針に定められている委員会等を組織規程に盛り込むという方向で、経営委員会としての考え方を一旦整理いただいたところでございます。

前回の経営委員会でも、投資委員会の扱いをどうするのかといったことで御議論を頂戴して、整理いただいたところでございまして、ある程度整理がついてきているところではあったかと思っておりますので、改めて監査委員会のほうから新たな論点を提起いただきましたので、その点について御審議、御議論をいただきたいというものでございます。

○の2つ目でございますけれども、具体的には内部統制の基本方針というところで今、委員会が10個ぐらい書いてあるのですけれども、そこに書いてあるかどうかにかかわらず、組織規程の中にきちんと明記していくことが望ましい委員会等があれば、その委員会についてもきちんと組織規程の中に盛り込むべきではないかといった御提言といたしますか提案がありましたので、その点について御議論いただければと考えております。

そういう御指摘を踏まえて、私どものほうで考えた整理の案というものが下の表でございまして、A案、B案の2種類を対応案という形で整理しております。

A案でございまして、内部統制上重要な委員会等については組織規程に書く。こういう形で整理してはどうかという案でございまして。

考え方のほうに行きまして、右側でございまして、字が多くて恐縮でございますが、先ほど申し上げましたようにシティユーワの意見の中では、「内部統制の基本方針」というものに定められている10個ほどの委員会等を、内部統制の一翼を担う重要事項であるというふうに捉えた上で、組織規程の中できちんと書いて、経営委員会の議決に係らしめるべきではないかという提言をいただいております。

その提言の中では、部室ですとかコンプライアンスオフィサー・リーガルオフィサー等も内部統制の一翼を担うという形で整理されておりますので、その意味で組織規程は、ページが飛びまして11分の5に、上に厚生労働大臣があつて、上の3分の2か4分の3ぐらいから下がGPIFでございまして、こういう形で内部統制の概念図というものを整理してございまして、組織があつて、下のほうに委員会があつて、そういう形で内部統制をきちんと確保していくのだという概念図が整理されております。

ページを戻っていただきまして、11分の3でございまして、そのように考えますと、組織規程というものは今、見ていただきました内部統制の概念図を規程化したものであると考えられるわけでありまして。

こういった考え方に立てば、いわゆる役職員の処分などを担うような制裁委員会、懲戒委員会については、内部統制上重要な委員会と整理されるのだらうと思っておりますけれども、例えば内部統制の一翼を担うとは必ずしも言えないような委員会と職員採用委員会、例えば、GPIFの定員は何人にするのかという点については経営委員会で議決をいただいておりますけれども、その議決を踏まえた上で、今回、何月に何人採用して、どこの部に何人配

置るとか、そういうことを決めている内部の職員採用委員会等については、まさに理事長の業務執行上必要な委員会であるので、理事長の裁量に委ねることが適当ではないかといったものまで、必ずしも組織規程に書く必要はないのではないかというのがA案でございます。

もう一つのB案でございますけれども、A案のような考え方、内部統制上重要な委員会だけではなく、業務フロー上、部室に準じて重要な委員会等も組織規程に書いてはどうかというのがB案でございます。

B案の考え方でございますけれども、これは内部統制の基本方針に書いてあるかどうかということにかかわらず、部室に準じた重要な役割を担う委員会はすべからず組織規程に書いて、経営委員会の議決に係らしめればいいのではないかと。

例えば、職員採用委員会といったものについても、具体的にどこの部室に何人職員を配置するのかという委員会で、部室同様重要な役割を担うことから、組織規程にきちんと書くべきではないかというのが考え方でございます。

そうは言いながら、論点ということで、これもいろいろと書かせていただいておりますけれども、なかなか現実的に難しいとか、考え方の整理が困難かと思うところもあります。内部統制とは関係のない、理事長の業務執行上必要な委員会についても、経営委員会の議決対象とすることが本当に適当かどうか。どうしても機動性を損なうという可能性がありますので、そのあたりはどう考えるかというのが論点の1つ目です。

論点の2つ目として、部室に準じて業務フロー上重要な委員会ということでございますけれども、何が重要なのかという線引きが非常に難しいのではないかと論点があります。

そうは言いながら、こういう形で論点提起をいただいておりますので、組織規程の中でどのように委員会を扱うべきかという点について御議論を頂戴できればと思っております。一旦ここで切りましょうか。

○平野委員長 一つ一つ行きましょう。ありがとうございました。

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申し上げます。どうぞ。

○岩村委員 内部統制に関する組織というか委員会という切り口もあるのかもしれませんが、もともとはGPIF法第5条の3第1項ルの組織及び定員に関する重要事項という、そこが源泉のはずで、いろいろな組織があるとして、それが組織上重要なのかという判断でどこまで組織規程に盛り込むかということが決まるはずですね。そういう観点から先日、部室まではそうしましょうと。課は執行部にお任せしましょうといったわけですね。

なので、委員会についても部室と同じように機能している面があって、あるいは部室をまたいで機能している面がありまして、そういったものについて組織上重要なものについては、このGPIF法に基づいて議決の対象にする、組織規程の中に盛り込むという考え方を本来とるべきなのだと思うのです。

私の理解する限りでは、シティユーワは内部統制の基本方針の中にいろいろな委員会の規程があって、それが理事長の決定という形で決められていて、組織規程上特段の手当がなされていなかったわけですが、少なくともこれについては組織規程に盛り込むべきだという意見を述べた。

いろいろな委員会があるのですけれども、一つ一つチェックして、これは要らない、これは要るとか言っているわけでは必ずしもないのです。重要なものについて、まずはそういう考え方に基づいて入れてくださいという意見を述べたにすぎないのであって、ほかの委員会は不要だという意見でもないのだろうと私は理解しております。

○平野委員長 どうぞ。

●三石理事 今、問題になっているのが、内部統制の基本方針に載せていない委員会のことです。11分の6をごらんいただきたいと思いますが、現在これだけ内部統制の基本方針に載せていない委員会があるのですが、多くは各部室にまたがってメンバー構成ができています。これは、例えば職員採用委員会であれば、職員の採用について、定員については先ほど佐藤課長のほうから御説明しましたように、経営委員会として来年度定員を何人ふやしましょうということを議決いただいて、どの部署でどのぐらいに募集をかけたらいいでしょうかという意見を聞く場という意味で、各部室に集まってもらって、意見をヒアリングしているといった、意見調整なりヒアリングをする場としてこういう委員会を使っておりますので、それが実態でございます。

その他の委員会についても、多くの部室長がメンバーになっているのは、そういった各部室長からヒアリングをしなければいけないようなものという整理でございます。

そういった委員会というのは、今後も必要に応じては、何か事項について、各部室からヒアリングを恒常的にしたほうがいいのではないかとしたら、さらに出てくる可能性も考えるわけございまして、実態面からして、それを経営委員会の重要事項だという形で議決していただくのが、先ほどの岩村委員の御指摘によれば、組織定員の重要事項として議決していただくのが適当なのかどうかという観点で御議論いただけたらと思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかに御意見、御質問はございますでしょうか。

監査委員会のほうに質問なのですが、今、執行部からA案、B案という形で選択肢が出ておりますけれども、この選択肢自体に違和感はございませんでしょうか。あるいは、ほかに案があり得るのかどうかということなのです。

○岩村委員 特に、これ自体は違和感はないです。シティユーワは確かに内部統制上の重要な委員会を切り取っているのですけれども、先ほど言ったように、GPIF法に立ち戻ると、議決事項としてどこまで取り込むかということなので、それがB案だと整理している。

これまでの議論との整合性を考えると、B案のほうがいかと。ただ、その場合に、B案でもどれがそれに当たるかというのは、また個別の検討ではあるだろうと思うのです。そこは必ずしもよくわからないところが我々にありまして、そういう委員会があるのだと

我々が思ったりしているところがあるのです。

先ほどの定員の問題で言うと、確かに定員の総枠はこの経営委員会で決まる。それを各部室にどのように割り振るかということは理事長の権限だと思うのですが、そこまで経営委員会が関与するわけではない。ただ、それを決める委員会みたいなものが実質的にあって、そこで采配している。それは諮問機関という位置づけではあるのだけれども、実質的にはそこで決まっているという側面があって、そういう組織が恒常的に機能しているのであれば、組織規程上に位置づけておいたほうがよろしいのではないかという考え方に基づいて意見を申し上げているわけです。

○平野委員長 ほかに御意見はございませんか。

○高橋理事長 考え方に違いがあると思いますが、どういう委員会が重要かとかではなくて、何について話すかが重要かということでもあります。採用そのもの、人数そのものについては、こういう委員会で話をします。一つの切り口として内部統制上重要なものについては、そこで話されていることは内部統制上重要なので、その委員会は経営委員会に、改廃については権限を委ねましょうというのはわかるのですが、それ以外について、委員会が重要かではなくて、何について話すかということが一番重要であると考えますので、この委員会は重要ですといっても、その委員会でやること全てが重要になるということではないと思っております。

したがって、この話は、例えば仮にA案で行って、この委員会で重要なことが話されていますとか、例えば人材の割り振りとかについても、何か大変重要な 이슈があっても、それにどのくらいの人を割いて、どうするのだということについて、経営委員会としても、報告を求めたいということであれば、その 이슈についてお話しするというのが、恐らく普通のやり方ではないかと思えます。

したがって、これからのことも考えますと、A案で決めていただいたほうがいいのかと思っております。

○平野委員長 ありがとうございます。

いかがでしょうか。

○岩村委員 重要なものについて、経営委員会に報告したり議決したりする。それはそれでいろいろな考え方があると思うのですが、ここで議論しているのは、要は業務フローとして、実質的に重要な機能を果たしている組織体があるわけですね。そういうものを組織規程上位置づけましょうと言っているだけの話でありまして、重要な機能を営むものとして、事実上あるものは明確な組織にして認知しましょうと。その権限も明らかにしましょうと。それだけのことなのですね。

したがって、それを報告するかしらないかというはまた別の話と私は考えています。

なので、今、定員に関する委員会だけではなくて、ほかの委員会も含めて、そういう観点から一つ一つ見ていく必要があるのかと思っております。

○高橋理事長 認知しましょうということであれば、この11分の6にお示ししたとおり、

今こういうのがありますということは報告しておりますので、これを見て、この中でどういことが起っているのかということについて、例えば四半期の業務報告のときに、これが気になっているから報告してくださいということにすれば、それで多分、内部統制も含めてガバナンスが効くのではないかと思います。

○岩村委員　そういう認知ではなくて、組織規程の中で明確に位置づけて、そこにきちんとした責任を持たせる。そういったことをしようとしているわけですね。

なので、知っているか知っていないかとか、そういうレベルの話ではないと私は思うのです。

○平野委員長　ほかの委員方、いかがでございましょうか。

○中村委員　どうも議論している意味がよくわからないのです。部室というのが執行する責任者がいるところで、その部室が執行する上で協議して、方向感を決めていきたいと思いますというのが委員会ではないかと思うのです。

その協議するミーティングが、組織だというのがどうもよくわからないのです。規程の中に部室が業務を実行しよう、もしくは検討する、結論を出そうとしているときに委員会を置くことができるぐらいは、私はそのようにやったらいいのではないかと思うのですけれども、組織規程の中にきちんと定めなければいけないというのがよくわからない。

実行する組織は部室なのではないですか。何か行うときに、委員会が責任を持って実行するのですか。

○平野委員長　今の点と、一つ、私の関連質問なのですけれども、委員会設置規程というのはあるのでしょうか。今の中村さんの御質問に加えて、委員会設置規程なるものがあるかどうか、聞かせていただきたいと思います。

●佐藤企画課長　今は規程の点検プロジェクトの前の話ですから、今は経営委員会で決めていただいているものではもちろんないのですけれども、それぞれの委員会の設置規程といいますか要綱というものはございます。この委員会はどういうためにやっていて、メンバーはどのような人間で、過半数の出席で可決するとかしないとかということを決める要綱というものがございます。それが今の委員長からの御質問の点です。

○平野委員長　各委員会がどう決められているかではなくて、およそ委員会を設置する場合の根拠規程というものがあるケースが多いのです。そういうものがあるのかと思ったのです。

●三石理事　あえて言えば、今も経営委員会が議決していただく内部統制の基本方針というものはございます。ですから、内部統制にかかわるようなもの、すなわち経営企画会議でありますとか、投資委員会でありますとか、情報システム委員会でありますとか、そういったものについては内部統制の基本方針の中に、委員会の設置趣旨に関する部分はございます。

具体的にメンバーはどうなるのかとか、委員長はどうするのかといのは、それぞれの各委員会設置要綱とかいう形で個別に決まっているという整理であります。

○中村委員 私が言いたいのは、業務を執行する責任者は誰なのか。一つの部や課ではなくて、幾つかまたがって関連しているので、ソリューションをつくり出していくために集まって議論しましょうというのが委員会だと思うのです。それは決定機関ではなくて、あくまでも諮問機関なので、それではこのようにしましよと実行する責任者がいて、その結果については、その人が責任を持つ。この人とこの人が部長でいて、責任を持っているが、委員会で決めたので、私たちは責任がありませんという組織はあり得ないです。責任者というのは1人でなければいけない。2人が連携していますというのは、お互いに議論しているけれども、責任は私たちではありませんと言っていることなので、連携という言葉は、情報のコミュニケーションではあるけれども、組織としてはあり得ないです。誰かが責任者でなければいけない。

