

第23回経営委員会議事録

1. 日 時：2019年5月16日（木）14:00～17:10
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席委員等：・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
・小宮山委員 ・中村委員 ・堀江委員
・高橋理事長
4. 議 事
 - 1 開会
 - 2 審議事項
 - （1）2018年度業務概況書（案）
 - （2）基本ポートフォリオの定期検証について（2）
 - （3）経営委員会の運営等について
 - 3 報告事項
 - （1）次期基本ポートフォリオの策定について（5）
 - （2）国内債券運用の在り方について
 - （3）ESG投資に関する基本的考え方（2）
 - （4）第4回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果
 - （5）運用リスク管理状況等の報告（2018年度）
 - （6）コンプライアンス案件についての報告（2）
 - （7）業務監査報告（随時）
 - （8）経営委員会の運営等について
 - 4 その他事項
 - 5 閉会

○平野委員長 それでは、これより、第23回「経営委員会」を開会いたします。

最初に、審議事項でございます。審議事項（1）「2018年度業務概況書（案）」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 それではファイル02、審議事項（1）のファイルをお開きください。

「2018年度業務概況書（案）」でございまして、エグゼクティブサマリーにありますと

おり、現在、業務概況書の作成に向けて作業を進めております。基本的に昨年度と同じような構成で作業を進めたいと考えておりますが、あらかじめ経営委員会のほうでも御議論を賜りたいという趣旨でございます。

今後のスケジュールでございますが、エグゼクティブサマリーの参考に書いてありますけれども、本日の議論を踏まえまして、6月6日、次回の経営委員会で概況書の素案、ドラフトを御審議いただきまして、28日、6月の月末の経営委員会で議決を行い、7月5日に概況書を公表する。こういった段取りを考えております。

したがいまして、次回の経営委員会の場で改めて申し上げたいと思っておりますけれども、6月6日にドラフトをお示しした後、例えば大きな修正をしたほうがいいのではないかと、段落を1個起こすべきではないかとかであれば、6日から1週間以内ぐらいに御意見を賜れば、我々としても作業をするほうとしてはありがたいですし、「てにをは」みたいな細かい修正であれば2週間以内ぐらいにいただければありがたいと思っております。そういったスケジュール感を含めて、次回の経営委員会の場でお願いをしたいと思っております。

1 ページおめくりいただきまして、5分の2でございます。今年度、2018年度業務概況書の作成方針ということでございまして、先ほど申し上げましたとおり、基本的には、構成は去年と同じようにする。その上で、時点修正が必要な部分を追加・削除するというところでございまして、追加する例として、例えばESGレポートの話とか、グローバル環境指数の話、Climate Action+等々、こういった話を追加していく。一方で、運用委員会につきましては法改正を踏まえてなくなりますので、このあたりは削除をしていくということで考えております。

2 ページ目の一番下にチェックをつけておりますけれども、なお、会計検査院から、多額の短期資産を保有する状況となっている点とか、あるいは運用リスクに関する情報等について、国民に対して丁寧に説明すべきという指摘がされております。

具体的には5分の5、最後のページをお開きください。会計検査院からの指摘事項（2019年4月）ということでございまして、これは会計検査院が公表した概要資料をそのままパワポに張りつけているだけでございます。検査の状況の概要及び所見ということで、例えば先ほどの関係で申し上げますと、大きな2番目ですね。短期資産ファンド及びキャッシュアウト等対応ファンドの運用状況について、所見が括弧で書いてありますけれども、短期資産ファンドについては多額のキャッシュを保有する状況となっていることについて、国民に丁寧に説明をしましょうとか、その下に行ってくださいまして3番、運用リスクの管理について、そこも所見があります。基本ポートの変更によって株の割合が増加して、リスクが大きくなるなどしており、リスクの状況について国民の皆様丁寧に説明を行っていく必要があるので、29年度の業務概況書に記載されている保有期間1年のVaRに加えて、中長期のリスクについて継続して記載をすることとか、そういった指摘もなされております。

例えばこれは概況書の中でやるのか、あるいは大きな2番目みたいな話であればホームページ等々でやるのか、いろいろとやり方はあるのだろうと思うのですが、このあたりについて、現在、私、執行部のほうで、どういう形で対応していくのかという検討しておりますので、そのあたりも踏まえて次回の経営委員会の場でドラフトをお示しして、御議論を賜りたいと考えております。

執行部からの説明は以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

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

どうぞ。

○中村委員 まず、会計検査院の指摘事項で、丁寧な国民への説明と書いてありますが、国民は1億2000万人もいるので、すごく難しい。これだけで終わると短い。いろいろな手段を考えていると言っておられたので、いろいろなレベルに合わせたものをやったほうがいいと思います。

平成29年の業務概況書の65ページから66ページに、公的年金制度の管理運用法人の役割とあります。会計検査院の指摘事項は、結局、年金制度の話に全部つながっていきませんが、ここにそれが書いてあります。

前にも話したように、この66ページのグラフはすごく誤解を受けるように感じます。これを見ると、2020年から20年間ぐらい100%を超えていますが、左側の文章を読むと、そのときに積み立てた積立金から得られる財源で賄うように見える。たったこれだけかというイメージにもなるし、この面積とは合わない。

実はその前から積み立てたものがあるということをもう少し言わないと、積み立てたものを相当高いリスクで運用するというふうにも読める。積み立てた100を超えた部分の面積は書いていなくて、使うところの面積は書いているので、簡単に左側に書いているがよくわからない。会計検査院から運用リスクが高まっているという指摘を受けているということは、積み立てたものをかなり高い運用利回りで運用しているのかなと読めなくもない。

だから、その部分を書かなければいけないと思いますが、国民が一番疑問に思っていることは、今後100年かけて、人口が8000万人ぐらいになったときに、支給額が収入額とぴたっと合うというモデルになっているのですが、人口の減少がずっと続いていく中でも均衡されるというのが、特に若い人たちは理解できていないのです。

わかりやすく、だから大丈夫ですよという絵になればいいのですが、これでは不安感を払拭できないのではないかと。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 これを載せるまでにはさまざまな紆余曲折がありまして、実は、当時、監督官庁からは、このグラフを載せるのはいかがなものかと言われたのです。それはなぜかというと、年金制度のことを説明するのはGPIFの役割ではないという議論が当時はありまし

た。

ただ、GPIFに対する不信感の元が何なのかということをいろいろと質問したりしてみると、ほとんどがGPIFの運用への不信ではなく制度への不信なので、それが1つの要因となり、制度についても説明を始めました。

役目は果たしたのかもしれませんが、このグラフが果たした最大の役割は、GPIFが10兆円損をすると、自分たちの年金がなくなるのではないかと本気で思っている人たちがたくさんいらっしゃいまして、このグラフを見て、テレビ局がこれを初めて出した、高橋さんが出された日の夜にコメンテーターが言っていましたけれども、全体の10%ですから、そのうちの何%がなくなったというだけですからというのがやっとみんなわかった。

あと、株が半分というのは高過ぎると言っても、この上のところの半分しか株ではないということなどを説明するために、このグラフは極めて有効だったのです。そういう意味では、その役割は終えたのかもしれませんが、中村さんがおっしゃるように書き直すというのは、あり得ると思うのですが、これはもともと財政検証が何かで使ったものから、今の2つのメッセージを出すためにこのグラフを載せていて、ちょっと変えるにしろ、いまだに効果があるグラフなのです。実は10%ですということは、自分たちはそれほど大事ではありませんというメッセージなのですが、これは大事なメッセージだと私は思います。

○中村委員 その役割を果たしていると思うのですが、GPIFは厚労省の独法ではないですか。厚労省と一体になり、厚労省が定めた制度の中で必要な事業を行うというのが独法なので、常に国民の理解を得るように努力するべきだと思うのです。会計検査院も国民がもうすこしよく理解できるように細かく説明するようにと言っているのに、この絵なのかと。これは人口がどんどん減っていくという人口動態を前提にしてつくられていますとか、支給年齢を先送りにするとか、保険料の納付年齢を70歳にするとか、いろいろ検討していて、どこまで入っているかわからないのですが、そういう年金財政の現時点で行っている議論の中で導入が決まったものは入っている、きちんと計算されているものであるべきだろうと思います。

不信感を持っていることは事実です。大丈夫だと政府の方々はおっしゃるけれども、若い人たちが理解しなくて、厚生年金にはなるべく入らないというような議論になってしまっているということは、きちんと見つめなければいけない。入っていて安心、掛けたら損をしないというようにしないといけない。GPIFの積立金は財源の全体のたったの1割なので、あなたが払っている1割の部分は大したことがないというわけではないではないですか。みんなが思っているのは、自分の掛けたものはきちんと返ってくると思っていたのが、実はそれがどうもそうではないという議論があるので、もうすこしきちんと入れられないものか。

○平野委員長 今のお話で行けば、年金制度そのものの話でありますので、これは年金制度を所管する厚労省が、今のそれこそ中村さんの御指摘も踏まえて説明を工夫するという事に尽きるのだらうと思うのですね。GPIFとしてできることは、これはこれで一定の役

割を果たしてきたし、使いやすいですね。いまだに使われているわけで、一応わかりやすいグラフだと一般的には理解されている。

概況書を出した後に、広報的にこれをどのように活用し、情宣活動をするかということとはまた別の話としてあると思いますので、そこは広報という側面で執行部に工夫をお願いします。そういうことでいかがでしょうか。

年金局のほうは、石川さん、何かコメントはございますか。

度山さん、どうぞ。

●厚生労働省度山大臣官房審議官 まず、基本、我が国の公的年金はペイ・アズ・ユー・ゴーで来ていますので、そういう意味で言うと、将来の経済活動が健全に営まれているかどうか、基本的にはその後の年金制度をどうしていくかを決めるということなのですが、ある意味では資金運用以上に、将来の経済状況がどうなっているかということはいろいろな不確実な要素がありますので、これはいつも5年ごとに非常に悩みながら、いろいろなマクロ経済の学者の先生などに集まっていただいて、前提を設定した上で、その計算をとにかく5年ごとにローリングして、繰り返して見せていくということでは不確実な将来に向けての持続可能性を示す手段はないということで、このようにやっているということだと思います。