そうすると、委員会はどちらでもいいのではないかと思うのです。

○古賀委員 極端なことを言えば、例えば11分の6の一覧表。6は委員会という名前がついているけれども、委員会ではなくてもいいのかということですね。それでもいいのではないかと。

例えば、職員採用プロジェクトでいいのではないかと。極端なことを言ったらですよ。そういう意味では、平野委員長が言った、委員長の設置規程という、こういう委員会は必ず要るのだと。それは中村さんの言葉をかりれば、委員会委員長が責任を持ってやる委員会だから、こういう委員会は要るのだというのと、まさに何かプロジェクト的に意見交換をして、誰かが責任を持ってやるみたいなのは、これは委員会ではないですね。委員会ではないというか、極端なことを言えば、委員会という名前ではなくてもいいわけです。そういう整理をしないと、委員会の性質と、どれが重要か、どこにその委員会を規定するのかということがぐちゃぐちゃになるのではないかと思います。

○中村委員 責任者のいない組織はあり得ないと思います。

○岩村委員 要するに、いろいろな委員会があるのです。実質的にそこで決めている委員会もあるし、情報交換の場みたいな委員会もあるのです。そういうものを今回きちんと役割を整理して、決定するような場であれば、それは組織規程の中に位置づけましょうということで今、議論しているということなのですが、それが内部統制に関するものだけで足りるのかどうかはいま一つよくわからないので、ほかの部分についてもそういう観点から議論しましょうということで今、議論されているということです。

●佐藤企画課長 事務的に補足させていただいてもよろしゅうございますでしょうか。

私どもの業務方法書の中で、そのまま読み上げるのも恐縮なのですが、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、必要な規定を整備するとともに、業務の執行における理事長の意思決定を補佐するため必要な会議を設置するものとする。こういう規定がございます。

ですので、何らかの会議体、それが委員会なのか会議なのか、名前が何であろうがそれは構わないと思うのですけれども、そういう意味で、業務方法書という法人運営の根っこ

となる部分において、業務のオペレーションの部分についてはきちんと会議体を設置するものとするという形です。

○平野委員長 主語が「経営委員会が」となっていませんか。

●佐藤企画課長 「管理運用法人は」となっております。

○中村委員 決定したら責任者がいるので、その責任者が誰なのかということがあって、その責任者がやった行為に対して責任を持つということが、普通の組織ではないですか。委員会というのはミーティングだから議論をする場であって、実行の責任者ではないでしょう。

そういう整理をしないと、全部委員会とついているので、今度はその委員会とついているミーティングにグレーディングするというのは、仕事をする上で理解しづらいではないですか。委員長から言われたけれどもこれは聞かなくてもいいとか、この委員会から言われたら聞かなければいけないとか、誰が判断するのか複雑です。

規程にこの委員会から言われたものは言うことを聞かなければいけないと書いてあるので、そこまで見に行かなければいけないというのは、組織を運営するルールとしてはおかしいと思います。

○平野委員長 中村委員の御意見の確認なのですが、今、執行部からA案、B案という提案がございますね。

中村さんが今、おっしゃったのはA案でもB案でもないということですか。

○中村委員 AとBを議論している意味がよくわかりません。マンドートなのかコンサルテーションなのか、よくわかりません。それをグレーディングをつけようと思ってもつけようがない。

参考で書いてある6ページの権限があるが、その権限が実行の権限なのか、コンサルテーションなのかというのがよくわかりません。審査会というのものもあるけれども、これは全部委員会ですものね。

○古賀委員 審査会もありますし、会議もあります。

○平野委員長 中村さんの意見をもう一回整理すると、あれですか。

○中村委員 もうちょっとはつきりしたほうがいいのではないかと思います。

○平野委員長 委員会がいわば決定機関である場合と、諮問機関というか、単に意見を聴取する場合と、そこは大きく性格が違うのではないかと。そこで分けるべきだと。

○岩村委員 ただ、論理的には、理事長が全て決定権を持っていて、全て諮問機関なので。投資委員会も含めてそうなのです。

これも投資委員会を例に議論してきたことなのです。ほかの委員会も全て同じだと私は理解してしまっていて、委員会が、法人の意思決定をする権限はないのだと私は整理するしかない。ただ、業務フローの中で、理事長が最終的に決定する事柄について、重要な意見を提示する場があって、それがいろいろな委員会なのだろうと私は思っております、その中にもいろいろなものがあるって、単なる意見を言い合って情報交換しているだけのものも

あれば、決定という形をとっているところもあるのです。それが理事長に報告されて、それが事実上、法人の中で決定として意味を持っている。そういうものもあるのです。

なので、そこをきちんと振り分けて、重要なものについては組織規程に位置づけたらどうですかと申し上げている。それがB案ということなのです。

○平野委員長 これは岩村さんに確認のための質問なのですけれども、そもそも組織規程に位置づけることの効果をどう考えればいいのか。

○岩村委員 今回、若干、先日堀江委員が御報告した例もあるのですが、要はそこで行われていることが、組織規程上必ずしも明確に位置づけられていないということがあって、要はこの委員会の役割とか、組織の中での位置づけはどういうものなのかということを確認にすることが、責任の所在を明らかにする上で重要だと思っているのです。

○平野委員長 どうぞ。

●三石理事 昨年の秋ぐらいから内部統制とは何ぞやという議論をずっと重ねてきている中で、ある程度共通認識が皆さんの中でできつつあったのは、内部統制上いろいろな問題が生じますけれども、それは個々の事案について、この経営委員会で、それが是だ非だという議論をするのは、そもそもガバナンスのやり方として非効率ですし、実際にできない。内部統制の枠組みを、経営委員会で責任を持って決めて、執行部がその枠組みの中でしっかり執行しなさいと。したがって、その内部統制の枠組みのところについては、経営委員会として責任をもって議決をしましょうという整理だったのかと思います。大きな流れとしてはですね。

そういう形で、内部統制の基本方針なり、組織規程というものも考えていきたいと思いますということだったのかと思っているのです。

そういう意味で、組織規程の中に内部統制にかかわるような、確かに投資委員会といえども、理事長の一諮問機関ではありますけれども、まさに内部統制の根幹たるものでありますし、それ以外の経営企画会議でありますとか、情報セキュリティ委員会などについてもやはり内部統制の一環であるので、そこは経営委員会の議決にしましょうということだったと思うのです。

一方で、先ほどの職員の採用人数をどう割り振るかとか、衛生委員会で衛生問題について各部署の意見を聞きましょうとか、こういったことが、そもそも経営委員会が議決する、すなわち経営委員会が責任を持って枠組みを決めなければいけないような組織、委員会なのかという観点で御議論いただくというのが、今までの規制見直しプロジェクトで議論されてきた流れなのかと勝手に思っているのですけれども、いかがでしょうか。

○平野委員長 今の三石さんの整理について、御意見があれば伺いたいのですけれども、いかがでしょうか。

○中村委員 この人事評価審査会は要するに各部課の代表者が集まって査定する会議ではないのですか。

●鷺巣総務部長 査定の会議ではなく、職員から人事評価に対する苦情の申し出等を受理

した場合に開催されるもので、苦情の申し出等が無ければこの委員会は開催されません。

○中村委員 職員採用委員会は、みんなで私のところに何人寄越せとか、20人しかいないのだからどうするとかいう会議なのでしょうか。

●鷺巣総務部長 採用委員会につきましては、各部室において何人職員が必要とするか等の要望を聞くような委員会でございます。法人としては、経営委員会において、中期目標期間中の定員147人について議決をいただいた枠内で運用しています。

○岩村委員 そういう位置づけならばそういう位置づけで、別に構わないのです。これを重要でないと見ることは別に全然構わないのです。

ただ、考え方の枠組みだけしっかり整理してほしいと申し上げているわけで、内部統制に限らず、業務運営上重要なものについては、重要な役割を演じているものについては組織規程に反映させたほうがいいのではないですかという考え方を示しているということなのでですね。

○中村委員 組織のトップには理事長がいる。これは機関です。その下に、業務を遂行する部や課などがあって、それぞれ責任者がそこにいるわけです。確かに非常に重要な決定をしているようなもの、投資委員会などはわかるけれども、そのほかのものは、どちらでもいいのだけれども。

○古賀委員 もっと言えば、岩村さんが言っていることと三石さんが言っていることは、どこに差があるのですか。それが私にはよくわからないのです。一緒のようなことを言っているのではないのですか。

○高橋理事長 一つは、責任があるのだから、責任がある委員会の名前を組織規程上定めてくださいと言っても、委員会には責任はありません。委員会で話をしますが、その委員会のメンバーの所管部長がラインで上げてきたものについて、私が判を押すことのほうが、実際は大切であります。

その過程で、私はちゃんと委員会を開きましたか、どのような議論があったのかなど自分が出ていないときは聞きますが、ただ、それはあくまで、このラインで上がってくる決裁の資料として委員会を見ているということでもあります。組織規程上委員会が責任を負うかというとならなくて、責任を負うのは書いてきた部長なり担当者であって、その場合は三石か水野に、これはどうなっているのかと私が聞いて、委員会を責めるわけではなくて個人に聞くというのが前提なので、委員会の名前を挙げるところに少し違和感があります。

もう一つは、重要か重要でないかというのは、私以下に任せてください。しかし、内部統制上問題があるというところは経営委員会のほうから話をしてほしいので、内部統制上、これは内部統制に係る委員会である。それは名前を出すのは全然問題ないのですけれども、この決定に係る重要な判断というか重要な話し合いをした委員会の名前について、あらかじめ名前を出すというのはしんどいかと思っています。

○岩村委員 最終的には、GPIF法の組織に関する重要な事項というのをどう読むかという

議論ではあるのです。全てを理事長に任せるという形には、法律上は少なくともなっていない。

○中村委員 私の四十数年の民間企業での経験からすると、こんなに細かく規程を取締役会にかけたことはありません。

企業経営からすると、責任者は誰なのかということが特定されていて、失敗したら、あなたの責任でしょうとはっきりさせなければならない。連携した結果なので、私の責任は4分の1しかないという組織は傷をなめ合って終わってしまう。委員会から提案が上がっても、決めた人は私ですといったら責任者は私です。私のところでも昔は決裁書に10数個も判を押してあったりしました。関与した人はみんな判を押すので、この人が押しているならいいかと、みんな判を押し、誰が責任者かよくわからないということがありました。

要するに、みんなで判を押すと、赤信号みんなで渡ると怖くないというような依存心が湧いてしまう。余り細かいことを規定すると、その規程を守ることばかりが目的化してしまって、本来その目的を達成するための手段だったはずが、コンプライすることが目的化してしまうので、細かく規定せず、だけれども責任は重くというようにしたほうがいいかと思います。

○平野委員長 わかりました。責任がどこにあるかということについてははっきりしており、それは理事長がおっしゃったとおりだと思います。

またA案、B案に戻るのですけれども、A案で制裁委員会、懲戒委員会を組織規程に定めるかどうか。もしくは、定めるとすれば、それはなぜかということなのですが、多少解釈に微妙な差があるかもしれないけれども、これは三石さんが言われたような整理が一つあるかと思っていまして、内部統制上重要な枠組みについては、きちんと経営委員会が責任を持って規定するという考え方に立てば、自然にこの2つの委員会については重要であるということで、組織規程に入れるという考え方が一応成り立つかと思います。

そのことと、責任の所在が誰かというのは別の問題であります。責任の所在についてはおのずと、それはもともと理事長ということが明確になっていると思います。

きょうは、審議はこのぐらいいたしまして、いろいろな論点が出たと思いますので、もう一度頭を整理していただいた上で、この件については次回結論を出したいと思います。

多分、執行部から出てくる提案としては、同じものが出てくるだろうと思いますけれども、きょうの議論を整理していただいて、それをもう一回提示して次回決める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。

それでは、次に進みます。

●佐藤企画課長 次に進みまして、11分の7から11分の10ページまでになります。

11分の7をお開きください。2つ目の論点であります制裁規程の関係です。論点が3つあるのですけれども、まず、11分の7は役員の制裁の区分をどのように考えるのかということでございます。

これも表の上で少し書いておりますけれども、前回の経営委員会で、監査委員会から制

裁規程の見直しの提案がございました。そのときの議論ですとか、その後、私どものほうと、監査委員会、シティニューワ法律事務所と個別に議論する機会もございましたので、改めて見直し案を整理いたしました。

この点について、今回は御説明を申し上げませんので、改めて御議論を頂戴できればと考えてございます。

見直し案の表をごらんください。前回も似たような表をお出ししましたけれども、前回の経営委員会で、この場で御議論いただいた際には、経営委員長と経営委員、理事長については減給と戒告という欄が空欄になっていて、経営委員の皆さんに対しては減給、戒告がないという状態でした。

この点について、今回黒丸を復活して、現行と全く同じ形になっておるわけでございますけれども、この点につきましては監査委員、それからシティニューワ法律事務所と議論いたしまして、必ずしも会社法と同列に考える必要はないのではないか、現在と同じでいいのではないかということで、黒丸を復活しているというものでございます。

その上でございますけれども、考え方というところに書いてありますが、まずは解任、減給、戒告というのを一つのグルーピングとして懲戒処分というものにします。訓告以下についてを監督上の措置ということで書き分けるというふうにして、これは国家公務員の考え方と同じような形にして、制裁規程においても、戒告以上を懲戒処分とするのだ、訓告以下については監督上の措置とするのだということで、非常にテクニカルな話でございますけれども、規程の条文上、書き分けるという形で案をつくっております。

訓告以下の処分類型として、嚴重注意というものを追加してはどうかと考えております。これは各府省の訓令ですとか、現在の就業規則にも嚴重注意という欄はありますので、処分の区分はありますので、これを追加するという形で整理をする。こういう見直し案でいかがでしょうかというのが論点の1つ目でございます。

続きまして、11分の8でございます。今度は役員ではなくて職員の制裁についてどう考えるのかという、これも技術的な中身でございますけれども、職員の制裁に関しましては、今の制裁規程の中に職員の制裁に関するさまざまな規定がございます。

また、就業規則の中にも、職員の制裁に関する規定がさまざまございます。こういう形で、制裁規程と就業規則の両方に書いてあるわけでございますけれども、今般シティニューワ法律事務所のほうから、以下のとおり提言がありましたということで、シティニューワ提言というところで、左側の欄をごらんください。

要は両方書いてあるのでわかりにくい。ですので、制裁規程に一本化したらいいいのではないかとというのが論点の1つ目でございます。

論点の2つ目として、仮に制裁規程に一本化するというのが難しいのであれば、制裁規程と就業規則、どちらが適用されるのか。その適用環境をはっきりさせるべきではないかとというのが論点の2つ目でございます。

まず、1つ目の論点については、これは大分前の経営委員会でも御議論いただいて、あ

る程度整理ができたかと思っていたところでございますけれども、職員に対する懲戒の処分のあり方というのは、もともと労働基準法の枠組みの中で、労働組合をきちんと関与していくのだということが法律上書かれておりますので、仮にこれを制裁規程に一本化するのだ、就業規則の懲戒規定というものを制裁規程に委任してしまうのだとした場合には、制裁規程の改廃に労働組合が関与するということになりますが、この点はどうか考えるのかというところで、やや難しいかというところが結論としてはあったのではないかと考えております。

そうであるならば、提言の2つ目のところ、制裁規程と就業規則、職員にはどちらを適用するかというところを明確化すべきではないかという提案に対して、こういう案はどうかというところで整理したのが、右側のA案とB案でございます。

A案というのは、制裁規程の中に、職員の制裁に関する具体的な手続を盛り込まないで、役員に対する制裁処分の中身だけを書いて、職員に関するものは削ってしまう。

ただ、制裁規程の中に、職員の制裁に関しては、就業規則の懲戒規定の定めるところによる。そのような規定を新たに規定することによって、制裁規程の中にも職員の制裁に関する記述を盛り込むというのがA案でございます。

B案に関しましては、現在の制裁規程の中に職員の制裁の条文が入っておりますので、それはそのまま残した形にしておいて、ただし、職員の制裁というのは、基本的に就業規則の懲戒規定が優先するのだという規程を新たに設けるとすることとしてはどうかと考えております。

いずれの案についてもというところで、A案、B案の上の○のところ、制裁規程には、職員に対する制裁を盛り込むという旨がGPIF法に規定されておりますので、その点での関係で問題がないかというところを整理する必要があるわけでございますけれども、職員に関する記述を1点盛り込むことによって、その点を整理したいと考えてございます。

1ページ飛びまして、11分の10でございます。制裁規程における制裁処分の公表についてということでございます。これにつきましても、監査委員会のほうから今般御提案を頂戴いたしました。

GPIFの中で制裁処分が行われた場合に、どういう場合に公表するのか、その公表の基準をしっかりと明文化するべきではないかという御提案でございます。

今、運用上は、国家公務員の懲戒処分の公表指針を参考に、それと横並びといいますか、そういう形で公表を行っているわけではございませんので、それと同じような形で国家公務員の懲戒処分の公表指針というものをなぞる形で、今の運用を特段変えることなく、制裁規程の中に新しく規定を設けたいと思っております。

11分の10の下に箱がございますけれども、左側が国家公務員の懲戒処分の公表指針というものでございまして、公表対象、公表内容、公表の例外、公表時期、公表方法と書いております。

基本的に、それは右側に書き写すような形でございますけれども、端的に申し上げます

と、公表の対象ということであれば、職務上に関連して懲戒処分を受けた場合には、個人名が特定されないような形で、その人がいつ処分されたのかとか、どういう事案だったのかとか、そのあたりのことを公表していくというのがまず1つ目です。

それから、職務に関連しない行為、例えば飲酒運転とかだと思っておりますけれども、そういうもので懲戒処分を受けた場合には、免職とか停職であれば懲戒処分として公表する。それ以下、例えば減給とかの場合には公表しないというのが今、国家公務員のほうの公表上の指針と申しますか運用になっております。ですので、そこをなぞるような形で、制裁規程の中でも同じように規定を設けたいと考えております。

あとは懲戒処分が行われた場合の公表の手段としてはホームページに掲載するとか、あるいは、基本的に公表するわけでありましてけれども、第三者の被害者ですとか、関係者のプライバシーが損なわれるような場合については、工夫をしながら公表していくとか、一部公表しないとか、そのあたりの具体的な話についても盛り込んでいきたいと考えております。

制裁規程については以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

これも分けて議論したいと思うのですがけれども、11分の7に戻っていただいて、制裁規程における役員の制裁区分でございます。これもこれまで議論を重ねてきて、現状こういう案になっているわけでございますけれども、この点について、さらに御意見、御質問があれば。

なければ、この点はこういうことで、次の職員の制裁に関する規定について、11分の8に執行部から考え方の整理がございましたけれども、これについてはいかがでございますでしょうか。

これはGPIF法と関係で、問題が特にA案ですね。A案についても、B案についても、あるいはシテューワの一本化についても、法律上の解釈としてどうかということについて、厚生労働省の御意見を聞いてみたいと思います。

石川さん、いかがですか。

●厚生労働省石川資金運用課長 この資料で言いますと11分の9に、制裁規程についてのGPIF法第23条がございます。赤字でも書かれておりますが、制裁規程においては、役職員に対し免職等の処分その他の制裁を課する旨を定めなければならないとなっております。一方で、先ほど執行部からの説明にもありましたように、就業規則においても職員の制裁に関する規定が置かれているところでありまして、それをどう考えるかであります。

この資料の11分の8にありますA案、B案についてですが、先ほどのGPIF法第23条では、職員の制裁について制裁規程に定めとなっております。A案は、職員に関する部分を削除して、職員の制裁は就業規則の懲戒規定に委ねるという案です。B案は、制裁規程上の職員の制裁に関する具体的な手続はそのまま残して、その職員の制裁は就業規則の懲戒規定が優先するわけですがけれども、要は、制裁規程で制裁に関する規定が定められていれば、

実質的に制裁規程の中で職員の制裁について定められていれば、第23条との関係では問題ないのではないかと考えております。

ただ、制裁規程と就業規則に、仮にそれぞれで職員の制裁についての規定を書くのであれば、その内容を同じように定めているという形をとることが適当なのではないかと考えております。

○平野委員長 同じように定めているとおっしゃる意味は。

●厚生労働省石川資金運用課長 制裁について、就業規則と制裁規程それぞれで処分の内容や手続などを定めることになる場合には、両規程間で同じように定められているということが必要なの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。

最初の一本化は特に問題ないのでしょうかけれども、これは労働組合との関係が出てきてしまうのでどうかという論点です。

そうすると、現実的にはA案ないしB案がいいのではないかと御提案だと思っておりますけれども、いかがでございましょうか。

○小宮山委員 B案なのですけれども、B案で優先する旨を規定すると書かれているのですが、優先するという書き方だと、優先しない場合もあるのではないかと感じてしまうのです。なので、個人的にはA案のほうがすっきりわかりやすいかと思っております。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかにいかがでございましょうか。

○岩村委員 私もA案がいいのではないかと考えているのですけれども、もともと職員については、就業規則が根拠規程だと整理したほうがよろしいと思うのです。

制裁規程と23条に書いていますけれども、それは制裁に関する規定と読めばいいのであって、制裁に関する規定は、職員については就業規則で決めていますという理解をすれば足りるということでシテューワは一本化を言っているだけの話なのです。それなので、職員については基本的に就業規則でやりましょうというのが基本なのだと思うのです。

若干書き方の問題として、職員の制裁は就業規則の懲戒規定に委ねるといっていると、制裁規程、ここで言う、形式的意味での制裁規程が根拠規程になって、それが就業規則に委ねているような構造になるのです。これは困る。

形式的な意味の制裁規程は、実際は労働組合と話をつけていないわけです。なので、そこで創設的に制裁権限が発生するというわけにはいかない。言ってみれば、職員については、就業規則によると書けば、そこはクリアできる。それぐらいのところ整理したらどうかと思うのです。

ある意味、法律的には確認規定ですね。

○平野委員長 ほかにございますでしょうか。

どうぞ。

○中村委員 制裁と懲戒の用語が2つあるのですけれども、定義はどうなっているのです

か。

制裁規程があつて、就業規則が懲戒というのは、用語が違ふとすれば、どこかに差があるのですか。

○岩村委員 実質同じでしょう。

○平野委員長 記号として考えるということです。

●佐藤企画課長 技術的な書き分けに意味はあるのです。

○平野委員長 この部分は、制裁は除外規定の就業規則による。

●佐藤企画課長 効果としては何も変わりませんので、段差があるとかそういうことではございません。

○平野委員長 ありがとうございます。

この点については、今の岩村さんの意見も入れて、修正案を次回お出しいただくということでもよろしくお願いします。

最後に、制裁規程における11分の10の点について、御意見、御質問はございますでしょうか。

○岩村委員 これは中身がよくわからないのだけれども、基本的に公務員と同じにしているという趣旨ですか。

●佐藤企画課長 そうです。

○岩村委員 何か違うところがあれば、そこだけ説明してくれると。

●佐藤企画課長 違うところはないです。

●鷲巣総務部長 今までの運用も国家公務員の取扱いに準拠して行つてきておりますが、規定の中に明定していなかつたので、それを規定するものでございます。

○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。

●佐藤企画課長 最後、11分の11でございます。規程等の制定等に関する規程ということで、先送りになっていたのですけれども、シテューワの提言で、内部規程のツリー構造や改廃権限を明らかにするために、規程の決定権者、それから名前をきちんとひもづけるべきではないかという御提案をいただいておりますので、今回、経営委員会あるいは監査委員会が制定するものを規程とする。それから、経営委員長または理事長が制定するものを細則とするという形で整理したいと思つております。

ただ、経営委員長とか理事長が制定するものの中には、細則よりもさらに細かいものもあると思つたので、下にイメージと書いてありますように、細則の下にはさらに要綱というものもきちんと入るような形に整理して、経営委員会がつくるものは規程なのだと。細則以下はもう理事長なのだという形できちんと整理をしたいと思つております。

説明は以上でございます。

○平野委員長 御質問は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。

次に移ります。2番目の審議事項になります。「現行規定の点検プロジェクトの実行(7)」について、経営委員会事務局から説明をお願いします。

●辻経営委員会事務局長 資料04の「現行規程の点検プロジェクトの実行(7)」でございます。

こちらは、前回シティニューワの意見を受けて、修正の案を出ささせていただいて、その中で論点となりました持ち回りの開催についてのみ、今回は審議していただきたいと思っております。

前回、当法人と同様の機関はどういう形なのか調べてほしいという御意見がございましたので、4分の3、4分の4に日本銀行とNHK、日本放送協会を比較した表をつくっております。

まず、違うところにつきまして、日本銀行は政策委員会というものがございますけれども、こちらは常勤の委員でございます。そして、金融政策決定会合というのが1カ月に1回ぐらいあるのですが、通常会合というのは原則毎週火曜日と金曜日の週2回やっているということです。

NHKは、非常勤の委員が11人ということで、当法人と似ているような構成なのですけれども、開催頻度は毎月2回開催しているということでございます。

4分の4に行っていただきまして、そうした中で持ち回り開催というのはどのように規定されているのかいないのかということでございますけれども、日本銀行については持ち回り開催という規定はございません。上段の規定等の第2条のところ、日本銀行というのは、常勤の委員でいらっしゃいますので、この会議を本店で開催する。ただし、災害等によって本店で開催できない場合には、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ことで、規定はされておりますけれども、下段に行きまして、その規定に基づいて電話会議、その他の方法により会議を開催した実績はないということでございました。

NHKは、当法人と似たような形をとっておりまして、持ち回り開催の規定、電話会議等の規定はございません。臨時会議を開催している実績は数回あります。その中でも最少開催人数は、そのとき委員長が御都合が悪かったのだと思いますが、委員長代理とプラス6人の7名をもって会議を開催しているという実績があるということでございます。

これらを踏まえまして、それと前回の御意見を整理いたしまして、今回、持ち回り開催につきましては、急を要する場合に全員の同意が得られることを前提として、案として御提案させていただいたのですけれども、委員の中に持ち回り開催はいかなものかという反対の御意見がございましたので、そういった場合には、最初から持ち回り開催ができないということになってしまいますので、こちらの案は変えさせていただいて、今回、電話会議の案にしております。