もちろん若い人が、人口も減るあるいは経済も成長が鈍化しているという状況の中で不安を持たれるのは、やむを得ないことだろうと思いますが、それに対してこうなのだという結果を見せていくことでしか、持続可能性を説明できない。結局こういうことなのだと思います。

もう一つ、100年の計算をしているということに関しては、実は、昔は期間無限大で収束計算をやっていました。一方で、そうすると、期間無限大で計算しますと積立金がとてつもない額になるわけで、それはそれでいろいろな批判がある中で、世界の年金が持続可能性をどのように説明しているのかということ結構研究したりして、そうすると、アメリカは75年で計算しているとか、かなり純然たる賦課方式であるドイツは15年で見せているとか、いろいろある中で、我が国は平均寿命も世界一長いわけだし、もう少し長い期間で、しかし、どこかで有限で切って計算をする形で見せるというのが、わかりやすいのかなと。

そういうことで、今の100年、正確には95年間ですけれども、その中での財政均衡を置く。でも、これも5年ごとにローリングしていくわけですから、最後の95年目は永遠に訪れずにずっと、社会が持続している限り年金制度は続きますから、そういうことでやってきているということで、財政検証をやっているということです。

そういう意味で言うと、昔に比べて随分いろいろなことは精緻に情報を出しているのかなとは思いますが、これはこれで、ことしは財政検証の年にも当たりますので、その結果とともに説明の仕方、見せ方はよく研究したいと思います。

○平野委員長 この年金制度自体の話で、私の理解が正しいかどうかお聞きしたいのですが、基本的に賦課方式は少子高齢化に弱いのですよね。それを調整するために、一つ

はマクロスライドという工夫があり、もう一つは折々の制度変更で受給開始年齢を引き上げたりしているわけです。そうした総合的な対応によって持続性を担保しているということであると、とりあえず理解するのですけれども、そういう理解はそれでよろしいのかどうか。いいですか。

●厚生労働省度山大臣官房審議官 もちろんそういうことですが、あと、恐らく積立金の一つの役割としては、国内経済活動はシュリンクしていくわけですから、ある意味で年金財政の中に資本収益を取り込んで、それでできるだけ保険料の上昇を抑制しながら一定の給付を確保できるようにしていこうと。こういう発想があるだろうと。

出生率が2ぐらいあれば、基本的に人口は定常状態になるので、そうすると、年金の積立金は支払い準備金だけ持っていれば、一応定常的には回るという計算になるのですが、残念ながら縮小均衡的な人口構成になっていますので、その中で一定の水準を年金として保障していこうということになると、今、申し上げたように、資本収益を取り込む手段としての年金積立金という役割も出てきた。こういうことかなと考えます。

○平野委員長 整理して言うと、要するに、一つはバッファーとしての機能がある。もう一つは純粋に収益を獲得して年金制度に貢献する機能があるということですね。でも、そういうことはこれに書いていない。書いてあるのではないかと思うのだけれども、これまでの、まとめて書いてあるかどうかは直ちに確認できないのですが、GPIFのもろもろのメッセージの中には、今のような要素が含まれていると私は理解しているのですけれども、そこら辺はどうでしょうか。

●佐藤企画課長 もちろんそういう要素は含めて我々としてメッセージを出しているつもりなのですが、ただ、さはさりながら、業務概況書の中で十分かみ砕いた形でどこまで言えているのかということは、中村委員がおっしゃるとおり、改善の余地があるのだろうと思います。

もちろん業務概況書の中だけで説明を尽くせるわけではありませんので、いろいろな手段、ホームページもそうですし、先日パンフレットもつくりましたが、そういったものを組み合わせながら、あとは年金制度であれば厚労省ともホームページとの相互リンクとか、そのあたりをどうやったらいいのかということは工夫しながら、メッセージは入っているのですけれども、それをわかりやすくどう伝えていくのかは、我々は工夫してやっていきたいと思っております。

○平野委員長 わかりました。そういう工夫をしていただけるということを前提に議論を閉じたいと思います。ただ、業務概況書の表現ではもう少し工夫の余地があるというお話もありましたので、そこはそういう目で見直しをしていただければと思いますし、今度の経営委員会で一応ドラフトが上がってきますので、それについてまた見ていただいて、御意見があれば、大きな変更であればその翌週、1週間以内に執行部のほうに御連絡いただければと思います。それでいいですね。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。

審議事項（２）「基本ポートフォリオの定期検証について（２）」を、新井委員長代理から御説明をお願いいたします。

○新井委員長代理 資料03をお開きください。エグゼクティブサマリーですけれども、定期検証ということで、運用の目標利回りの達成ができているか、効率性が確保できているか、予定積立金額の確保の３点から見直しをするということで、毎年行っているわけですが、今年度は５年に１度の財政検証の最後の年だということで、従来の方法論を踏まえた形で簡単に検証をやろうということでございます。

結論ですが、ここにございますように、現行の基本ポートフォリオを見直す必要が今年はないだろうということでございます。１つ目ですけれども、賃金上昇率＋1.7という実質的利回りでございます。

これについては７分の５を見ていただきたいのですが、いろいろ数字が載ってわかりにくいのですが、経済中位及び市場基準の両方とも、実質的なリターンというところを見ていただきたいと思います。当初の経済見通しに比べて実績の経済成長率は低くなりました。それに合わせた形で金利及び１人当たりGNIの数字を使って賃金上昇率を見直したベースが、更新というところではあります。これを見ていただきますと、いずれも1.7%を上回っているということでございます。

それから、下方確率及び条件付平均不足率の数字を見ましても、目標としている水準を確保できているということでございます。まず、１点目の目標リターンの達成という目標は達成できているということでございます。

２番目、基本ポートフォリオの構成割合が効率的なポートフォリオになっているか否かでございますけれども、これは７分の６にちょっと変わったグラフがあります。ここで見ていただきたいのですが、フロンティアといいます、双曲線の上に乗っていれば最も効率的だということですが、乗っているわけではないのですが、非常に近いところに現在の基本ポートフォリオは位置するというところで、おおむね効率的であると判断できるだろうという結論でございます。

それから、2018年度をスタートにしまして、目標年度におきまして、予定積立金を確保できているかについての計算結果が７分の７でございます。一部まだ計算途中のところ、キャッシュフローの計算等が残っておりまして、最終結果はまだなのですが、概して言えば達成できない確率が30%を下回るというような数字になっているということで、これも７割強のところ、予定積立金額を確保できるだろうということでございます。結論としまして、現行の基本ポートフォリオを最後の１年間について変更する必要はないというのが結論でございます。

04の資料の業務概況書ですが、今申し上げたことを業務概況書の中ではこのような形で示すということです。昨年の業務概況書との比較で、削除するところを赤の線で消してあります。そのような形で、業務概況書の中で今御説明したことを示す予定としております。

○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、御質問がございましたら、よろしくお願いいたします。
よろしゅうございましょうか。

それでは、次の審議事項に移ります。

審議事項（３）「経営委員会の運営等について」を、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06「経営委員会の運営等について」でございます。

これは審議事項（３）のエグゼクティブサマリーの審議事項となっているところです。
経営委員会の議決マニュアルについて、経営委員会規程に規定することの是非ということで、7分の2をお開きください。

毎回経営委員会の議決の際に、経営委員長にコメントをいただいております、棄権と退席についての注意事項等について、こちらを毎回言うのも議事の進行上効率的ではないというお話もございましたので、これを経営委員会規程に定めてはいかかということで、（議決）5条の2で、その内容について規定しようと思っております。

7分の7を見ていただきますとGPIFの経営委員会規程が載っておりますけれども、議決5条の2というのは、5条（議事）の後に5条の2の（議決）ということで、棄権と退席についての規定をしてはいかかかということ。

それから、※でございますけれども、その際に、この中に「委員長及び委員並びに理事長」という言葉が何度も出てきますので、それを（以下「委員等」という。）ということにくくって規定したいと思っております。

以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

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、よろしくお願いいたします。

どうぞ。

○岩村委員 内容的には別に異論はないのですが、棄権以外に退席というものがあるということになるのですか。これはどういう違いになるのですか。

●辻経営委員会事務局長 棄権の場合は出席委員数に含めた上で反対の形になりますけれども、退席される場合には出席委員数に算入しないということです。

○岩村委員 そうすると、退席の時点で定足数を満たさなくなる可能性がある。

●辻経営委員会事務局長 そうですね。

○岩村委員 例えば退席されて、場合によっては議決の要件を満たさない状況をつくるために退席するということもあり得る。そういうことですか。

●辻経営委員会事務局長 そういうことになります。

●水野理事 数名退席されたらそうなりますね。企業のボードでは、普通はコンフリクトがあって、議論も参加できないというときは退席する。そういうことですね。

○岩村委員 それとはどうも違う感じですね。いわば議決を棄権するだけではなくて、退

席するのは認めるということですね。言ってみれば、議決に際して。

○平野委員長 日銀の議事規則も全く同じような書きぶりになっている。7分の7でございすけれども、下線が引いてあるところに（議決）というものがございす。第7条で、この3項で「委員は、議決に際し、前項に規定する意思表示を行うことなく、退席することができる。この場合、当該退席した委員は」云々で「規定する出席委員数には算入しない」と。基本的にはこれに倣っているという考え方です。

ですから、岩村さんがおっしゃったような事態は起こり得るということです。

○岩村委員 わかりました。それはそれで一つの考え方だと思います。異存はありません。

○平野委員長 よろしゅうございすか。これはきょうは審議でございすので、次の経営委員会で御異存がなければ議決をしたいと思ひます。よろしくお願ひいたします。

続きまして、議題は報告事項になります。

報告事項（1）「次期基本ポートフォリオの策定について（5）」について、新井委員長代理から報告をお願いします。

○新井委員長代理 資料07をお開きください。PTで、次期基本ポートフォリオにつきまして14の検討課題を設定しまして、検討してきました。大部分については一応の結論を出しているのですが、残りました非常に大きな案件としまして、内外資産区分の撤廃について、まだ結論が出ていません。この件を中心に現在PTではどのような議論を行っているかについて、御報告を申し上げたいと思ひます。