それと、シティニューワ法律事務所にも確認しましたところ、持ち回り開催自体はGPIF法

の第5条の6第3項経営委員会の運営に関し必要な事項ということで、形式的には読めることは読めるけれども、同じ5条6の第1項の経営委員会は委員長が出席し、かつ委員長及び委員並びに理事長の総数の3分の2以上の出席がなければ、会議を開き議決することができないという規定に反する可能性が高いという御意見をいただいたところでございます。

これを踏まえまして、4分の2でございますけれども、持ち回り開催ということではなく、電話会議、その他の方法による出席を認めて、議決への参加を可能としてはどうかというのが論点でございます。

見直しの方向性としては、経営委員会規程の規定ですけれども、第5条のところに経営委員会は委員長が出席のところに、括弧書きとして電話テレビなど双方向で通信可能な通信手段による会議の出席を含む。以下同じということで、電話による出席で議決をとることも可能とすることとしてはどうかということでございます。

それに伴いまして、下段でございますけれども、議事概要のところにもそこを明確にして、この方は電話会議によって参加したのだということを明確にはいかがかという案にさせていただきます。

この案にした場合に、急を要する場合にということで、持ち回り開催も御提案させていただいたところでございますけれども、急を要する場合に、平野委員長のご予定を押さえる。それと、GPIFで常勤でいらっしゃる理事長と堀江委員のご予定も押さえられる。最低7人いれば会議は開催できますので、あと4人なのでございますけれども、この場合、都内にお勤めの方がほとんどでございますし、その方に持ち回り開催を前提としているのが同意人事の案件でございますので、お時間も30分もあれば十分ではないかという、往復通勤等、ここに来てもらうことを考えても、1時間ぐらい会社を抜けていただいて、こちらに来ていただければ、十分集まれるのではないかと考えております。こういった電話会議での会議開催は可能ではないかと考えております。

また、第1回経営委員会を持ち回り開催したではないかという御意見もあろうかと思っておりますけれども、第1回は日曜日が法律の施行日であったこと、第2回が翌日月曜日に開催していること、第2回の経営委員会の議事概要にも公表しておりますけれども、経営委員会事務室より、第1回経営委員会については、各委員に説明がなされ、実質的な議論がなされていたことなどを踏まえ、厚生労働省年金局にも確認の上、持ち回りにより開催し、10名の全委員の賛成により承認された旨を報告と書かれておりまして、そういったことも報告しておりますので、第1回の経営委員会の内容を報告、追認という形をとったということであろうかと思っております。

こうしたことを、先ほど申し上げましたGPIF第5条の6第1項を考慮して、経営委員会規程で規程化してしまうという前回の案は違うのではないかとすることを踏まえまして、今回、電話会議という形にさせていただきました。

御説明は以上です。

○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、御質問、御意見がございましたらどうぞよろしくお願ひします。

どうぞ。

○根本委員 それほど異論はないのですけれども、ちょっと確認というか、本当に書面開催みたいなものが絶対になくていいのかということなのですけれども、今、新会社法では民間審議会とかがみんな書面開催ができる、Eメールでもできるのです。それはやはり緊急時にすぐに決めなければいけない。例えば本店が倒壊しているとか、全く交通手段がないとか、そういうことを想定してつくってあるのです。もちろん、それは全員の同意が必要なのです。

日本銀行も恐らくここに電話会議その他の方法にとあるので、そういう含みのある程度、入れているのかなと思うのです。

かなり例外的ではあるけれども、そういったときの機動性とかを残して、日銀は多分規程になっているのかなと。

今まで実績はない。確かにそういう状況はなかったからなので、今後絶対には限らないのかなと思うのですけれども、GPIFは特にそういう必要がないということで、そういう理解でよろしいのでしょうか。

●辻経営委員会事務室長 想定される、本当に災害とかが起こって緊急な場合に、10名の同意を全員とれるかというところには疑問はあるのです。そもそもメールで送って、その通信がきちんと全委員にとれるかというところ。

○根本委員 そうですね。恐らく、多分他の民間銀行とかは、その可能性もあるから残しているのだと思うのです。

○古賀委員 しかし、それはこの経営委員会の機能と違いますよね。根本さんがおっしゃっている民間の銀行や日銀は、それそのものが執行部です。GPIFの場合は、緊急事態の時は理事長の判断で執行部が動いていくということですから、この経営委員会と民間の銀行や日本銀行を一緒のような運営にする必要はないと思います。

○平野委員長 いかがでしょうか。

○中村委員 テレコンでいいと思いますが、第7条の規定でいうと、テレコンにしましたというのは、どこかに書くのですか。議事概要にはありませんが。

○岩村委員 (1)で読むのではないですか。括弧書き。

○中村委員 私のところもしばしばテレコンをやっていますが、議事録には簡潔に、通信回線が問題なく機能していることを確認して宣言した等と記載してあります。この前に水野さんがやったときに、5分ぐらい通信回線が飛んでしまったとかあるではないですか。別にここまで書かなくてもいいけれども、たまにあるので、そういうことはありませんでしたと書いてもいいかなと。

○平野委員長 それは性格にもよるのではないですか。

○中村委員 それほどのことでないならいいです。わかりました。

○平野委員長 それでは、方向感はこういうことでよろしゅうございますか。

ありがとうございます。

●辻経営委員会事務室長 もしこれでよろしければ、次回、議決の方向に持っていきたいと思うのですが、今回、このような規程を整理いたしまして、作成がおくれておりました、持ち回り開催した第1回経営委員会の議事概要と議事録を、施行後には作成させていただきたいと思いますので、その際、御署名のほうをよろしくお願いいたします。

○岩村委員 そこはどうかと私は思います。

むしろ、第1回は持ち回りでやったので、それは会議とは認めないという整理をしているのに、それを会議と認めてしまうような形になる。第2回で基本的には決めたという実質を前提に追認をしているので、改めて議事録を今ごろ出すというのもいかなものかと思うのです。

そもそも会議として認めないという整理をしたからこうなっているわけで、それを第1回が会議としてあったのだという、結局それを認めたことになるではないですか。私はそのような感じがするのです。

○平野委員長 第2回の議事概要の中で、第1回の内容は過不足なくカバーされているわけですね。

○岩村委員 それで足りるのではないかという気が私はするのです。

○平野委員長 そうだとすれば、情報開示的な観点で言えば、第2回の議事概要で既に足りるという考え方がとれるかなとも、思ったのですが。

もう第2回の議事内容は忘れてしまいました。

○岩村委員 1年以上もたって、第1回が出てくるのもいかがかと。

○高橋理事長 事務局の辻さんが言っているのは、多分、1回目を認めないという、この経営委員会は第18回になってしまうわけですね。そうはいつでも1回目はこうだったというものを出しておきたいということなのではないか。出し方は多分、こういう議論があって出すという、なぜ今出したかというのがありますので、そうするとこういう議論があって、これだけ特別に第1回なので、議事録を出しましたと。以降は電話会議しかやりませんよということのメッセージも合わせてということなのだろうとは思いますが。

○岩村委員 ただ、その場合、持ち回り決議をしたということを確認する形がどうなのかなという印象を私は持つのです。

私自身は違法だという理解なので、GPIF法に違反するというコンプライアンスの問題だと思っているので、それを自動的に会議として経営委員会が認めるという形になるのはいかがかという印象なのです。

○平野委員長 日曜日であるという事情と、第2回目で追認したということであるならば、さかのぼって第1回の実事上の持ち回りを認めるという考え方は成り立たないですか。

○岩村委員 持ち回りでやってしまったけれども、追認したから許してくださいと。

○平野委員長 要するに、それしか方法がなかったと。やる必要があった、それしか方法がない、追認したということで、第1回を例外的に会議として認めるという考え方になるかと。

○岩村委員 追認によって許容されるという議事録にするということですか。

○平野委員長 はい。

○岩村委員 そうであれば、持ち回り決議自体を認めたわけではないということにはなる。

○平野委員長 岩村さんの解釈ならば。

○岩村委員 それはそれで、一つの考え方かもしれませんね。わかりました。

何か出し方をうまく考えてほしいなという気はするのです。

○古賀委員 書きようを少し工夫して。

○平野委員長 岩村さんの御意見も入れて、工夫していただいて、そういう方向で対応してください。

よろしいですか。ありがとうございました。

それでは、次の審議事項に移りたいと思います。3番目の審議事項は「平成31年度委託調査研究計画（案）」となりますけれども、報告事項（1）「平成30年度委託調査研究中間報告」と内容が関連しておりますので、執行部からまとめて説明をお願いいたします。

●陣場調査数理室長 それでは、07「平成31年度委託調査研究計画（案）」の資料をごらんいただければと思います。

エグゼクティブサマリーの最初のポツをごらんください。31年度の委託調査研究につきましては、委託調査研究7件、共同研究4件を執行部としては取り組みたいと考えているものでございます。

話が前後いたしますが、今回の審議の御趣旨となりますけれども、3月の予算の議決の前に、重要な項目については経営委員会できちんと審議をしようというたてつけにのっとり、ここまでシステムの話を見せていただいております。

そして、もう一つの重要な予算項目であるところの委託調査関連についても、御審議を賜るという趣旨で、今回、研究計画（案）ということで掲げさせていただいております。

そして、委託調査研究のそもそもの趣旨となりますけれども、右下の便益及びリスクの便益の部分をごらんいただければと思います。委託調査研究につきましては、組織及び職員の専門性の向上、ノウハウの蓄積、そして調査研究で得られた知見を管理運用業務に活用して、高度化を図ろうということで、従来より取り組んでいるところでございます。

続きまして、17分の3ページ、黄色の枠のほうをごらんいただければと思いますが、31年度に取り組む研究テーマを掲げさせていただいております。

たてつけとしまして、委託調査研究と共同研究という2つのカテゴリーで従来から取り組んでいるところでございまして、委託調査研究のほうは、専門の機関に調査研究を全面的にお願いするといったもの。即効性の高いものが念頭に置かれているというところでご

ざいます。

一方、共同研究のほうは、息の長い研究テーマにつきまして、主として大学の先生等の指導をいただきながら、私ども職員も研究の中に入り込んで、研究を進めるというたてつけのものでございます。息の長いものということでございます。

そして今回、テーマ分類ということで、一番左の列をごらんいただければと思いますが、今回の研究案、テーマとしては5つの分野に分かれているところでございます。最初のテーマがAI関係、2つ目がESG投資、そして3番目に新たな投資資産、主としてオルタナということになっております。4番目にリスク管理の高度化、そして法人全体業務といった5つの分野に分かれているところでございます。

委託調査研究のテーマということで、眺めてまいりますと、継続案件として、31年度につきましても人工知能によるソニーへの委託調査、これは引き続き実施したいと考えているところでございます。また、もう一つの継続案件としまして、運用受託機関の役職員の報酬体系の調査研究、こちらはマーサーをお願いしているところでございます。これも引き続き実施をいたしたいと考えているものでございます。

新しいテーマとしましては、AIを国内債券運用にも応用したいというテーマを掲げさせていただきます。

それから、ESG投資のテーマとしましては、非財務情報が及ぼす企業価値への影響。

そして、共同研究としては、世銀との共同研究を継続した上で、機関投資家とSDGsの関係性の共同研究をいたしたいと思っております。

オルタナ関係でございますけれども、新たな投資対象資産、それから伝統的資産とオルタナ資産の関係性というテーマに取り組みたいと考えてございます。

リスク管理の高度化という観点については、共同研究2本ということで、信用スプレッド等との研究、それから位相幾何学を活用した早期警戒指標のテーマを取り上げたいと考えてございます。

最後、法人全体業務ということで、これは既に経営委員会に諮らせていただきましたが、次期中期計画の策定支援の委託調査を実施いたしたいと考えてございます。

17分の4ページをごらんいただければと思います。予算との関連でございますが、委託調査は大体1プロジェクト当たり3000万円程度と見積もっておりまして、ソニーのAIの研究については、既に来年度分の予算も確保してございますので、残り6プロジェクトということで、1億8000万程度の予算を計上いたしたいと考えているものでございます。

そして、共同研究につきましては、従来から1プロジェクト当たり500万程度ということで見積もっておりまして、500万掛ける4ということで2000万程度を予定しているものでございます。

小さい字で書いてございますけれども、本日の議論も踏まえまして、来月、予算が承認された後で、調査研究の実現可能性や具体的な要件を精査した上で、法人内で調査研究会議を開いて、来年度の調査研究テーマを最終的に確定する。本日は、忌憚のない御意見を

頂戴したいと考えているものでございます。

ポツの3つ目になります。ページでいきますと17分の14ページをごらんいただければと思います。今回、委託研究7、共同研究4ということで掲げさせていただいたわけですが、そこに至るまでに、事務方からはボトムアップでいろいろなアイデアが出てきたところがございます。その一覧表ということで、運用系、基盤系、そして横軸で理論系、実務系ということで、4つの象限で分けて、こうしたテーマがいろいろと浮上してきたというところがございます。

ESGやAI関係で網掛けをしている部分は、執行部として関心が高い部分ということになってまいります。今回は、執行部サイドといたしましては、緊急性の高いものを委託調査、共同研究ということで取り上げたわけでございますが、灰色のテーマにつきましても、大事なテーマが含まれているものでございまして、こちらは次期中期計画の中で生かしてまいることができればと考えているものでございます。

続きまして、17分の4ページにお戻りいただきまして、今回のテーマの選定につきましては、法人内で調査研究会議というものを開きまして、委託研究7、共同研究4ではどうかということで素案をつくったものでございます。

続きまして、テーマにつきまして、簡単に概説をしてみたいと思います。17分の6ページをごらんいただければと思います。まず、ESG系ということで「非財務情報が及ぼす企業価値への影響」というところがございます。問題意識及び研究内容ということで、株式市場で不祥事情報がぽんと出て、株価が下落するといったイベントがよく起こるわけがございます。そして、私どもはESG指数等の採用によって、ESG情報を含む非財務情報の開示を促しているところがございますけれども、こういった不祥事情報のインパクトの検証については、今、採用しておりますESGベンチの有効性をはかっていく上で、有効ではないかと考えているものでございます。

具体的には、ESGベンチで採用しているいろいろなファクターによって、こういう不祥事企業が事前に排除されている可能性がある。そうすると、ESGベンチの有効性の検証もできるのではないかとといった観点で、こうした調査研究は大事なものであると考えておるところでございます。

もう一つの観点といたしまして、不祥事情報の開示おくれによる損害の回復については、適時開示違反として民事責任を負うかが必ずしも明確ではございません。また、主要な国においても同じことが言えるわけございまして、こうした損害の回復手段について、リーガルな面から回復手法の現状について分析をするということは大事なことであるということで、2つの不祥事情報のインパクト、それから不祥事情報の開示おくれが起きたときの法的な回復手段の2点からアプローチをいたしたいと考えているものでございます。

続きまして、17分の7ページをごらんください。「伝統的資産とオルタナティブ投資資産の関係性」というところがございます。こちらは、見過ごされている投資市場の洗い出しということで、左下の表をごらんいただければと思いますが、私どもはオルタナ投資とい

うことで、PE、インフラ、不動産の3つの分野に取り組んでいるところでございます。

そして、従来のオルタナ投資というコンテキストでは、エクイティ中心の取り組みが行われていたわけですが、実際にマーケットに存在する市場としては、デットの部分が大半を占めているというのが実態でございます。従来、こうしたデットものについては、銀行や保険会社によって取り組まれてきたところでございます。私ども年金も、こういう分野はやるべきではないかといったことを突き詰めて研究したいと考えているものでございます。

続いて、17分の8ページをごらんいただければと思います。「新たな資産への投資」ということで、こちらもオルタナ関連でございますが、世の中の海外の年金基金においては、PE、インフラ、不動産以外にも、左下に掲げたような農業投資、森林、コモディティといったもの。最近ではクリプトアセットみたいなものも出てきているところでございまして、新しい資産について、ちょっとリサーチをしてみたい。

また、シンセティックオルタナということで、実際、オルタナ資産を積み上げるというのは非常に時間もかかる、また流動性も低い、コストも高いといった課題を抱えながら取り組みを進めているところでございますが、シンセティックオルタナということで、既存の資産を組み合わせ、PE類似のものができないかといった研究も今、出ているところでございまして、こうしたものも突き詰めてまいりたい。

また、クリプトアセット絡みでは、ブロックチェーンの議論も展開できるようにいたしたいということで、幅広いテーマに取り組んでいきたいというのがこのテーマの趣旨ということになってまいります。

続きまして、17分の9ページでございます。「AIを活用した国内債券運用について」ということでございまして、国内債券運用は、足元では未曾有の低金利の中、どの戦略も非常に苦しくなっているということでございます。

私どもは、AIを使っていろいろな運用機関の投資について分析を進めてきたところでございますが、インハウスで実際にこれを実装して運用しようという観点から、31年度につきましては、国内債券について、AIを活用して、実装に向けて研究をいたしたいということで、テーマとして掲げてございます。

続いて、共同研究の部に入っております。17分の11ページをごらんいただければと思います。

まず、最初のテーマが「機関投資家にとってのSDGs」ということでございます。御承知のとおり、我が国は長期的な人口減少に直面しているわけございまして、いろいろな課題が顕在化しつつあるというところでございます。

私どもはユニバーサルオーナーということで、我が国の市場や社会持続性については大変大きな関心を払っているところでございます。

一方で、経団連などがSociety5.0 for SDGsということで、SDGsの全てのテーマに対応できるような構想を掲げているところでございまして、SDGsのテーマには実は人口減少社会

への対応策がアイデアとして非常にたくさん盛り込まれているということで、SDGsと運用の関係性に着目した調査研究を実施しまして、私どもはいろいろな課題を解決するために、アセットオーナーとして、インベストメントチェーンの中で取り組むことによって、ひいては投資収益の拡大にもつながるようなことを研究いたしたいと考えているところでございます。

続きまして、17分の12ページは「位相幾何学を活用した早期警戒指標」ということでございまして、私どもアセットオーナーにとりまして、リーマンショックや大きなクラッシュを事前に予測することができれば、被保険者の利益にかなうというということは永遠の課題であると考えてございます。

今回、ここで共同研究として取り組みたいと考えておりますのは、トポロジー、位相幾何学を活用して分析を進めていって、早期警戒指標を見つけられないかといった、分野としては非常にニッチなところもございましてけれども、非常に新しい分野だと捉えているところでございます。

続きまして、17分の13ページをごらんいただければと思います。GPIFファイナンスアワードは既に2回実施したところでございますが、その受賞者との共同研究ということで、クレジットスプレッド等、外部要因との関係性、それから国際分散投資効果といったかつての受賞者のテーマについて、掘り下げて共同研究をできればということで取り上げているものでございます。

調査研究計画については、おおむね以上でございます。

引き続きまして、今年度の調査研究の中間報告ということで、08「平成30年度委託調査研究中間報告」の資料をごらんいただければと思います。

8分の3ページをごらんいただければと思います。今年度の委託調査、共同研究につきましては、5件取り組みをしているところでございます。上の3つが委託調査、下の2つが共同研究ということになってまいります。

まず、最初の行はESG情報開示の調査研究ということで、世界で流布していますさまざまなESG情報の開示基準につきまして、今、その分類をいたしている。それが大体できたというところでございまして、GRI、IIRC、SASB、TCFDといったいろいろな基準があるところでございますが、ニッセイアセットの分析の結果、SASBが定める開示項目が結構包括的になっているというところまでわかっているところでございます。

今後の展開といたしましては、海外の公的年金でございまして、アセットマネジャーに対するアンケートを通じて、企業にとって効率的かつ投資家にとっても有益なESG開示項目の指標を明らかにしてまいりたいと考えているところでございます。

2つ目のテーマでございまして、運用会社役職員のインセンティブ構造の調査研究というところでございます。こちらについては、海外の運用機関へのヒアリング等々、ようやく実施ができて、日系、外資系それぞれの給与体系、職員のインセンティブ体系がわかってきたという状況でございます。

こちらについては、最終的には運用受託機関の評価の中に、役職員のインセンティブ体系を盛り込みたいと考えているところがございますが、今年度中では、ようやく報酬体系の全貌がわかってきたという段階でございます。引き続き、来年度31年度も継続をいたしまして、31年度は評価基準のあり方にフォーカスをして、研究を続けたいと考えているものでございます。

3つ目のAIを活用した運用機関の投資行動の研究でございますけれども、昨年度は国内株の分析を行いまして、今年度につきましては、目下のところ外国株式の研究に取り組んでいるところでございます。

続きまして、4つ目の債券投資のESGについては、既に昨年4月において共同研究の報告書を発表したところでございます。引き続き、世銀とはエマージングマーケットにおける企業の評価メソッドロジーの作成等のテーマに取り組んでまいりたいと考えているところでございます。

最後のOLGモデルによるマクロ経済予測は、毎年の基本ポートの定期検証に役立てるために、賃金上昇率の分析をするモデルということで取り上げているものでございます。

今年度は、性別・就業形態別の収入の違いを組み込んで、厚労省がつくっている賃金上昇率とかなり近いものをつくればということで、最終報告に向けて研究を引き続き進めているという状況でございます。

簡単ではございますが、調査研究計画、調査研究の進捗状況、私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。

ただいまの説明につきまして、御質問、御意見がございましたら、どうぞよろしく願います。

どうぞ。

○新井委員長代理 AIについて2つあるのですが、一つがAIを活用した国内債券の運用ということなのですけれども、国内債の場合は、非常に多様性に欠けているということで、調査研究でAIを取り上げても、国債が9割以上というマーケットで、アメリカのように社債などのクレジットものの残高が高かったり、モーゲージがあったり、さまざまなオプション的な条項がついている仕組債があったりという世界と違います。インハウスということで、国内債に限るということですが、AIの強みが発揮できるリサーチの対象のかなと疑問に思う。

あと一つは、長期と短期を比べたら、AIは短期のほうに非常に強みがあるということが言われています。これに絡むことでは、例えば日銀総裁の記者会見の表情分析のような応用研究の報告をある研究会で聞いたことがあるのですが、このような応用はGPIFの長期運用という観点からすると、違うのではないかと思う。そうしたものと違う研究を行うのでしようけれども、長期運用を行っているGPIFにとって、短期のいろいろな分析、トレーディング的な側面について強みを持っているAIを活用するというのがフィットするのかな

という点について疑問に思う。

もう一つは、共同研究についてなのですが、その中で位相幾何学を活用した早期警戒指標ということが挙がっているのですけれども、なぜ位相幾何学に絞り込むのか、私は詳しくないのですが、聞いているところだと、位相幾何学を応用した研究をしている人もいるらしいのですけれども、今後大きな発展が期待できるような研究成果が出ているということも聞かない。そういうことで、あえてこのように絞り込んでいる理由は何なのか教えていただけたらと思います。

●陣場調査数理室長 位相幾何学のほうから申し上げますと、確かにこういう早期警戒指標ということに関しまして、ビッグデータを使ったり、AIを使ったりといった研究が主流であることは、私は重々存じてございます。

そして、そういう分野については、私どもが採用しているような運用機関が大々的にやっているケースが多くて、私も前職の市場運用部長時代にそういった運用機関の話は重々聞いてございまして、そういうAIとかビッグデータを使って大々的にやる分野については、運用受託機関にお任せをして、その中でいいものを採用すればいいのかなと考えているところでございます。

今回、位相幾何学のほうが残ってきたのは、やはり運用機関でもこういうことに取り組んでいる例もなく、非常にノベルティーと申しますか、新規性が高く、かつ、大学の先生方が非常に小規模でやっているような分野ということで、こういうニッチな分野こそ、私どもが少し費用も負担しながらやっていくのが、意義が深いのかなということで、今回、掲げさせていただいたところでございます。

○平野委員長 いかがですか。

どうぞ。

●水野理事 AIの件については、前回のソニーの調査は、いわゆる委託運用をベースに、委託運用先の運用会社の投資行動が、私たちが理解している運用のスタイルと正確に合っているか。あるいはどういう状況においてディベートするか。要するに、委託運用をベースに使えるAIを試行してみました。

今回もう一つ、運用そのものにAIを使うという議論の中で、先生がおっしゃったとおりで、世の中で使われているのは、どちらかといえば短期の目線、他人よりも早く情報を得る、あるいは他人が気がつかないビッグデータのパターンを解析するというものですが、多分、GPIFがやらなくても、勝手に世の中でどんどん競争されて、いいものが残っていくことになると思うのです。

例えばGPIFのような長期の投資家がAIをどう活用ができるのかというのは、そもそもニーズがマーケットにないので、GPIFが自ら試してみる価値はあるのではないかと思います。

あと、私たちはインハウスでやっているのですが、同時に、外部のマネジャーにも委託をしておりますので、彼らの運用パターン解析を、ソニーのものは運用パターン解析をマネジャーの評価に使うということだったのですが、それをGPIFのインハウスの運用にノウ

ハウとして生かせないかというのを今回チャレンジしてみようということですので、おっしゃるとおりで、国内債券が一番ふさわしいとは思わないのですが、現実として、GPIFがインハウスを行っているのは国内債券しかありませんので、どちらかといえばそちらが制約要因になります。

ソニーのときもですが、始めてみないとどのぐらいのものができてくるかわからないのですが、ソニーの研究を通じてかなり我々はAIの知見が高まったということと、運用会社とのコミュニケーションも極めてよくなったとっておりますので、引き続き、AIに関しては、先ほどマッピングで注力したエリアというのがあったのですが、AIの活用というのは人手不足というのがありますし、トライしていきたいということで、新井先生がおっしゃったようなところは私も同意していて、本当はこの資産クラスで特にやりたいわけではないのですけれども、今はこれしかインハウスがありませんので、そこはちょっと消極的な選択だと理解していただければと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○加藤委員 2つ教えていただきたいのですけれども、一つは研究の受け入れ体制です。要するに、今おっしゃったようなAIの話も、GPIF側に十分なリソースがないと、消化不良になってしまったり、わからないまま、聞いたけれども、そのままレポートをもらって終わりになってしまうということもあるだろうと思いますので、受け入れ体制についてどうお考えになっているか。

もちろん、この研究を提案された方が責任者になるのでしょうかけれども、十分な受け入れ体制があると考えているのかということが一つ。

もう一つは、評価なのですけれども、例えばソニーのものでも何でもいいのですけれども、研究が終わった後、基本的には利用するわけですね。もちろんスタッフのレベルの向上という目的もあるだろうと思うのですが、基本的には利用するということだと思います。うまく利用されているということ、例えば経営委員会としてどういうふうに評価できるのかということについて、教えていただきたいのです。