資料の4分の2をお開きください。まず、資産区分の撤廃でございすけれども、基本的にアセットアロケーションを決めるためには、資産のリターン・リスクの特性がよく似ている資産については一括りにして、資産のアロケーションを設定すべきであるということと考えております。そういう意味で、まず、株式について近年のデータを見ますと、外株と国内株式の相関が非常に高い。ごくごく最近を見ますと0.9ぐらいある年もあるということとございまして、あえて国内株と外株を分ける必要はなくなってきたのではないかと、これについては内外の区分を撤廃したほうがいいのではないかと、PTとしては一応仮の結論に至っております。

撤廃について、最終的に外株と国内株がどのような比率になるのかということなのですが、赤字で書いてありますように、いつかということは別にしまして、将来のいつかの時点で現在のグローバル株式中に日本株が占める割合である8%ぐらい、遠い将来も8%のままかどうか分かりませんが、そうした形で時価総額ウェイトに将来のある時点において持っていくということが、資産運用の合理性、効率性という観点からすると望ましいのではないかと、これがPTの考え方とございす。

アロケーションの決め方なのですが、これも2020年度から従来と違う考え方を採用したらどうかPTの中の議論でございまして、それについてはイメージが4分の3にあります。2段階の構造にするということで、外側の丸でございすが、これがリファレンスポートフォリオです。これについては債券と株式という形で分けていて、中側につつま

して、まず、株式は先ほども申しましたように内外で区分することの意味が薄れてきておりますので、株式については一緒にして最適化を行う。

債券のほうにつきましては、外債と国内債の相関が決して高いわけではないということ、あえて同一の資産と考えるのはなかなか難しいところがありますし、それから、為替リスクへのエクスポージャー等を考えると、債券については内側、ストラテジックポートフォリオという呼び方をいたしますけれども、これについては国内債券と外国債券を分けて最適化を行うということです。外側のリファレンスポートフォリオについては株式と債券、内側のストラテジックポートフォリオについては3資産ということで、株式と国内債券、外国債券というような形で考えていったらどうかという考え方をPTのほうでは仮の結論にしております。

ストラテジックポートフォリオにつきましては、今後ガバナンスのあり方としてどのような形式で決めていくのがよいかということは、今後議論を詰めていくべきと考えておりますが、仮の案のような形で、2年に1度位の頻度で執行部と経営委員、PT等とお互いに意見をすり合わせる形で考えたらいいのではないかと、ということがたたき台として上がっております。いずれにしろ、これは今後、詰めていくということでございます。

具体的に今後どのように具体案を詰めていくかということにつきましては、経営委員会で、経営委員の皆様の御意見を伺った上で、詳細な具体的ステップについての検討を進めていきたい。このように考えております。

以上でございます。

○平野委員長　ありがとうございました。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問があればお願いいたします。

どうぞ。

○岩村委員　確認なのですが、オルタナについては資産区分をしないということになるわけですね。

○新井委員長代理　オルタナについては従来どおり株式的な性格を持っているオルタナティブ、例えばPEファンドとかは、株式のほうに入れて考えるし、債券的な性格を持っているようなオルタナティブ投資については、例えばインフラのようなものですが、大半のインフラ投資みたいなものは債券のカテゴリーに入れる。そのような形で進めていきたいと考えております。

○岩村委員　資産区分の基本的な考え方として、リスク・リターンの特性が実質的には同じである。そういう整理をしたということですか。

○新井委員長代理　そういうことでございます。ただし、債券については御案内のようにマイナス金利で、今後どのような形の期待リターン・リスク及び相関関係になるかということにつきましては、非常に見通しが立てにくいということで、従来のような形である程度の確度を持ってリスク・リターン及び相関関係のパラメータの設定ができて、その上で最適化を行うのがなかなか難しいような局面になってきているというのも事実なので、そ

いう意味で、外側のリファレンスポートフォリオについては債券も内外を合算した形で考えている。

ストラテジックポートフォリオについてはその時々状況ということで、もう少し短期間、例えば2年とかぐらいの感じで、あるいは大きな市場環境の変化があった時点で見直していく。債券市場については御案内のような状況に現在ありますので、そういう形で対応していくというフレームワークでアプローチしたらどうかということがPTのほうの考え方でございます。

○岩村委員 たしか数字は忘れましたけれども、5%ぐらいまではオルタナで行くのだという、何かそういう方針がありますね。

○平野委員長 今の中期計画、上限ですね。

○岩村委員 それはそれで別途、この輪っかの中には入れないけれども、どこかできちんと補足的に説明をする。そういう前提になるのですね。

○新井委員長代理 こういう形で、特にリファレンスポートフォリオにつきましては、あるいはストラテジックポートフォリオもそうですけれども、ちょっと従来の形と違う形になりますので、リスク管理についてはより一層リスク管理体制を強化する必要があるということで、従来のような乖離許容幅を中心に管理をしていくものに加えた形で、例えば複合的にファクター分析を行うとか、モンテカルロ・シミュレーションをもっと行っていくとかいうような形で、よりきめ細かいリスク管理を行っていくべきかと考えています。

乖離許容幅についても従来のとおりというのは必ずしもなくて、ルールについてもウォーニングゾーンみたいなものを設定して、そこではファクター分析とモンテカルロ分析に基づいてウォーニングゾーンの中でどうするか決めるとか、その辺は今後より一層、具体的に今、申し上げているようなことは、データに当たって、どういうルールを設定したら一番効果的で合理的なのかということについて、データ解析に基づいて決めたいと思います。まだそれが進んでおりませんので、今、申し上げたような基本、アイデアを持って具体的なデータの分析に進みたいと今後は考えております。

●三石理事 横から済みませんが、今、岩村さんが言われたのは、オルタナティブについて5%と決めているものについて、今度新しくどうなるのでしょうかということだと思いますけれども。

○新井委員長代理 オルタナティブの5%ですか。失礼しました。乖離許容幅のことだと誤解しました。

○岩村委員 それはこの枠内に入ってこないもので、専門的なところは。

○新井委員長代理 オルタナティブについてはこの中期計画の中で、基本ポートフォリオの構成比とは別枠の形で最終的には決めるということで、5%よりもちょっと多いかなという議論がPTの中では出ているのですけれども、オルタナティブ市場の現状、例えば不動産市場の現在の状況がどうかというようなことを踏まえた形で決める。仮に少し過熱状態になっているようなことであれば、投資を急にふやすのもいかなものかということもあ

るかと思しますので、その辺については、今後より一層詰めて検討を行いたいということでございます。

○平野委員長 よろしいですか。

どうぞ。

○古賀委員 今の関連であれば先にどうぞ。

○岩村委員 要するに、国民の目から見るときに、こういう枠組みで投資しているのだと。一方で、オルタナというものもやっています。それはどこにあるかというのが見えにくいところがちょっとあって、それをきちんとどこかでセットで説明してもらったほうがいいのかなという感じを私自身は持っているのですね。数字が小さいので無視できるということなのかもしれないけれども、今後ふえていくとなると、それなりに特殊な領域でもあるので、こういうこともやっていますということをきちんと国民に理解してもらおうということが大事なのだらうと思っておりまして、それを今回、次期ポートフォリオを設定する際に、補足的な説明になるのかもしれませんが、セットで御説明するということは考えられないのか。こんなことをイメージしているということです。

○新井委員長代理 わかりました。御趣旨はよく理解いたしました。

ただし、オルタナティブということで一くくりにした場合、PEファンドみたいなものと、例えばインフラということになりますと、ともに、オルタナティブではあるのですが、かなり資産特性が異なるということでございますので、資産特性という観点からすると、PEとインフラを一緒にするよりは、PEは株に近いだろうと、インフラは債券に近いだろうというような形で考えたほうが、基本ポートフォリオの決定という意味ではよろしいかなというふうな議論です。

おっしゃるように、そうは言っても、オルタナには、オルタナティブの特性もありますので、例えばインフレ対策などということを考えると実物資産投資が中心になりますから、そのようなことで、不動産は資産特性が必ずしも債券と同じではないということがあると思いますので、そういうところについては別立てで補完的に説明するということで臨みたいと思います。

○平野委員長 古賀さん、どうぞ。

○古賀委員 基本的なことで申し訳ないのですが、4分の3のグラフについてです。例えば、外枠は5年程度はこのまま、中の枠は2年程度で変更できる、そういう柔軟性を持つということですか。

○新井委員長代理 そういうことです。

○古賀委員 外の例えば株式と債券の枠は今からの議論で定めておきますね。これは5年ぐらいのスパンで考えましょうと。

○新井委員長代理 最低5年みたいな感じで考えてください。

○古賀委員 そうですね。そして中枠については、2年程度で見直しを図るということですか。

○新井委員長代理 状況に応じてということで、変えないかもしれませんし。

○古賀委員 なるほど。そういうことですか。

○新井委員長代理 はい。当初想定していたものと変わらなければ変わらないというふう
に結果的になるかもしれませんが、投資環境が変わってきたら変えることも。

○古賀委員 その柔軟性が必要ではないかということですね。

○新井委員長代理 比較的スピーディーにできるような形の仕組みにしておいたほうが、
5年、10年というタームで考えるとよいのではないかと考えております。現在は、マイナ
ス金利ですがいつかの時点で金融政策の正常化が起こると思いますので、そのようなこと
を考えると、投資環境ががらっと変わる可能性もなきにしもあらずですから、そういうと
きにスピーディーに対応できるような弾力性というか柔軟性を確保していきたい。そうい
う考え方でございます。

○古賀委員 2点目です。今からの議論になるのかどうかわかりませんが、4分の
2のPTとしての理念です。その下に赤字で長期的な内外株式比率というのがありますが、
PTとしては長期的というのは、どんなイメージをもたれているのですか。

○新井委員長代理 難しいのですが、これは以前、中村さんも以前、何かのとき
におっしゃいましたが、例えば2040年などのことを考えると、そこから資産の取り崩しに入
る。先ほどの議論にもちょっと関係するところがありますが、そのような時期を最終時点
としては考えていくということで、20年先ぐらいが最終時点。それは、20年と言わずに10
年後になるかもしれませんが、資産の取り崩しが行われるような時点。