●水野理事 評価については毎年一度、経営委員会の方々に報告させていただいているのですが、特に去年はソニーの結果というか、ファインディングが、委員の方々もとても興味があるということで、別途説明会をさせていただいたりしましたが、そういうことをやっています。

ソニーの場合は、前向きな結果が出たので、去年はサンプル100でやっていたものを、ことしは全銘柄でやってみる。そうしないと最終的には使えませんので、そういうステップを踏んでいっています。

まずは最初はコンセプトの研究をしてもらって、次にそれが実務用に耐えられるかというところをテストして、最後は、本当にシステム的にGPIFのスタッフの作業とリンクさせなければいけないので、そういう意味では、ホップ・ステップ・ジャンプぐらいありまして、その進捗度合いは、途中で急激に進歩すれば、逆にハイクラスプロブレムで予算が足

りなくなることもありますので、そのときはまた予算の申請の議論をさせていただきます。そうでなければ、1年に1回、どれぐらい進捗したかということをお話して、また追加の予算を申請することになるので、その過程で見ていただければいいのではないかと思います。

あと、内部リソース問題というのは、加藤委員がおっしゃるとおりで、重要な問題です。例えば、ソニーのプロジェクトなどは、本当はGPIFのスタッフをフルタイムに入れて、一緒にやったほうが知見はたまるのですけれども、私たちにリソースを割ける余裕がないので、それを今やっています。

ソニー側からは、入れてくれたほうがもっとお互いにメリットがあると言われているのですけれども、そこは残念ながら今うちがあるリソースでやっているのです。

ただ、実は数年前までの委託調査研究や共同研究というのは、GPIFの中のスタッフがついていけるという前提でやっていたので、余りおもしろいテーマがなかったのです。

今やっているものの多くはとは言いませんけれども半数以上は、GPIFのスタッフとしては基本的に全く知識もないしリソースもないけれども、だからこそ共同研究や調査委託として外に出してやっていくということでやっていますので、昔は共同研究は内部のスタッフが、知見があって一緒に研究できるというものしかやっていなかったものですから、割とフォワード・ルッキングではないものが多かったのですが、今はそこは思い切って、うちにリソースがなくてもトライしてみる。

○加藤委員 でも、例えばAIのシステムをつくったとき、後でメンテナンスしなければいけないわけですね。

●水野理事 メンテナンスも外部にやらせるかもしれませんが、内部に取り込むかもしれないのですけれども、それはその過程でふやしていく話であり、今の段階で人を先にそろえるというのは、私たちの場合はなかなか難しいので、常にリソースが後追いにはなると思います。

○加藤委員 ただ、ある程度内部に専門的なリソースがないと利用できないだろうと思うので、結果について委託先にいちいち聞かないと理解できないというのも問題でしょうから、その辺はバランスの問題だと思いますので、気をつけてやっていただきたいと思います。

●水野理事 ありがたいお話であり、こういう調査委託研究をするときには、経営委員会の方々には逆にこれがうまくいくと、ある程度人がいないと成果は使えないなということを意識していただければありがたいと思います。

○加藤委員 あとは、評価は年1回、1時間ぐらいで報告を聞くのはそれでいいと思うのですけれども、多分それだと、そこで報告を聞いて、レポートを紹介してもらっておしまいになってしまうと思います。それが後で、運用としてこれだけ成果が上がったということは、それはそれでぜひ紹介していただければと思います。

例えばAIによるスタイル分析で言えば、このシステムによって、これまでのスタイルの

分析の方法よりも、これだけ付加価値がついたということ、どこかで紹介していただく  
といいと思います。

●水野理事 できるだけ早くそういう日が来るといいなと思うのですが、今はまだ  
その段階にあるものが余りないのです。ただ、過去の研究で実際に基本ポートフォリオ  
やいろいろなところで使ったものもありますので、パフォーマンスと直接的に比較が  
できるものがあれば、できるだけ早期にお見せしたいと思います。

○加藤委員 研究は、新しいテーマをやるときは評価がなかなか難しいと思います。先ほ  
どのトポロジーの問題も、私も新井さんと若干似ていて、えっという感じなのですけれど  
も、ひょっとするとおもしろい結果が得られるかもしれないので、それは一つありかなと  
は思うのですが、やはり評価しないと、野放図にそういうものが出てきてしまう可能性が  
あるので、それを1年後にどうだったねという評価はそれなりにしたいと思います。

●水野理事 そうであれば、報告のときに、1年たってみて、これがどのぐらいのタイミ  
ングで実用性の可能性があるとか、実用化するのであれば、こういうことが追加で要  
るみたいなものを報告の一部として、結果こうでしたという報告に加えてするようにさせ  
てもらえればいかと思います。

○加藤委員 いろいろと御検討いただければと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○根本委員 余り時間もないと思うのですが、2つほど御質問として、ESG投資の  
ところで、非常に効果とか実証分析というのはまだ少ないので、研究価値は非常に大きい、  
経営委員会にとっても重要な情報かと思うのです。そして、世界銀行は非常に定評があ  
って、そのレポートも客観的で大変すばらしいと思ったのですが、一方、債券も発行され  
ているところですし、割とソブリンやレイベルは知見がありますけれども、社債というの  
はどこまであるのかと。そういう意味で、ほかに研究所とかを管理された何かパートナーが  
あるのかというのを伺いたい。

あと、先ほど話題に出たソニーの研究で、私も伺って非常に有用だと思ったのですが、  
これは他の年金にしろ、例えば地域金融機関とか、リソースが少なく運用しなければい  
けない機関にとっては、すごく重要な研究かと思うのです。これは企業秘密というものな  
のか、あるいは社会に少し還元していったりするのか、もしくはそういうところのリソー  
スを、逆にかりてくるとかはできないのかを伺いたいのです。

●水野理事 世銀のほうは、前回の調査の中で出てきた幾つかの問題意識をそのまま継続  
してやりましょうという世銀との約束の中でやっているのです、社債については、なかな  
ノウハウがないということであれば、次はほかのところとか、追加でほかのところとい  
うことになってくるのかなと思います。

ただ、今のものは、前回出てきたポイントをさらに深掘りするような研究だということ  
になっているということです。

世銀のコンフリクトに関しては、GPIFが投資家として入ることによって、レポートのニ

ュートラル性が高まっているという効果もあって、マーケットから利用してもらっているということもあるので、そういう形のストラテジックなパートナーシップを継続していきたいと思っています。ソニーについては、海外のアセットオーナーからも、これが実用化されるのはいつなのか、自分たちも使いたいと既に言われています。GPIFが全ての権利を持って、公的なものとして使わせるということは不可能ではないのですが、そうするととてつもなくコストがかかるので、ソニー側にもある程度、知財を認めないと、彼らも投資ができないので、今回、委託調査については、ソニー側にも知財が残るような形でやっています。

これはもう少し先の段階なのですけれども、使えるようになったら、ほかのアセットオーナーも使いたいと言ってくる可能性は結構ありますし、そのときに、余りハイコストではない形でシェアできるようなものを、GPIFとしては模索しなければいけないと思っています。

今の段階では、まだそこまでは行っていないということです。ただ、問い合わせは結構いただいています。

○根本委員 わかりました。ありがとうございます。

○平野委員長 よろしいですか。

どうぞ。

○新井委員長代理 今の水野さんの話に関連して思ったのですがすけれども、似たような研究をかつてやっていた人間として思いますのは、アクティブ運用機関の取引データのような、外部の人間には手に入らないような非常に貴重なデータをソニーに提供して、研究を行っているわけであります。今、おっしゃったように、将来的にはソニーにも一定の権利を与えるということになりますと、1億円を超えている研究予算について交渉余地があるように思います。価格交渉でこういう貴重なデータをGPIFとしてソニーに提供して、将来的にはソニーのビジネスになる可能性もあるのだから、価格交渉もハードネゴすべきではないかと今、ふと思ったのです。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 世の中からはもうHardest price negotiatorだと思われています。多分、ソニー側からしてみると、昨年の価格もほとんど持ち出しだというつもりでやっているとは思いません。

そこは、1億という価格がどういうことかということなのですがすけれども、今、こういうAI系の技術者を雇って、システムをつくらうとしても、それこそチップを買うことすらできないというマーケットなので、彼らは、少なくともこれを収益事業としては考えていません。逆に言うと、コストが少し足りないぐらいでGPIFにはやっているというふうには彼らは思っていますし、私たちもそう理解しています。

正確に申し上げますと、ソニーコンピュータサイエンス研究所なので、今のところ、収益業務としては彼らの中でも認識されていないですから、1億円というのは、私は全然高い

とは思わないのですけれども、今後、将来に向かってはどうやってお互いのバリューをブラisingするかということは議論しなければいけないと思いますし、そこは結構厳しくやろうとは思っています。

○平野委員長 どうぞ。

○中村委員 短期的な事業としての投資とは考えていなくて、多分、10年のスパンでビジネスを立ち上げようと考えていると思います。

通常、知財を共有するというのは、その知財を使ってビジネスをやるときに、一定料率の知財収入が入ってくるのが普通のビジネスモデルだと思います。

知財を共有している場合には、両者が勝手に使っていていいということではなくて、使うときには当然ながら相手方のアグリーがなければいけない。そのときに、どういう条件なのかということをつくり上げていくというのがいいのかなと思います。

そんな大したお金になるかどうかはわからないが、外注する最初の投資の購入額をハードネゴするというよりも、将来、定量的に入ってくるようなビジネスモデルを一つつくっておいてもいいのかなと思います。

もう一つは、AIが一般的になった場合には、方程式ができるので、その方程式がなかったときにはいろいろな活動があったのが、結果が分かるのでみんな行動が同じようになり、今までとは違う結果になってしまうので、ループしてしまいそうな気がします。

みんなが使えばです。方程式が一つだったら、インプットしたらアウトプットは一緒になるので、みんな同じ行動をし、結果が想定と違う格好になる。みんなが違うものを使っていれば、アルゴリズムが違うのだから、結果は違うだろうと思うのですが、その辺はよく見つつ、このAIを使ってこうなったという入りと出だけではなくて、なぜこうなったかという論理が一緒についてこない、使えないだろうと思います。

今のAIで問題なのは、データを入れたら結果が出てきて、なるほど合っているなどいうのだけれども、なぜ合っているかがわからない。みんなが使い始めて、違うことが起き始めると、なぜかというところを把握しておかないといけないので、きちんと論理づけるように言うておかないと、それがずっと使えるかどうか分からないから、そういうものを入れられたらいかがかなと思います。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 今の中村さんの話は、アカウントブルAIの話だと思うのですけれども、多分、アカウントブルなAIが出てくるのもうちょっと時間がかかると思うのです。

それまでの間は結局何が起きるかということ、私たちはAIに任せて自動運転をやらせてみたいと思っているわけでは全くないのです。今までやったものは、運用会社の評価にAIを使えないかということですし、国内債券のAIは、私たちが持っているほかのマネジャーのトレードから出てくるパターン解析などをGPIFのインハウスの運用に生かせないかということなので、この段階においては、アカウントビリティーは使用する人間が担保することになると思います。

そのうち、2030年ぐらいまでにアカウンタブルなAIができて、AIが自分のアルゴリズムを説明してくれるとなると言われているので、そうなるまでは、いずれにしる人間側というか、うちのスタッフ側がその責任を持つということだと思います。

○平野委員長 いかがですか。

どうぞ。

○高橋理事長 新井先生から、国内債のAIの活用のところについて御意見をいただきましたが、本当におっしゃるとおりでありまして、水野も申しあげましたとおり、そんなにおもしろくないとは思うのですけれども、現実には、この先を考えますと、引き続きマイナス金利で10年まで、マーケットとすると完全に死んでしまっている状況の中で、でも、恐らく40兆とか50兆とか持たざるを得ない中で、ヘッジ外債だとか、いろいろな運用は工夫しているのですけれども、国内債券として位置づけられるものについて、AIも使って何か工夫することで、例えば1ベースでもうまく運用できると、40兆なので、年間40億違うということになります。市場とするとチャンスは少なくとも、引き続き国内債券の状況を考えて、少なくとも来年度、次に基本ポートを変えるときも持っておいたほうが、ここはお金をかけて、いろいろな知見を集めて検討したほうが良いと思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

○堀江委員 1個質問と、2つ意見があります。一つ質問したいのは、運用受託機関の役職員の報酬体系は継続になっているのですが、これはもともと継続が前提だったのかどうか。

この調査研究のスタート時において、私は内容について本当に役に立つかどうかかなり厳しく言った記憶があります。PDCAサイクルを回す観点でも、3月末の段階で実際に運用評価のプロセスの中に組み込みたいということなので、実際に3月末に出てきた結果が本当に組み込めるのかどうかをよく検証していただいて、プラス作業をすれば、組み込めるという確信があれば継続してもいいかもしれませんが、継続前提ではなかったと記憶しており、きっちり執行部の中で検証した上で、やっていただきたいというのが質問と意見です。それが一つ。

もう一点、伝統的資産とオルタナ資産の関係性、山田次長からもよく伺った点ですが、非常にチャレンジングなテーマだと思います。伝統的資産でも、パフォーマンスの良い運用会社は、事業会社を輪切りにして、株とか債券といった資産クラスごとにサイロ化して組織構成するのではなく、全体のキャピタルストラクチャーを考え、チーム横断的に投資を行っているところがパフォーマンスが良いと私は理解しています。