時価総額で考えていったら、世界の株式市場のほうが日本の株式市場よりも圧倒的に大
きい。92%と8%ですから、そういう意味で、取り崩しになってくるときの流動性のこと
も考えると、しかるべきグローバルウエートに近いところに、2040年ぐらいには遅くとも
達成していったほうが、いろいろな面でいいし、それから、今後過去のとおりになるかど
うかわかりませんが、機会費用ということを考えると、グローバルに投資をしてい
くべきかと、外株に投資をしていったほうがGPIFとしての運用パフォーマンスはよかった
と。これは後講釈になりますが、そういうこともあるのでより高い運用効率を目指すとい
う観点からはそうすべきかと思えます。現在のような状況が、今後も日本の経済なり産業
について続くと考えれば、外に目を向けた形で投資していくほうが、よろしいのではない
か。

それをどういうタイミングで、どのくらいのスピードで進めるかについては、今後皆さ
ん方の御意見を伺いながら、実際により詳細に詰めていくということだと思います。

○平野委員長 今の点でございしますが、最終的にこの姿に収れんさせるのにどれぐ
らいの時間軸をとるかということは、結構それ自体がセンシティブな議論だと思うのです。
今のお話ですと、10年というタームをとる

新井さん、確認なのですけれども、基本ポートフォリオとして出てくるのは、リファレンスポートフォリオが出てくるということになるわけですか。

○新井委員長代理 それは今後また御議論を詰めていくということなのですけれども、PTとしては透明性という観点から、全部ディスクローズするということになると市場へのインパクトもありますから、ちょうどいいバランスを考えて、どこがいいバランスなのかは皆様の御意見を伺いながら決めたらよろしいのではないかと思います。

○平野委員長 PTとしては一応最適化については3資産でやる。公表方式、基本ポートフォリオという概念を踏まえた公表のあり方については、これは別途議論した上で決めていくという話ですか。わかりました。

どうぞ。

○中村委員 内閣府のところなのですけれども、2035年から2040年ぐらいから取り崩しに入ってくるので、その段階でどんどん現金化をしていかなければいけなくなります。これまでのGPIFが運用している年金基金の残高は毎年10兆円ぐらいふえてきていますが、この傾向で増えていくと、2040年には基金の残高が200兆円ぐらいふえます。

それで、今後も25%の比率で国内株を買い続けることになると、GPIFが持っている国内株の時価総額は、日本の東証の時価総額の何割になるのでしょうか。流動性のことを考えると、毎年10兆円ずつ途中までふえるわけだから、そのふえている10兆円を振り分けていって、取り崩しが始まるまでに、国内株全体の時価総額600兆円ぐらいの、400兆円ぐらいになってしまいませんか。

○新井委員長代理 今、日本株の時価総額は全部で600兆円ぐらいですね。そのうち、GPIFが40兆。

○中村委員 多分、20年後だと、GPIFの運用残高が400兆円を超えているかもしれません。今の東証の時価総額は、600兆円ではないですか。それが伸びてはいくのでしょうか、シミュレーションをしながらGPIFの運用残高がどのぐらいの割合に今後ふえていくのか、毎年10兆円をどのように振り分けていくのかを考えておかないと、いざ売ろうとするときに売れなくなってしまいます。

長期的な内外株比率は時価総額比重にしておくと、いざ売るときにインパクトはみんな同じぐらいになるというイメージだと思いますが、そういう仮定とかシミュレーションがあって、内外比率はこのぐらいにするのはどうなのだろうかということが幾つか出てくると思うのです。

そういう2039年ぐらいから取り崩しが始まることから逆算していって、毎年の残高がこのぐらいの割合がいいのではないかというシミュレーションがあってもいいのではないかと思います。

○古賀委員 何となく理屈はわかるのですが、私は専門家ではありませんので、詳しくはわかりませんし、執行部の皆さんが一番肌身をもって感じていると思うのですが、そのようなことになれば、市場に与える影響がかなりのものがあるのではないかと素人なりに思うのですが、いかがですか。

○平野委員長 議論を分けて考えたいと思います。

まず、PTとしての結論、株については、これは内外区分をする意味はない。相関が高いからだ。それから、長期はどのぐらいを長期と見るかがあるけれども、最終的には時価総額加重で内外を考えるとというのが合理的ではないか。一応これが基本的な前提としてあるわけですね。

そうすると、現状の内外比率からすると、それは長期的には当然変わっていくであろう。その場合に、市場へのインパクトを考えながら、激変緩和的な対応をどのようにするのかという問題があるでしょう。さらに言えば、今後のキャッシュアウトのタイミングを踏まえた流動性という要素をそこにどのように入れていくのかという問題があるでしょうということだと思うのです。

最初のPTとしての理念、2ページの四角の中に書かれた部分について、内外区分を設けることに意味がないのではないかというのはちょっと強い表現なのですがけれども、現に設けているわけであるから、基本的な考え、こういう考え方について、まず、どうだろうかと経営委員会として思うわけですね。そこについてまず、いかなるものでございましょうか。基本的にこういう考え方で物を考えようではないかということなのか、あるいはそうではないのか。比率の変更に伴ういろいろな軋轢をどのように回避するか、クッションを入れるかという話はちょっと次に置いておいて、これについてはいかがですか。

どうぞ。

○中村委員 国内、海外の比率ではなく、流動性を確保できる資産を何割持つのかということだと思います。仮定計算でいけば、このぐらいの市場経済であれば株式価値はこのぐらいふえるはずだというのは、過去の計算からできると思うのですが、買っていたところが売りに入って、巨額の資金が市場に売却で出てきたときに、グローバルに平均されたらインパクトは大きくないかもしれないのですが、日本の株式市場へのインパクトが大きかったら、GPIFが持っている、例えば今のまま行ったら100兆円ぐらいの日本株が、ちょっと売ったことによってどっと落ちたら、価値がなくなってしまう。そうならないように考えると、内外株比率を流動性の視点を入れて考えたらいいのではないかと思います。

○平野委員長 わかりました。ちょっと翻訳いたしますと、このPT、新井さんのほうのプレゼンテーションに即して翻訳すると、今の中村さんの御意見は、流動性という観点から、今後のキャッシュアウトの局面における流動性を保持という考え方から見ても、内外の株式の区分は撤廃し、最終的にはここに書いてあるように、時価総額加重を目指すというのが合理的ではないかという御意見ですね。ですから、少し違う観点から、結論としては同

じことをおっしゃっていると理解します。

どうぞ。

○高橋理事長 この別々の資産として区分を設けることに意味がないということに関しては、1点だけ。今、御議論されているような時価加重平均で株式を考えますと、当然46%が外国株になるわけで、それは円資産ではなくて外貨で持つということになります。

現在、国内債券は35%であります、外国債券は15%でありますから、GPIFのポートフォリオのうちおよそ6～7割は円で持っていないということになります。確かに外国株と国内株の相関は高くて区別する必要は余りないかもしれませんが、国民にとってみると、我々の年金保険料のうち6～7割が全部円ではないもので持っている状況になるということの基本ポートフォリオで開示することのインパクトについても、ちょっと御議論をしたほうがいいかなと思います。

○新井委員長代理 今の点について、私は持論として、賦課方式で社会保険料収入は円建てで入ってくるわけですから、GPIFとしては外貨建ての資産がある程度以上あっても、よいのではないかと考えています。著しく為替リスクにさらしてしまうというのは問題なのですが、ある程度高いのは、トータルの公的年金システムを考えると、決してゆがんでいるわけではないのではないかと思います。我々が納める税金なり社会保険料は円で納めていますので。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 済みません。本来は、私たち執行部、私の仕事は、与えられた基本ポートフォリオの中でパフォーマンスを上げることですので、株を100にすると言われればそのとおりのやり、10にすると言われたらそのとおりのやりというのが本来はCIOの仕事だと思います。その観点から申し上げれば、運用はできますけれども、外貨建ての資産が急激にふえることになるので、外からどう見られるかですとか、あるいは先ほどリファレンスポートフォリオと分けるということでしたけれども、分けた場合には、経営委員会に責任をとっていただきたい。私たちは四半期に1回ずつ運用状況を出していて、その中で日本株が1兆円売られていたりするわけですから、そこは執行部でうまくやってくださいというのは、勘弁していただきたいという思いはあります。

あと、長期期間、100年間を考えますと、この財政検証の数字では、ピークになってから70年ぐらいかけて下げていくということですが、例えばこの10年間で内外株式比率を時価総額にするということだと、多分、年間3兆円程度、日本株を売っていかなければいけなくなります。

そのぐらいのインパクトが出ることですので、まず、それをどう考えていただくか、国民や日本経済への影響をどう評価してもらうかということとはぜひ考えていただきたいということと、単に運用という観点から考えても、これだけのクローズドなマーケットで、10年ぐらいの期間で時価総額まで落とすのは、相当難しいものがある。簡単に計算していただくとわかると思うのですけれども、年間数兆円単位で日本株を売っていくことになりま

すので、運用するほうとしても自分の足を売っているような感じになるということは、申し上げたいと思います。

○平野委員長　ですから、10年という期間は、それ自体が議論の対象になるということと、先ほどの中村さんの議論とも関係するのですが、現実には株を売するというよりは、ニューマネーの運用構成を変えていくというだけでもベースエフェクトがありますから、分母が大きくなる効果もあるので、国内株を売らなくても国内株の比率がそれなりに下がっていく。そういう計算もできるわけで、その辺はいろいろシミュレーションをしてみないとわからないし、マーケットインパクトをどう考えるかという議論そのものの話になってくると思いますから、10年で時価総額加重に機械的にこれだけ売らなければいけないというのは、必ずしもそのとおりのわけではない。どのようにやるか自体が議論の対象であると考えます。

ほかにいかがですか。

○中村委員　グローバルの株式市場に占める日本株の比率は8%ぐらいだから8%に落とすというのは、違うのではないかと考えていて、流動性のある上場市場の時価総額比重がいいのではないかと考えるのです。小さな市場の株を結構持ってしまったら流動性を保てないので、GPIF発の株式暴落相場になってしまうかもしれません。ですので、流動性の十分にある市場の時価総額比重というように考えるべきではないかと考えるのです。

○平野委員長　それは一つ新しい観点ですね。言葉をかえればある程度スケールのある先進国の市場で見てどうなっているかということですね。ほかにいかがでしょうか。

株はこうなのですが、債券のほうについてはどのように考えればよろしいのでしょうか。一応PTの議論、結論としては、債券はリターンというか、属性が内外で違うので、引き続き国内債券と外国債券で分けるという御提案をしていますけれども、これはこれで、ここをどう考えるかということでもあります。PTの中では、債券も区分を撤廃したほうが良いという議論もありましたね。

○新井委員長代理　区分を撤廃したほうが良いというよりは、先ほども御説明したのですが、従来のヒストリカルデータをベースに今後を見通すような形で、国内の債券市場の先行きの見通しを立てにくいような状況になっている。マイナス金利ですね。先ほどの繰り返しになりますけれども、正常な金融政策に戻るといようなことなりを考えていくと、従来のような形でのリスク・リターンの見通しはなかなか立てにくいということがありますので、状況が変わったときにも俊敏に対応できるような形で合算したほうが良いのではないかと。取っ払ってしまったほうが良いのではないかと考えるのと、先ほどもちょっと議論になりましたが、そうはいっても為替リスクの問題等、あるいは相関が高くないということもあるので、引き続き内外の区分は残したほうが良いという考え方、3ページの中をとったみたいな形で、PTとしてはリファレンスポートフォリオとしては合算するのですが、最適化のためには区分は残しておくというような形になりました。

ただ、最適化といってもストラテジックポートフォリオについては状況の変化に応じた

形で機動的に見直しが比較的容易にできるような仕組みにしておいたらいかがかなという考え方です。中をとったような形になっていますので、必ずしも従来のPTの議論と不整合なわけではないということでございます。

○平野委員長　どうぞ。

○小宮山委員　4分の2ページの「これまでの資産区分の位置付けに関する整理」の「②各資産の位置付け」の外国債券のところで、長期的には国内債と投資収益率が同等になると書かれているのですけれども、長期的というのは、大体どれぐらいのことを指しているのでしょうか。

○新井委員長代理　なかなか難しいのですけれども、まず、外国債券投資の場合、為替の問題があります。購買力平価に基づいて考えていくと、いつかの時点でしかるべき経済原則に従った水準に収束するだろう、実質金利で考えるとほぼ同水準になるだろうということなのですが、為替は御案内のように、購買力平価とおりに動くわけではないので、一概に長期は何年だとお答えできないということでございます。

○平野委員長　ほかにいかがですか。

　　お願いします。

○高橋理事長　素人的なことを申し上げますが、仮にこの案で国民に説明するときに、リファレンスポートフォリオみたいなものがありますということで、それは債券と株だけですと言い切って、でも、株の内訳はわからないけれども債券は分かれるのですというのは、理論的及びPTの議論を御説明いただけるとそれはわかったような気になるのですが、普通の国民からしてみると、4つに分けていたものが何で3つになって、何か2つ、二重になったのだろうかというところについて、それだけの説明コストをかけて何か得るものがあるのかということも含めて、もうちょっと検討したほうがいいかなという感じはします。仮に内外区分の撤廃について、例えば株の中については、撤廃はするけれどもその比率については、若干不透明な感じになるということもまた国民にとって見ると心配の種になると思うので、基本は、すべてディスクローズする、できればシンプルに説明したいというところも考えて議論したほうがいいかなと思います。

○中村委員　その議論はそうしたらいいと思うのですけれども、やはり20年後、30年後に日本株の　　　　　をGPIFが保有するというこの事実もちゃんとやったほうがいいと思います。今は日銀のほうを持っていると思いますが。

○平野委員長　まだGPIFです。

○中村委員　GPIFが多いのですでしたか。

○平野委員長　そのうち日銀の保有が上回ってくるのではないのでしょうか。

○中村委員　失礼しました。他事考慮をしないということで、議決権行使をしない株主が上場会社の大株主としてたくさんいるというコーポレートガバナンスの構造を政府関係機関が作るというのはおかしいではないですか。政府ではコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを作って、企業のマネジメント力をもっと高めて成長させ

るようにいろいろやっているのに、いつの間にか自分では議決権を行使しない株主が増えている。こういう構造を、政府とは違う政府関連機関がやっているというのはおかしいと思うのです。

○堀江委員 それはちょっと違います。日銀とGPIFは少し異なり、GPIFは運用会社に対して適切な議決権を行使するようにちゃんとプレッシャーをかけているわけで、そこは日銀とGPIFを一緒にする議論は正しくないと思います。

○中村委員 他事考慮だということで、直接ではなく、機関投資家に間接的に指導しないといけないので、GPIFではないですね。そういうわかりにくい構造がある。何か言うと、他事考慮ではないかとなる。そういう株主はおかしいですよ。

○古賀委員 それも基本的な問題ですから、ここで議論しても解答が出ないと思います。

○新井委員長代理 先ほどの高橋さんの御発言に戻らせていただきたいと思いますけれども、グローバル化の進展が著しくなっているという事実があります。従来は4資産で株も債券も内外を分けて組むということだったのですが、特に株式のほうについてはグローバル化の進展に伴って、企業活動もそうですし、マーケットもそういうことで、釈迦に説法ですが、分けていくというのは意味がない時代になってきたから、一緒にして考えるのだと。一言で言うとそういうフェーズに入ってきたということだろうと思うのです。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 一つだけよろしいですか。私が言うことではないのかもしれないのですが、前回の基本ポートフォリオ策定ときは運用委員でしたので、そのときの記憶も思い出しながら論点にされたほうがいいのではないかとという観点から申し上げると、いわゆるホームカンントリーバイアスをどう考えるかについて、議論をして、当時の説明は、カンントリーバイアスはしていないのだけれども計算したらこうなりましたということだったのですが、多分、世の中からは、GPIFはカンントリーバイアスを持ってこのポートフォリオを持っていると思われると思いますし、カンントリーバイアスを持っている年金はGPIFだけではないので、そのカンントリーバイアスの是非等について議論されたほうがいいのではないかと思います。ひょっとしたらされるつもりかもしれませんが、この中には入っていないので、論点提起だけ申し上げさせていただければと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○新井委員長代理 PTで議論が出たのは、基本的にはカンントリーバイアスはない形で考えるほうがいいのではないかとということなのだと思いますけれども、先ほど来出ているように、市場へのインパクトがありますから、既に50・50で持っているという事実です。それを考えたときに、今後変えていくとしても、結果としてカンントリーバイアスがかかっているようなポートフォリオになる可能性は非常に高い。そういう種類の議論はしていますけれども、理念としてはカンントリーバイアスをなくしたほうが、より効率的な運用を考えるとよろしいのではないかとということでございます。

国内のほうがよくわかっているのではないかとということかもしれませんが、運用機

関で、海外市場の株式を運用するのに長けている運用機関をGPIFで選んでいるわけですから、そのような情報の非対称性の問題等は余りないのではないかと考えると、カンントリーバイアスは、基本的にはないほうが望ましいのですが、足元の事情を考えると、結果としてはそのようになるかなと。そんな感じだろうと思います。

○加藤委員 1つよろしいですか。基本的にこの考え方は方法論に非常に依存するのではないかと思うのです。要するに、現実的にどうやってインプリメントするのかということに非常に大きく依存してしまう。なぜならば、マーケットを壊すわけにはいかないという問題があるわけだからです。ですから、この議論をさらに深めると同時に方法論、具体的なインプリメンテーションの方法論、期間も含めて、それを同時に一緒に議論を早急に始めたほうが現実的です。その観点からどうしてもだめだということであれば、別の方向に行かざるを得ないと思います。ですから、方法論を早目に検討し始めるということが重要かと考えます。

○平野委員長 方法論の話で言えば、方法論と公表の仕方、それに対する受けとめ方、市場へのインパクト、みんなつながってくる話ですね。ですから、具体的にどういうオペレーションになるのかということイメージしながら、ああいった市場へのインパクト等々の影響を考える。あるいは広報の仕方もあるというのが現実的でしょうと私も思います。ほかにいかがでしょうか。

○古賀委員 PTの提起は次期基本ポートフォリオ策定の具体策ではなくて、何か目指すべき姿みたいな感じがします。目指すべき姿はこういうものがあるでしょうと。しかし、これを本当に段階を踏んでどうやるかというのは、次期基本ポートフォリオにこの目指すべき姿を全部持ってきたら、本当に混乱すると思います。そういうことからしたら、加藤さんがおっしゃったように、こういう目指すべき姿に対して、こんなことを次期ポートフォリオでやった場合にどうなるのか、これはちょっと次に回そうとか、そういう議論を深掘りしていくしかないのではないかと感じる感じがします。

○平野委員長 わかりました。その辺の議論は予備的にこの後の懇談会でしていただいたほうがいいかなと思いますので、きょうのところはよろしゅうございますでしょうか。

この報告事項につきましては、非常に微妙な要素がたくさんありますので、第14回「経営委員会」において御了承を得た議事概要のまとめ方と同様に取り扱うこととします。第14回「経営委員会」の了承事項とは、例えば市場への影響に配慮し、報告があったという記載にとどめるということですが、よろしくお願いいたします。

次の報告事項に参りたいと思います。

続きまして、報告事項（２）「国内債券運用の在り方について」を、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08、報告事項（２）「国内債券運用の在り方について」をごらんください。

本件はエグゼクティブサマリーにございますとおり、国内債券運用とその代替運用のあ

り方に関する執行部のこれまでの対応状況と今後の方針を御報告するものです。

2 ページをごらんください。御承知のとおり、国内債券市場の大半を占める国債につきましては、10年以下の利回りがマイナスとなっておりますので、市場ベンチマークに沿った機械的な投資は、必ずしも受益者の利益とならない可能性があるため、昨年度の年度計画で国内債券の乖離許容幅を弾力的に管理できるように変更し、今年度の年度計画でもそれを踏襲しております。

一方で、日銀は10年国債利回りを0.2%とする金融政策、いわゆるイールドカーブ・コントロールを実施しておりまして、こうした状況下においては、投資対象を超長期国債などに限定すれば、プラスの利回りとともに、さらにそれ以上の収益、いわゆるロールダウン収益を得ることができます。このロールダウン収益について説明したものが右側の図でございまして、横軸を債券の残存期間、縦軸を債券の利回りとして、異なる残存期間の債券利回りをプロットした図をイールドカーブと呼びまして、一般的には長期債のほうが短期債よりも利回りが高いため、イールドカーブは右肩上がりの曲線となります。