そういう意味で、資産クラスを超えて投資を見るのは、超過収益を生む上では非常に重要なポイントです。同時に、このような組織設計自体が運用ノウハウに属することなので、調査研究を受託する機関が3000万ぼっちの費用で、調査を実行することがかなり難しいのではないかと。またかなりノウハウに属する項目なので、内容を外に出すということもな

なかしてくれないのではないかと考えています。その意味で、これは難易度が非常に高いと私は認識しています。従って、金額が3000万で受けてくれるものだったら、中身が役に立たないのではないかと。その辺は、中身をよく見た上で検討していただきたいというのが2点目です。

3点目は、新たな投資対象資産の拡大は、良いことですが、今のオルタナの3資産でインフラとPEと不動産で成果を上げている段階で、新たに今またそれをふやしてプラスアルファ資産拡大の研究をする必要があるのか、私は疑問だと思っています。これは意見です。

●陣場調査数理室長 まず、マーサーの委託調査の件なのですが、こちらについてはそもそもデータを出してくれないような先もたくさんあったわけですが。その中で、現地にヒアリングに行って、ようやく何でこんなものを出さなければいけないのかという人たちに対して、これこれこういう理由で我々は知りたいのだということで、信用させてデータをいただいてということで、ようやくそれぞれの考え方の違いがようやくわかってきたというのが現状でございます。

これは当初の計画からすると若干想定外の部分があったのですが、年度内で評価基準への落とし込みまではちょっと難しいなという状況になってきたのが正直なところでございます。

それから、伝統的資産とオルタナの関係性については、おっしゃるとおりでございます。こちらはなかなか手を挙げてくれる人がどのくらい出てくるかどうかはこれから公募も打ってやってみる中で、しっかりやっていきたいなと。

ただ、私の問題意識としては、オルタナでもデットが取りこぼしになっている可能性があり、また、伝統的資産のほうでもハイイールドのオフベンチとしてバンクローンをやったりということで、どこかで整理をしないと無秩序になっている部分もありまして、チャレンジなテーマではありますけれども、取り組んでまいりたいと考えているところでございます。

それから、新たな資産なのでございますけれども、確かにPE、不動産、インフラでも、少ないリソースの中で一生懸命やっているところで、なかなかほかの資産もという状況でありますけれども、新しい資産に対する勉強は我々は欠かしてはいけないところかなということで、そういう観点でぜひとも取り組んでいきたいなというところでございます。

●水野理事 追加でよろしいですか。

まず、新しい資産は今、陣場が申し上げたとおりのことなのですが、この中でも例えばブロックチェーンなどは、GPIFの事業にどうやって生かせるかということについて、ある程度の知見がないと、これから資産管理のシステムや情報システムを考えていくときに、技術の方向性に合わせていかなければいけないとか、そういう意味合いもあるので、一石二鳥的な目的がありますし、特にシンセティックは、オルタナがなかなか積み上がらないという現状と、オルタナのコストの把握という意味でも、こういう研究をしたいという、どちらかといえば、もう少し現実的なニーズがあります。

報酬なのですけれども、実際、陣場が申し上げましたとおり、なかなかインタビューなどで時間がかかったというのもあるのですが、私たちGPIFと運用会社のアラインメント、長期のインセンティブ設計というのは、かなり鍵になるノウハウだと思っております、そういう観点では、5000万は高いとおっしゃるかもしれないのですが、GPIFの年間のアセットマネジャーに払っている手数料が500億円ということを考えると、1000分の1でありまして、これは十分かける価値があるようなノウハウが、現時点で収集されつつあると思っておりますので、そのまま単純に継続するというを言っているわけではないのですけれども、この作業そのものはもう少し継続させてもらいたいなと思っております。

一度終わったところで、いずれにしろフィードバックはしますが、やはりことしもここに関しては必ず追加で投資をしたいと考えています。

○平野委員長 ほかにございますか。よろしゅうございますか。

私のほうから一言。これは最初に陣場さんから御説明があったように、予算審議に向けての予備的な議論ということで、いろいろとまとめていただいて、本当にありがとうございます。

ただ、これについては今後も折々議論させていただいたほうがいいかと思っております。調査研究の根拠は中期計画に明確に載っておって、調査研究業務の充実と。これは付随業務なのだけでも、高度で専門的な人材を活用した法人内部での調査研究を拡充できるような体制の整備を図って、これを将来の運用に生かしていくと書いてあるわけです。これを予算的、人力的にどういうふうにGPIFとして具体化していくのか。結構大きな問題だろうと思います。今の議論の中でも、そうした論点に加藤さん初め何人の方から出されたけれども、その辺も意識されて、少し中長期的にこの辺の業務をどう考えていくのかということについて、またどこかでイメージのすり合わせなり議論をさせていただければと思います。

どうもありがとうございました。

それでは、次の報告事項に参りたいと思います。「外国株式のマネジャー・ベンチマークについて（2）」、執行部から報告をお願いします。

●大石投資戦略部長 それでは、ファイル番号09「外国株式のマネジャー・ベンチマークについて（2）」をお開きください。

本件は、昨年4月の経営委員会で御報告した案件のフォローアップとなっております。

2ページにございますとおり、中国A株は昨年5月末からMSCIの旗艦指数に組み入れられておりますが、規制上の問題、具体的には売買が停止される銘柄が多く、その運用も恣意的であるということ。それから、ストックコネクトは市場全体のネットの買い越し/売り越し額に上限があり、個々の運用受託機関では対応できないということ。さらに、QFIIとRQFIIの認可には時間がかかり十分な投資枠を確保できない可能性があることから、執行部としましては、機械的に購入せざるを得ないパッシブ運用のマネジャー・ベンチマークからは中国A株を除外しまして、1年後またはFTSEもしくはS&Pの旗艦指数に中国A株

が組み入れられた場合に、その対応方針を再検討することとしました。

このうち、FTSEにつきましては、3ページでございますとおり、昨年の9月、旗艦指数に中国A株を組み入れることを発表したため、執行部として対応方針を再検討いたしました。また、4ページでございますとおり、MSCIにつきましても、現在は浮動株調整済み時価総額の として、組み入れ比率を段階的に まで引き上げる方針としており、現在、投資家にコンサルテーションを実施しているところでございます。

次に5ページ目は、外国株式パッシブ運用のマネジャー・ベンチマークから中国A株を除外したことによるパフォーマンスへの影響を検証したものとなります。

昨年の5月末からMSCIの旗艦指数に中国A株が組み入れられまして、外国株式の評価ベンチマークにも中国A株が組み入れられることとなったわけですが、執行部としては、外国株式の大宗を占めるパッシブ運用のマネジャー・ベンチマークからは中国A株を除外したため、これら2つのベンチマークに乖離が生じております。

5ページの左側のグラフでございますとおり、昨年5月末から12月末までの間、中国A株は外国株式の評価ベンチマークであるMSCI ACWI（除く日本）を大きく下回って下落しましたので、外国株式パッシブ運用のマネジャー・ベンチマークから中国A株を除外したことは、パフォーマンスにはプラスに寄与しております。

ただし、評価ベンチマークにおける中国A株の割合は、昨年12月末時点で にすぎませんので、パフォーマンスへの寄与率は、0.01%にとどまっております。

次に、先ほど申し上げた売買停止の問題、ストックコネクトの問題、QFIIとRQFIIの問題について、昨年4月の経営委員会で御報告して以降の状況を改めて御報告したいと思っております。

まず、6ページの左側のグラフをごらんいただきますと、MSCIの指数に含まれる中国A株につきましては、2015年をピークに売買停止件数が減少しておりまして、昨年9月末時点で売買が停止されているのは小型株の2銘柄のみとなっております。

また、右側の表をごらんいただきますと、上海と深センの証券取引所は、これまで恣意的に運用されていた売買停止につきまして規制を強化するガイドラインを発表しており、これらの規制が有効に機能すれば、恣意的な売買停止の運用状況が改善する可能性が出てまいりました。

ただし、7ページにありますとおり、ストックコネクトを通じて投資をした中国A株の売買が停止された場合に、MSCIのインデックスからは50日後に除外されますけれども、ポートフォリオで実際に保有している銘柄は売却することができませんので、投資家がリスクを負担しているという根本的な状況に変わりはありません。

次に、8ページはストックコネクトの状況となります。先ほど、ストックコネクトには市場全体のネットの買い越し/売り越し額に上限があると申し上げました。8ページの左側のグラフの青色の線が、ネットの売買高を示しており、同じグラフの赤色の線が上限を示しておりまして、昨年5月に上限が4倍に引き上げられました。

MSCIの旗艦指数に中国A株が組み入れられた際の需要予測と実際のネットの買い越し額は、9ページの表にあるとおりで、

流動性に特に問題はありませんでしたが、先ほど申し上げましたとおり、MSCIは組み入れ比率を から に引き上げる方針としており、将来的にはさらに引き上げられる可能性もありますので、その際に、流動性に支障が生じる可能性はまだ残されているという状況でございます。

10ページは、QFIIとRQFIIの状況となります。昨年5月に李克強首相が来日した際、RQFIIの投資枠を200億元（約3兆2000億円）に拡大しまして、メガバンクがその投資枠を取得したという報道もございましたが、その額は30億元（約480億円）にすぎません。このため、GPIFのパッシブ運用において十分な投資枠を確保できないという可能性は依然として高く、また認可に時間がかかるという状況にも大きな変化はないと思われまます。

以上の論点をまとめたのが11ページになります。

対応方針に書かせていただいたとおり、各論点につきまして一部改善は見られるものの依然として根本的な問題は残されておりますので、執行部としては引き続き状況を注視することとしたいと考えております。

なお、MSCI、FTSEに続きまして、S&Pにつきましても、今年9月から旗艦指数に中国A株を組み入れることを最近発表いたしました。したがって、規制の枠組み等をさらに精査をし、執行部として対応方針を再々検討したいと考えております。

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。

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す。

本報告事項につきまして、議事概要のまとめ方でございますけれども、市場への影響に配慮いたしまして、報告があったということのみにいたしたいと思ひますが、よろしゅうございますでしょうか。

それでは、議事概要のまとめに際しましては、今、申し上げたようなことで取り扱うことにいたします。

次の報告事項に参ります。報告事項3「平成30年度第3四半期運用状況統報（速報）」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 資料は「2018年度第3四半期運用状況（速報）」とあります。

これは、今月1日に既に公表しておるものです。

1ページを見ていただきますと、一番上の表の左側ですが、第3四半期としましては、期間収益率マイナス9.06で、収益額もマイナス14兆8000億ということになっておりまして、過去最大であったということですのでけれども、下のグラフの左上のほうにございますように、累積で見ますと収益率はプラス2.73、収益額につきましても累積で見ますと56.7兆円とい

うことになってございます。

以下の資料は既に公表済みでもありますので、説明は省略したいと思います。

私からは以上です。

○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どうぞよろしくお願ひします。

どうぞ。

○中村委員 知らない間にニュースに出ていたではないですか。あれは発表してから出たのですか。

●水野理事 証券会社がいつも出していますが、あれはアナリストの予測です。

●鎌田企画部長 漏れたわけではない。

○中村委員 アナリストが計算すると出るということですか。

●鎌田企画部長 大体インデックスでわかります。

○中村委員 累積ではプラスだとテレビや新聞でも言っていましたが、第3クォーターでのロス14兆のマイナスが出たとセンセーショナルに出てしまっていました。累積の運用はプラスだというのは、つけ足しのように言っていて、そのためにまたすごく無駄な時間を使わなければいけないような気がするのです。もうすこし発表の仕方、何かないのかなと。

これはいつ発表したのですか。

●鎌田企画部長 2月1日です。

○中村委員 例えばその先の話ですが、1月末現在で言うとかかなりマイナスは吸収されただけです。もとに戻ったとはいえないけれども、そんなに心配することはないと言えないものか。要するに、米中の貿易摩擦だとかいろいろなネガティブな話が出て、これは大変なことになるかもしれないというタイミングが12月末なので、聞く側にとっても、物すごく株は危ないと想起させてしまうのではないかと心配しました。出すに当たっては、結果だけを淡々と言うのではなくて、もうすこし検討して言ったほうがいいのではないかと思います。

いかがでしょうか。

●水野理事 5年前から苦労してきましたが、今回は信じられないほどうまくいったと思います。そもそもプラスがありますなんて書いてくれたことがもう画期的でありまして、それは長期運用だと高橋理事長もいろいろなところで言っていますし、ESG活動によって、一般世論のうちに対する見方がかなりサポーターティブになったということは確実にあると思います。

●鎌田企画部長 過去最大のマイナスだったので、過去最大の電話のお叱りとかもあるかと思っただけですけれども、主に企画の若い者にやってもらったのですが、思ったほどではなかったと思う。もちろん全然ないわけではないのですけれども、そんなでもなかったな

と思っています。

累積ではプラスだということも述べていますので。

○平野委員長 新聞は2誌しか読んでいないけれども、両方とも載せていますね。これはかつて載せてくれなかったということはあるのですか。

●三石理事 実は3年半ぐらい前、私がこちらに移ってきたときにいきなり記者会見をさせられたのはチャイナショックの後で、そのときはまさにマイナス8兆円の赤字だったのですが、そのときはテレビのニュースのトップですし、新聞でも一面に「過去最大の赤字 マイナス8兆円」という形で書かれましたし、議事概要をつくるときはちょっと気をつけていただきたいのですが、私の周りも週刊誌とかいろいろなところで、お白洲に座らされた三石審議役云々みたいな感じで書かれました。その後、国会にも、ちょうど今の統計不正問題と同じように、連日連夜、年金局の方と一緒に呼ばれて、説明もさせられた。