ここで20年債の利回りが0.4%、19年債の利回りが0.35%で、この関係が1年間変わらないとすると、20年債が1年後に19年債になる際には、利回りは0.4%から0.35%に低下することとなります。

債券は利回りが低下すると価格が上昇しますので、20年債を1年間保有した場合、0.4%のインカムゲインに比べて価格上昇によるキャピタルゲインを得ることができます。実際の水準は左側のグラフのとおりとなります。黒の点線が表面的な利回り、つまりはイールドカーブ、黒の実線がロールダウン収益で、両者を足した総合収益が赤の実線となります。こちらをごらんいただきますと、残存期間が10年を超える超長期債の総合収益は、表面的な利回りを大きく上回ることがおわかりいただけるかと思います。ただし、これは現在のイールドカーブが将来と変わらないことを前提としておりますので、日銀によるイールドカーブ・コントロールの変更などで金利が上昇すれば成り立たないということです。

そこで、日銀が政策目標としている生鮮食品を除いた消費者物価指数、いわゆるコアCPIの推移を見たのが3ページのグラフとなります。黒の実線はコアCPIの前年同月比の上昇率で、2014年4月の消費税増税の影響で動けば政策目標である2%を下回って推移しております。また、黒の破線は物価連動国債が想定する今後10年間のコアCPI上昇率の平均で、足元では0.2%程度となっております。つまり、市場は帰属家賃の下落などの構造的な要因に加えて、幼児教育の無償化や携帯電話料金の引き下げなどの一時的な要因も含めて、低インフレが続くと予想しております。したがって、日銀が政策目標などを根本的に見直さない限りは、現在のイールドカーブ・コントロールも続く可能性が高いと考えることもできます。

さらに超長期国債の投資により、相対的に高い収益を得るだけでなく、運用資産全体のリスクの75%を占める株式のリスクを相殺、つまり、ヘッジすることもできます。4ページの表はそれを分析したものとなります。例えば国内債券のうち、基本ポートフォリ

オを策定する際に用いてきたNOMURA-BPI「除くABS」、そのうち国債のみを取り出したBPI国債、さらにそのうち超長期国債のみを取り出したBPI国債（11年以上）について、収益率の振れ幅である標準偏差を見ますと、金利リスクであるデュレーションが後者になるほど大きくなりますので、標準偏差も後者になるほど大きくなります。

次に、国内債券と国内外の株式が同じように動くのか、反対に動くのか、ほとんど無関係に動くのかを見るために相関係数を計算すると、国内債券のどのベンチマークも -0.4 程度で、国内外の株式とは反対に動きますが、その方向性に大きな差はありません。ただし、相関係数と標準偏差の両方を加味した感応度は、標準偏差の違いが梃子の原理のように働いて、後者になるほど大きくなります。例えばBPI国債（11年以上）の国内株式に対する感応度は -0.12 となっておりますが、これは国内株式が 1% 下落をすると、BPI国債（11年以上）は反対に 0.12% 上昇することをあらわしております。

また、外国債券につきましても同様の分析を行いますと、為替ヘッジを行った場合には、株式リスクをヘッジすることができるということがおわかりになるかと思います。

以上の分析を踏まえると、これまでの対応状況と今後の方針は5ページのとおりとなっております。まず、これまでの対応方針ですが、キャッシュアウト等対応ファンドの償還金と利金のうち、キャッシュアウトに充当する必要がなくなった資金について、国内超長期国債に再投資をしております。再投資の方法や金額につきましては、市場の流動性などに配慮しながら保守的に決めております。また、市場が大きく流動性が高い米国債や欧州国債につきまして、為替をヘッジした上で投資を行っております。

そして、今後の方針ですけれども、国内超長期国債への再投資を継続するとともに、為替ヘッジ付の米国債投資につきまして、米ドルのヘッジコストが上昇しているため、債券先物による代替運用を準備しております。

さらに、米国債と同等の市場規模と流動性がある一方で、利回りが高い米国住宅ローン担保証券、いわゆるMBSにつきまして、為替リスクを実質的にヘッジした上で投資をしたいと考えております。その際には、MBS市場に特有の先渡し取引、いわゆるTBA取引によって為替ヘッジ付き米国債券運用において、債券先物を活用したものと同様の経済効果を低リスク、低コストで実現したいと考えておりまして、こうした新たな運用手法につきまして、次回以降の経営委員会で御審議をいただければと考えております。

また、最後に為替ヘッジ付き外国債券につきましては、現在の基本ポートフォリオでは外国債券に区分されておりますけれども、リスク・リターン特性はむしろ国内債券に近いため、資産区分の変更を行うべきかどうかにつきましても、同じく次回以降の経営委員会で御審議いただければと考えております。

以上です。

○平野委員長　ありがとうございました。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問がありましたら、よろしく願いいたします。

どうぞ。

○加藤委員 債券先物を使った戦略ですが、米国の国債の先物を使うと、為替ヘッジする部分がすごく少なくなるわけです。証拠金分だけということになると思います。ところで、今、為替ヘッジコストがどんどん上がっていて、それを反映して、フル・フルの為替ヘッジ付外債のイールドがどんどん下がっている状況が起こっているわけです。この先物を使った場合は、先物価格にこの影響が反映されていないと仮定すると、為替ヘッジコストが少なくて済み、利回りがそれほど下がらない。そういう理解でいいですか。

●大石投資戦略部長 そうです。正確に申し上げますと、今、金利差以上にコストがかかっている、それを市場でベシスと呼ぶのですのですね、そのベシスの部分が相対的为替フォワード取引から取引所に上場されている債券先物に変えることによって節約ができます。直近では数十ベシスありますので、その部分は節約できますが、そもそもの短期金利差は節約できません。

また、為替先物の場合は、普通は取引をして、ベンチマークと同じ1カ月ぐらいの期限でロールオーバーしていくのですけれども、その際にもAsk・Bidのコストがかかりますが、そこを債券先物に変えれば基本的には節約ができます。

○加藤委員 ある意味でおいしい話だと思うのですけれども、これがおいしいとわかると、ほかにこの戦略をやる日本の投資家がどんどんふえる。その可能性はどうでしょうか。そんなことはないですか。

●大石投資戦略部長 ちょっとわからないというのがお答えなのですが、ただ、例えば地方銀行とかで、よく米国債に投資をして為替ヘッジをして、金利が上がって結構含み損が出ているという話が出ているので

恐らく会計上とか、場合によっては税制上の取り扱いが違うとか、そういう理由はあるのかなと思いますが、現時点では理由はわかっていません。

○高橋理事長 ある程度以上まとまってやらないとできないので、そこで差別化されているというのはあります。

○加藤委員 一応参入障壁があるということですね。

○高橋理事長 あと、現物だとレンディングができるので、レンディング収益を放棄している部分は、少しデメリットです。

○平野委員長 ほかにいかがですか。よろしゅうございますか。どうもありがとうございました。

続きまして、報告事項（3）「ESG投資に関する基本的考え方（2）」につきまして、執行部から報告をお願いします。

●佐藤企画課長 それでは、ファイル09、報告事項（3）「ESG投資に関する基本的考え方」のファイルをお開きください。

エグゼクティブサマリーに書かせていただいておりますけれども、前回の経営委員会でも一度御議論いただきましたが、経営委員会としてESG投資をどう考えていくのかというこ

とで、委員長からも問題提起がありまして、一回議論をしようということで、前回の経営委員会でも御議論をいただいた関係の続きであります。

前回の経営委員会では、時間の関係といたしますか、時間の中ではほぼダイベストメントの関係だけで議論が終わってしまいましたので、ESGについても改めて資料を用意しております。後ろについております資料はこれまでのスチュワードシップ活動の取り組みとかESGの取り組み、前回の経営委員会に提出した資料をそのまま、全く同じ形でつけておりますので、資料の説明としては割愛をさせていただきます。

iPadに戻っていただきまして、ESGの関係で、今回、参考資料としておつけしておりますのがファイル11、12でございまして、ファイル11でありましたら、参考1の『月刊資本市場』の論文です。細かい部分や中身についてはこの場では説明しませんが、エーザイのCF0の柳さんなどが、いろいろと考え方はあるのだろうと思うのですが、例えばESGとリターンとの関係で、現場にいる実務の方からも、ESGと長期的なROEとの関係は、日本企業の場合でも長期的には両立し得るし、好影響を与えるのだということが示唆されるのだと。だから、各企業もESGについて積極的に取り組んでいくことが必要ではないか、情報公開をやっていかなければいけないのではないかと。そのような趣旨のペーパーを書かれているということ。

それから、12番の報告事項（3）の参考2『ハーバード・ビジネス・レビュー』は、英語のペーパーを私どものほうで便宜上日本語に訳しておりますので、そのようにごらんいただければと思いますけれども、世界のアセマネあるいはアセットオーナーはみんな、ESGは重要なファクターであるとももちろん考えているし、サステナブル投資がパフォーマンスと順相関、正の相関があるというふうに考えているのだけれども、企業側の意識はまだまだ必ずしも十分ではない企業が比較的多いということで、そういうところをしっかりと向き合って取り組む必要があるのではないかとか、リソースもきちんと割くべきではないかとか、そういったことが書いてあるようなペーパーであるというわけでございます。

こういったことも踏まえて、ESGについてどう考えていくのかを改めて御議論いただければと思っております。

ファイルに戻っていただきまして、10番のファイルです。先ほど前回、ダイベストメントでほぼ時間が尽きてしまいましたと申し上げましたけれども、前回の議論を私ども事務局のほうで、議事録、速記などを見ながら趣旨を簡単にまとめたものが、ダイベストメントに関する前回の議論の整理ということで、私どもなりに整理をさせていただいたものです。法律論の問題とか、他事考慮に該当するのか、しないのかとか、あるいは実務面の課題、GPIFの運用目的との関係ということで論点と、経営委員から、皆さんからこんな意見がありましたということを事務的に整理させていただいたというものでございます。

それ以降の資料につきましては、前回の経営委員会でも御説明しましたGPIFの株式運用の仕組み、そもそも法律上の仕組みがどうなっているといった話の資料。これも資料をそのままつけておりますので、この場での説明は割愛させていただきます。

私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。

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。

○中村委員 13分の2ページに書いてある文章で、1つは「『建設的な対話』を促進することで、『長期的な企業価値向上』が『経済全体の成長』に繋がり」となっているのですが、これは運用受託機関と投資先企業との間でなされることなので、そういう環境をGPIFはつくっているということになる。そういうことを前提にすると、他事考慮と言われないように、環境整備をされていて、やりやすいムードにしているというのであれば、「『建設的な対話』が促進されることで」というほうがいいのかと感じました。

もう一つは、下から2行目、「インベストメントチェーンにおけるWin-Win環境の構築を目指すことにより、スチュワードシップ責任を果たしていく」ということについて、気持ちは能動的なのでしょうけれども、目指すことでより責任を果たしていくというのではなくて、環境を構築してスチュワードシップ責任を果たすので、ここは「構築を目指すために」とか、スチュワードシップ責任は、環境をつくることを目的にGPIFはしていますとかいうようにしておけば、直接エンゲージメントをするのではなくて、そういう環境をつくり上げて日本の企業はよくなったというほうがいいのではないかという感じがしました。

それと、9ページにClimate 100+についても枠内に「ESGを考慮に入れた建設的な対話を促進」となっているので、気持ちはそうなのだろうけれども、「対話が促進される」とか、英語の文章で言えば受け身のように書いておくと、主語が変わっているからいいのではないかと感じました。

以上です。

○平野委員長 今の話は多分、今度業務概況書のドラフトの中で該当項目がございますので、そういう目で見えていただいて、もし修正提案があれば出していただきたいと思います。

どうぞ。

●水野理事 前は電話で失礼いたしました。私から申し上げますが、今の中村さんの御質問で、受動的、能動的というのは、私は能動的でないフィデューシャリー・デューティを果たせないと思っているので、基本的には全てそういう表現になります。

これをつくったときは、当時、GPIFのスチュワードシップ活動の意義が浸透していない時期でしたので、実は、GPIFは日本の経済全体が持続的に成長しないとパフォーマンスは上がらないのですということを伝えたかったのと、GPIFは世界の投資家の中でも最もインベストメントチェーンを体現している組織であると。要するに、GPIFは資金そのものが従業員の方や企業から来ていて、それを運用会社を通じて環流しているという、まさにインベストメントチェーンなので、チェーンの最適化と持続可能性の向上を図ることによってのみGPIFのフィデューシャリー・デューティは果たされるということを、Win-Winの関係として説明しようとしたものであり、この文章はそのときから使っている。

最近は、余り質問されなくなりまして、私どものアンケートを見ていただいても、上場会社の7割、8割がGPIFのスチュワードシップ活動に関してポジティブに評価しているとおっしゃっているので、こういう説得は余りする必要がなくなったということがあります。

ESGについて、なぜそれが必要であるか、あるいはそういうアクティブオーナーであることが必要であるかということをどうやって説明しようかと思っていたが、先ほど業務概況書の議論の中で、中村委員の疑問で既にそこは回答がされてしまったと思っておりまして、私たちは10%しかないということをお伝えしたときに、10%しかないとは言っても日本の経済に関する役割は大きいと言われました。

一方で、厚労省の度山さんも、将来の経済活動が健全に行われることが重要であるとおっしゃっているわけですから、重要なポジションにあるGPIFが、将来の経済活動が健全かつ持続的に行えるように働きかけるのは、フィデューシャリー・デューティの果たし方として当然ではないかと考えておりますので、本質的には、GPIFはこれを積極的に果たすことによってのみ、年金制度の財政の持続可能性に貢献できるということを、私は強く主張したいと思っております。

まずはコンセプトとしてどうかということでしたが、きょうは海外の状況などもお話しさせていただきたいと思っております、事前に企画のほうから、『ハーバード・ビジネス・レビュー』の記事を翻訳して皆さんに配らせていただいたと思います。これは世界中のアセットオーナーや運用会社からのヒアリングで、彼らが極めてESGは重要だと言っている。それに対して、企業側の取り組みが遅れているので、早く取り組むべきだという『ハーバード・ビジネス・レビュー』の提言です。

もう一方の柳さんのレポートは、ある意味で逆でありまして、企業側は既にそれで取り組んでおり、投資家もそれを理解すべきではないかと言っています。要するに、ESGが重要なファクターであるというものが双方から出てきているということです。

運用業界に関して言いますと、これは加藤先生から言ってもらってもいいのですが、海外でESGの取材をしてきた人たちは皆さん同じ結論を出して帰ってこられると思うのですが、海外の運用業界においては、ESGが重要ではないと言っている人はほとんどいない、少なくともGPIFの運用委託先は全員重要であると言っています。もうビデオも出ていますので、よろしければごらんになっていただければと思いますが、私は司会をしただけですけども、ゴールデンウィーク中に私がロサンゼルスで参加してきたカンファレンスのESGパネルの運用会社や指数会社のパネリストの全員がESGは重要で、自分たちの業務、自分たちの投資のプロセスにインテグレートしていると言っています。

そうであれば、価格に反映されるのは時間の問題だと思いますが、そういう環境下で、確実性の観点からまだ結果としてパフォーマンスに反映されていないからやりませんというのがフィデューシャリー・デューティを果たすことになるのか。その方向性に向かっているとわかっているなら、それに対応するというのがフィデューシャリー・デューティを果たすことになるのではないか。これは経営委員会において考えていただいたほうが

いいと思いますけれども、例えばダイベストメントの話も、ダイベストをしたらどうなるという結果が出ていないというのが考え方であれば、結果が出るまで何もしないということですから、それは私はフィデューシャリー・デューティーを果たしていないのではないかと考えています。

それと同じような考え方を今、イギリスはしておりまして、おもしろい話ですが、20年ほど前にフィデューシャリー・デューティーのコンセプトを出して、年金の運用者が運用以外のことを考えるのはよくないと言ったイギリスは、今やESGをインテグレートしないということがフィデューシャリー・デューティーに反すると言ってきていますので、時代の移り変わりの中で、GPIFは常に最後に動くというポジションをするかどうかということについて、私は、それではフィデューシャリー・デューティーを果たせないと思っています。

ESGのポイントとして、なぜ重要かという点、2つの意味があると私は思っておりまして、まず、今のマーケットは何もしなければ短期志向だということがあります。これは私よりも詳しい方がいらっしゃるかもしれませんが、今、ニューヨーク株式市場の日々の8割のトレードは機械によって行われていると言われておりまして、株式投資家の平均保有期間が1カ月超という状態で、その人たちが取引している価格が長期投資家にとって、最もふさわしい価格であるかということについては、長期投資家は疑問を持たなければいけない責任があると思いますし、ESGがそもそも運用に関連性があるのか、Irrelevantではないかという議論をされる方々もいらっしゃるのですけれども、1週間でお金を回収しなければいけない投資家にとっては、当然、環境問題、社会問題は関係ないと思いますが、25年、100年という話をしていく中で、環境問題、社会問題、あるいはガバナンスという問題を考慮に入れないということは、本当に長期投資家としてやるべきことなのかと。

マーケットの8割がそういうことを全く考えずに機械的にトレードしているとすれば、GPIFはより積極的に、こういうファクターについて、人間の運用者が考慮していくように進めていくべきではないかというふうに思っております。

あと、確実性の問題について、今回の基本ポートフォリオの議論の中で出てくる10年先の金利などを皆さん果たしてどれだけの確信を持って議論されていますかということ言えば、気候変動などのリスクのほうが、よほど蓋然性があると考えています。

ESGの企業財務と株価の関連性について、現在の株価の説明変数として、8割以上が財務諸表のデータ以外だというのは、さまざまな研究で出されていますので、非財務情報を使わなければ、そもそも価格のフェアなプライシングはできないということです。非財務情報の中に、ESG的な要素が入っているのではないかと、あるいは今後もっと入るのではないかとというレポートは、ハーバードのジョージ・セラフィムなどたくさんの方がレポートを出していますので、そういう環境下、私たちとしては、ESGのインテグレーションを積極的に行うということは、他事考慮ではなく自事考慮であると考えてやっています。

○平野委員長　ありがとうございました。

御意見、御質問はございますでしょうか。

どうぞ。

○加藤委員 まず、最初に、スチュワードシップですけれども、スチュワードシップはパフォーマンス向上が目的なので、他事考慮ではないと考えています。

それは置いておいて、ESG投資については、長期投資として基本的にポジティブです。最近考えているのは、ESG投資を運用機関に任せたとして、短期的に超過リターンが出れば、これはノープロBLEMです。つまり、それに対して文句を言う人は誰もいない。超過リターンが出ていますから、別にESG投資であろうがなかろうがいいわけです。少なくともESG投資とうたって短期的に超過リターンが出ていればノープロBLEMだと。

問題は、短期的に超過リターンが出ない場合。つまり、マーケットパッシブと同じだった、あるいは若干損をしたという場合。そういうときに、ESG投資の意義をどうやって説明するのかというところが重要ではないかと思うのです。

以前、その話をちょっと申し上げたと思うのですけれども、やはりそこを説明すべきだと思います。というのは、説明できなければ、普通のTOPIXのインデックスファンドを買っておけばいいではないかという話になってしまう。

そのときに、説明の仕方としては、このESG投資によって環境がよくなりますと。でも、そこでストップしてしまうと、他事考慮という話がまた出てきてしまう。環境をよくするためにGPIFがやっているのかということになってしまう。そういうことではなくて、環境をよくすると、それが長期的に、パフォーマンスがサステナブルになる。つまり、環境をよくすることによって社会がサステナブルになり、市場がサステナブルになり、企業活動が活発化し、結果的に投資パフォーマンスが上がりますと、多分、こういうロジックを示すことが必要です。そこまで行かないと意味がない。

環境をよくしましょうというところで終わってしまうと、何の話かよくわからない。この前開催されたR&I Asiaというコンフェレンスでの議論を聞いていると、そういう話が余りにも多かったので、私としては若干違和感があった。環境省の人が出てきて、こんなに環境が悪いのだと。皆さんよくしてくださいみたいなことを投資家に向かって言うわけですから、聴講者がそれは国の仕事ではないですかと質問していました。いずれにしろ、そこで終わってしまうとだめで、投資パフォーマンスまでつなげないといけない。