そのときには、最初は第3四半期のことしか発表しようとしていなかったのですけれども、そのころから累積収益と一緒に発表するようになってきて、長期目線で見れば累積収益こそ重要なのですよということを御説明しましたけれども、なかなかマスコミの方々は四半期の数字しか報じてくれないというところを経験した者からすると、先ほどの水野ではありませんけれども、今回はかなり抑えて報じていただいたなという感じがいたしました。

○新井委員長代理 表現なのですけれども、マスコミでは赤字と言っていますよね。あれは何とかならないのですか。大部分は評価損なわけです。

●三石理事 記者の方に言わせると、評価損というのは一般の方にはわかりづらい、したがって赤字だという捉え方です。

○岩村委員 先ほど中村委員がおっしゃった点、現時点ではこうですというのをおっしゃっているのではないのですか。

例えば、発表時点で回復していれば、実は6兆円分は回復しましたとか、そういうふうにおっしゃっているのではないのですか。

●水野理事 それは逆もあり得ますので。

○岩村委員 それはそうだけれども。

○中村委員 そのリスクもある。

○古賀委員 こういうのは、事実をきちんと言うしかないですよ。

○岩村委員 事実ですからね。

○高橋理事長 四半期開示のところにつきましては、前回は数字がよかったのですけれども、前回から基本的には記者会見はしない、数字だけ、よくも悪くも同じフォーマットでずっと出します。語尾の終わり方も、幾らですから累計は幾らですというのをずっと出して、理事長コメントも、終わりは長期目線でやっていきますというのを、年に1回は記者会見をしますけれども、あとの3回は同じフォーマットでやっていて、今後もずっとやっていこうと思っていますので、これから先も、こういうことが起こればいいときも悪

いときもその時点での数字が同じフォーマットで出てくるだけというようにして、四半期には一喜一憂しないというように持っていきたいと思っています。

ただ一点だけ、今回はお気づきかもしれませんが、私としてもありがたかったのは、官邸のほうで、西村副長官がわざわざ記者会見のときに、14兆の赤字はどうですかということに対して、評価損が上下することはありますが、年金の安定には全く問題はありませんとおっしゃっていただきました。国民の皆さんが心配していたのは、別に運用がうまくいくことではなくて、大丈夫かといったときに、政府が大丈夫ですということをおっしゃっていただいたのは大変ありがたかったと思っておりますので、厚労省ともうまく連携をとりながら、少しずつ実績をつくっていかうと思っています。

○中村委員 最近、いろいろな資料に高橋さんの名前が出て、いろいろと記事を書いているので、発信力が出てきているのは非常にいいことだと思います。

もう一つは、以前話題になったと思いますが、日本の年金制度は賦課方式になっていて、実はこの運用から期待されている財源としては全体の年金制度の一部でしかない。だから、今回、10月1日から消費税が上がるわけです。年金と、もう一つそばにある健康保険や社会保険までがセットになっている中で、どういう位置づけにあるのかというのが表に出ない、運用だけでバツをつけたいと思っている人は簡単につけてしまいます。発信を厚労省もやる、財務省もやる、官邸もやると連携して、経団連などの企業側も発信していくといいと思います。累計では運用収益が56兆もあって、結構頑張っていますというのは結果で出ればいいと思いますが、不満は見えない将来に対する不安から来るので、全体を示せるような発信の仕方をしていくといいと思います。

ESG投資で100年の計でやっているの、たったの3カ月でマイナスとかプラスと言ってしまうかもしれないというのはだんだんと伝わっていくのではないかと思います、全体の国の制度の中で、成果をあげていると言っていただけであればいいと思うので、よろしくお願ひします。

○平野委員長 ありがとうございます。

今、中村さんがおっしゃった点は、業務概況書にいろいろなことを載せて、あれをどう活用するかということでもあるかもしれません。

それも含めて、いろいろと工夫の余地があると思いますので、また適宜、議論をさせていただければと思います。

ありがとうございます。

次の報告事項に移ります。「運用リスク管理状況等の報告（2018年度第3四半期）」について、執行部から報告をお願いします。

●西原運用リスク管理室長 それでは、11、報告事項4「運用リスク管理状況等の報告（2018年度第3四半期）」をお開きください。

おめくりいただきまして、28分の2から御説明させていただきます。

運用実績のところは先ほど御説明がありましたので割愛します。

右側に移ります。複合ベンチマーク超過収益率ということで、ここの部分は中計で御案内のとおり分析をするということになっています。

今年度中期でいいますと、現状マイナス32ベースポイント。そのうち、その資産配分要因と個別資産要因ということで、このような結果、現状ということになってございます。

下の個別資産の超過収益の状況でございます。こちらは年度ベースでは確保することに努める。中計では確保するという記述にはなっておりますけれども、現状ではこのような状況になっているということでございます。

左のほうで、オルタナティブ資産はごくわずかでございますが、まだ0.21%程度ということで、5%の上限ということを確認しているところでございます。

28分の3、超過収益率のところなのですが、先ほど来お話がありますが、第3クォーターでこれだけ下落したということで、リスク管理のほうでもいろいろ分析しているのですが、2つございまして、一つは国内債券については、金利がわずかながらということではあったのですが、この下落局面、今回の局面でも逆相関が働いて、その部分ではプラスだったということを確認しております。

2点目といたしましては、書いてございますが国内株式なのですが、いわゆるスマートベータとのプラス寄与と書いています。こちらの下のところで言いますと、RAFIの部分ですが、これはスマートベータということで、トピックスは下落するのですが、そういういわゆるスマートベータ、ESG的なもの、こういった指標については、長期的な安定ということもそうなのですが、ダウンサイドリスクといったことを考えた場合に、言われていますように、ダウンサイドリスクには強いということが言えるのかと今のところ分析しているところであります。

28分の5に移りまして、基本ポートフォリオとの乖離状況ですが、3クォーター末で株が下がりましたので、真ん中の上でございますが、  
したと  
いうことでございます。直近ではまた接近度合いといったものが解消されている状況でございます。

引き続き、右側の推定相対リスクのところにつきましては、定位で推移しているということを確認しております。

28分の8以降につきましては、今回のこの四半期の御報告からやや資料を追加させていただいているところでございますが、まだ十分に分析できていない中で、このような形で披露させていただいているところであります。

例えば28分の10をお開きいただきますと、推定トラッキングエラーを要因分解しているのですが、一つが、右上に書いていますアクティブエクスポージャーということで、いわゆる国内株式のベンチマーク、トピックスに対して、青がオーバーしているのか、アンダーしているのかといったところでお示ししているところであります。

一方、オレンジと申しますか、赤で書いてあるところがリスクコントリビューションということで、現状のトラッキングエラーの乖離のリスク寄与度といったものをこちらであ

らわしているということになります。

例えば、2段目のスタイル分析をしている中で、2段目にボラティリティと書いてございますけれども、こちらは今、アクティブエクスポージャー的には とい  
ったところでございます。

実際に、このリスク寄与度という意味では、このオレンジ色の絶対値を見ていただきま  
すと、このスタイル別の中では一番大きいということでございますが、トラッキングエラ  
ーが大きい要因といたしましては、ボラティリティを にしているという  
ことが一つ言える。

この右側のほうで、アクティブエクスポージャーの変化幅ということで、こういうボラ  
ティリティ銘柄については、 を低くしている。

ただ、これはあくまでもリスクコントリビューションということでございますので、リ  
スクとリターンの関係からいろいろ分析をしていかなければいけないと思っているところ  
であります。

一般的にはボラティリティ銘柄というのは、なかなかリターンに資するというところでも  
ないということもございますので、そういった意味では 行動をしているのかと思  
っているところでございます。

こういった分析をしている一方で、28分の17に飛ばさせていただきます。マクロ経済・地  
政学等の不均衡及びトリガーということで、前回から御報告させていただいております。  
先ほど来いろいろ議論の中でございますけれども、リスク関連因子といたしましては、大  
きく3点です。トリガーとしては、昨今のいわゆるNo Deal Brexitの可能性が高まってい  
るところがあるのかと考えているところであります。

2点目では、右側に書いてございますけれども、米中貿易戦争といったところをリスク  
として捉えております。

3点目は左下でございまして、中国でございまして、経済減速に歯どめがかから  
ない状況が続いてきているのかというところで、こういったところがリスク要因として分  
析しているところでございまして、加藤委員からも前回御指摘いただきましたところと言  
いますと、ストレステストのほうで、まだ初期的な段階ではございますけれども、28分の  
21、今、申し上げた中で言いますと、米中貿易摩擦シナリオといったものは、上段のほう  
に3パターン書いてございます。

一番右のほうで、一番インパクトが大きい事象ということでございまして、一方、  
ヨーロッパの分断化といった意味では、下半分のところで、このようなシナリオです。

ここはまだ実際に使用しております に書かれているフォワード  
ルッキングなシナリオをそのまま当てはめている状況ではございますけれども、こうい  
った中でインパクトが、ここはまだ瞬間的な影響ではございますけれども、そういったもの  
も分析させていただいている状況でございます。

28分の22で言いますと、クレジット投資の状況ということで、この約1年前にクレジッ

ト投資につきましては、リスクリターンの向上を図るということで、それに対してはこういった形で目安を設けて、実際にモニタリングしているということでございますが、状況的には余り同化していないという状況なのかと判断しているところであります。

最後の28分の28になりますが、運用受託機関のリスク管理状況につきましては、こちらに書いてありますとおり、事務過誤により起因するものではなくて、こういった状況で基本的にはさほど問題があるという状況ではないのかと判断しているところでございます。

私からの説明は以上になります。

○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、どうぞよろしくお願いします。

どうぞ。

○新井委員長代理 2ページ目の中期計画期間で見ますと、複合ベンチマークの超過収益率マイナス97ベースポイントということで、内訳が、資産配分要因がマイナス106ベースポイントで、個別資産要因がプラス9ベースポイントということなのですけれども、この例にもありますように、全体のパフォーマンスということになりますと、当たり前ですけれども資産配分要因の重要性が非常に高い。そういうことで、四半期ごと、あるいは1年ごとでも結構なのですけれども、経営委員会におけるパフォーマンスの説明のときに執行部としては、こういう判断でアセットアロケーションをして、こういう結果になったという御説明をお願いしたい。結果として判断が良かったか悪かったかを問題にしたいわけではありません。人間のことでありますから、いつも結果的に正しい判断を行うことは不可能です。合っていたとか間違っていたとかということではなくて、こういう判断でこういうアセットアロケーションをしましたということの御説明をしていただくようなことをお願いしたいと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○加藤委員 リスク管理という観点で言うと、一番近いところのイベントとしては、合意なきブレグジットというのがあるわけですけれども、これはある意味、かなり確率としてはそんなに低くないイベントが起こる想定があるわけですけれども、これに対して何らかの対応をしているのか、しようとしているのか、特に長期投資ということで関係ないと考えて、特にしないということなのかを教えてくださいたいのです。

●水野理事 まず、私からよろしいでしょうか。

ブレグジットに限らず、いわゆるマーケットを大きく変動させる可能性があるイベントについては、加藤委員がおっしゃったとおりで、長期の投資家としてする必要なしという判断も当然あるわけですので、そのイベントに対して対応するかどうかも含めて、イベントについては内部で話し合っております。

まず、過去の2つの大きなイベントのときは、例えばアメリカの大統領選のときには結果に応じて、ある程度自動的にオーダーが発動できるようなことをやったり、北朝鮮有事

の際にもそういうことで対応しておりますので、どういう対応をしているということは申し上げられないのですが、一つ一つの大きなイベントに関しては投資委員会等で議論するようにしています。

○平野委員長 どうぞ。

○根本委員 今度10連休がありますけれども、対応できないリスクみたいな、それは余り関係ないのでしょうか。例えば、その間、乖離幅に結構近づいてしまうとか、余り大きなリスクではないのでしょうか。

●西原運用リスク管理室長 日本のマーケットは閉まっていて、海外のという。

○根本委員 そうですね。価格変動がすごく激しくなったとかですね。

●水野理事 業界ではすごくマーケットが薄くなる中で、市場にアブノーマルな動きがある可能性はある、日本の投資家が狙い撃ちされる可能性もあるというのは、まことしやかに語られているところですが、それとオペレーショナルリスクの2つなのだろうと思うのですが、今、それに対して私たちは答えを用意していないので、それについても内部で議論するようにはしたいと思います。

○根本委員 もし余りないということであればいいのですが、教えていただければと思います。

○平野委員長 ほかにいかがでしょうか。

よろしゅうございますか。ありがとうございました。









○平野委員長 ありがとうございました。

最後に第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いたします。

●辻経営委員会事務室長 第18回経営委員会の議事概要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18回の議事録の作成及び第18回の議事概要の公表について、承認を得たということによろしいでしょうか。

それでは、議事概要の公表の手続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、2月22日の金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が、事務室から連絡事項等があればお願いいたします。

●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に記載のとおりです。次回は3月7日木曜日、9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、終了後に置いたままでお願いいたします。

以上でございます。

○平野委員長 これにて、第19回経営委員会を終了します。お疲れさまでございました。