だから、ここのロジックをちゃんときれいに整理して、説明してやらないと難しいかなというのが最近考えることです。

●水野理事 ありがとうございます。

私たちは、実はその逆から来たのです。最近、気候とかジェンダーとか個別のものについて意見を求められるので言わざるを得ないのですけれども、ずっと言ってきたのは、GPIFはユニバーサル・オーナーであり、どれだけ α を積み上げるような活動をして、結局マーケット全体がクラッシュするときに全てやられてしまうので、マーケット全体が持続可能になるように考える必要がある。

もっと小規模の投資家だったら、あるいは短期投資家だったら、いいところだけ買って、そこがどんどんパフォーマンスだけ上がっていれば、負の外部性生じても問題ないのですけれども、GPIFの場合は、先ほどの健全な経済活動を阻害されることによって下がる。

それをマネージするというのが最大の目標で、そのマーケット、マーケットが成り立つ土台である社会、社会が成り立つ土台である環境をサステナブルにするためにやっているのです。今度、PRIのカンファレンスにも、環境省が来るのですけれども、それが逆に勘違いを生むのです。GPIFがなぜESGのエリアでグローバルに評価が上がったかという、ユニバーサル・オーナーシップという考え方を本格的に導入したからです。

自分たちのパフォーマンスは、ストックピクのようにして上げることはできない、超過収益が上がってもそれによって負の外部性が生じて、どこかで吸収しなければいけないので、意味がないというコンセプトを広げたということなので、その考え方を突き詰めていくと、超過収益を出すことだけがフィデューシャリー・デューティーにかなうことなのか、つまり、他事考慮ではないということを言っているのと同じなのです。つまり、全体がよくなるのがGPIFのポートフォリオの持続可能性に重要なのです。思い起こしていただくと、ESGインデックスを始めたときに、これは超過収益が出るのかという議論がありましたが、超過収益を出そうと思ったら、スコアリングメソドロジーを公開しないほうがいいのです。

にもかかわらず、あえて公開したのは、インデックスに入っていない企業の方々がESGの評価を上げるように努力しやすくするためです。 α を上げるということだけを考えれば、メソドロジーは公開しないほうがいいのですが、私たちは超過収益を上げることだけがGPIFの目的ではなくて、マーケット全体の β が持続可能であることのほうが重要であるというコンセプトチェンジをしています。

これは海外でも議論されますし、私が海外の大学で講義したときにも、ある学生が同じ質問をしたのですが、やはり運用会社出身でした。それに関しては、今みたいな回答をすると、実は、運用会社以外の人たちはみんな納得するということなので、ちょっとここはチャレンジングなのですけれども、GPIFの目標は α だけではないのだと。 β の質を重視するということを言い続けているので、そこで合意できないと、多分、一つ一つのGPIFのアクションが合意できないということになるのではないかと思います。

○加藤委員　ちなみに私の本では、ESGインデックス運用は超過リターンを求める運用の分類に入っていないので、参考までに。

●水野理事　そうですか。ありがとうございます。

○平野委員長　ほかにございますか。

○新井委員長代理　私が発言すると、また後ろ向きの発言をしたと言われるのではないかと思います。私は今の理事のお話を聞いていて、やはり理念論を述べているというふうにしか聞こえないのですね。

直近はわかりませんが、例えばJPX400のパフォーマンスがTOPIXに何年もアンダー

パフォーマンスしているとかいうようなことがあるわけですね。そのようなことがありますので、ESGを重視すると運用パフォーマンスにプラスになるという議論は、あまり明確な根拠があるものではないように思います。ただ、EとSとGを分けていったときに、ガバナンスのいいところのパフォーマンスはある程度よくなっているというようなデータは出ている。今度は気候かもしれませんが、そういうことです。

要するに、あるところまで収れんしてしまったら、それ以上はもうエクセスリターンは出てこないということがあるのではないかと思いますし、それから、揚げ足取り的な発言になって恐縮なのですが、 β とおっしゃったのですが、本当に β が問題だったら、パッシブ運用で β をとれるわけだからそれでいいではないかというような反論もあり得るわけです。理念について私は反対しているわけではない。そこは確認したいのですけれども、理念について反対しているわけではないのですが、理念が正しい、証拠があるのだというふうな言い方をされると、いや、証拠があるというふうには思えないというのが正直な印象です。

●水野理事 ありがとうございます。

理念を持たない人に仕事はできないと思うので、理念は持つべきだと思いますけれども、今の新井委員長代理の言われたことで、一つ重要なポイントは、アクティブ・パッシブ理論です。

私たちは、パッシブのクオリティを上げようとしているのと同じなのです。そうすると、アクティブをやらなくていいではないかと言われると、これは全く違う理論なのですけれども、一理あると思うのです。実際問題、今までアクティブのマネジャーがパッシブに勝てていないではないか。だったらパッシブでいいではないかというアクティブ・パッシブ理論は、また別途やらせていただければいいと思うのですけれども、今回、私たちが申し上げているのは、先ほどの収れんしていくというのが起きるまでの間何もしないのか、あるいは収れんさせる方向に私たちも貢献するのが責任ではないかという認識だと思っていまして、例えばガバナンスもある程度の結果が出ているみたいなのですけれども、GPIFでなければガバナンスのいい会社だけ投資すればいいのですが、GPIFの場合は、日本の会社のガバナンスが平均的に上がってもらうほうがいいということなのです。

これがユニバーサル・オーナーシップの一つのポイントで、全体が上がってもらう。不遜なので余り好きな表現ではないのですけれども、底上げという言い方が一番よくて、逆に超過収益が出ることを証明できるということは、それができていない会社があるということなので、本当は余り喜ばしい状況ではないのではないかと思います。多分、3年

前か、4年前、新井先生は覚えていらっしゃるかもしれませんが、ESGをやるべきかという調査研究を委託したのですが、ESGとパフォーマンスの関連性がないので、日本ではやっても意味がないというものだったのですが、ヨーロッパなどはあのときから既に関連性があったのです。

日本は関連性がないからやるべきではないという考え方もあったのですが、あのときにやっていて、関連性が出れば正しかったということになります。徐々にプライシングしていったら、最後はそれがマーケットと一緒にするというプロセスをたどるのだらうと思うので、その間は α をとれるかもしれません。ただし、究極の目的は α を25年でとることではないと思います。先ほどの基本ポートフォリオの25年間で考えると、やはりマーケット全体がどうなるかということがGPIFにとっては最も大事で、その議論とアクティブを使うべきかどうかはちょっと分けたほうが良いと思うのです。

私たちがアクティブを使うべきだと思っているのは、とはいえ勝てるマネジャーもいるというのが一つと、もう一つは、やはり先ほど言ったような、8割が機械がトレードするマーケットになってきたときに、長期的な視点で運用する人間のアクティブマネジャーがいたほうが、市場の健全性としていいのではないかと考えているので、できるだけ長期的な視点の人間の運用者に活躍してもらいたいという気持ちでやっています。

○平野委員長　そろそろいいですか。別に経営委員会は何か怒っているわけではないので、議論を深めたいということで、きょうはいろいろな材料提供をどうもありがとうございました。時間も相当経過しましたので、きょうの議論をまとめたいと思います。

うまくまとめられるかどうか分かりませんが、まず、理念については、既に29年度の業務概況書の56ページにESG活動、基本的考え方のところはかなりはっきり書かれておりまして、これは水野理事がおっしゃったことと完全に符合するのですけれども、これは経営委員会としてこれで行こうという意思のあらわれだということでもありますので、これに加筆する必要があるのか、修正する必要があるのかという面を含めて、今年度の業務概況書についてチェックをしていただければと思います。理念についてはこれに尽きるかなと。「積極的に推進する」という言葉で結ばれておりますので、そこまで含めてGPIFとしてのスタンスはこうであると。理念としてはこれに尽きる。

ESG活動を強化することが投資の運用パフォーマンスの向上につながるかどうかについては、いろいろな議論があるのですけれども、これも先般出しましたESGレポートにおいて、そんなに確定的な分析結果はないけれども、いろいろなものを拾ってきて、その辺、その因果関係なりパフォーマンスとの関係を分析するという努力をずっと強化してきているわけです。

それから、ESGそのものについてもスコアリングが必ずしも整合的ではないということもESGレポートに書いてあるわけです。ですから、最大限そういう努力を積み重ねていくということで、理念の実効性をきちんと担保していく。構造としてはそういうことになっているのではないかと思います。

したがいまして、ESGレポートあるいはその他の広報資料等々で、要するに、この議論をうまく紹介していく、それから、これはなかなか難しいけれどもパフォーマンスの関係についての分析を続ける。そういうことによって自己チェックをしながらやっていくということではないかと思います。

そういうことで、きょうはこの議論はそこで閉じたいと思います。重ねて申し上げますけれども、業務概況書に結構書き込まれておりますので、きょうの議論も踏まえて経営委員の方にはチェックをし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。

続きまして、報告事項（４）「第４回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」について、執行部から報告をお願いします。

●村田スチュワードシップ推進課企画役 そうしましたら、資料13の報告事項（４）の資料をごらんください。第４回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケートの集計結果を公表しましたので、その御報告になります。

資料の35分の３ページに目的や対象がありますが、東証一部上場企業2,129社を対象としまして、604社から回答を得ておりますので、回答率としては28.4%になります。時価総額ベースでいきますと、その下のグラフにありますように、67%ぐらいの企業から御回答をいただけている状況になりますが、圧倒的に大型、中型の企業からの御回答が中心になっているという状況になります。

御説明については、変化の大きかった部分に絞ってさせていただきたいと思いますが、その次の35分の５ページにもありますように、この１年間のIRミーティング等における機関投資家の変化については、企業側は４割が好ましい変化と回答しております。

具体的に申し上げますと、35分の８ページになりますが、投資家のESGへの関心とか、活用の高まりを企業が感じておりまして、特に統合報告書の活用については39.4%の企業が進んでいると。前年が17.5%ですので、大きく高まっているという状況になっております。

一方で、どちらかというと企業のほうが進んでいるというところもあるのかもしれないのですが、企業のほうのESGを含む非財務への関心や開示が非常に向上しておりまして、具体的には35分の17ページをごらんください。企業の統合報告書の作成状況になりますが、今回、作成している企業が初めて５割を超えておりまして、前年は43%が作成していて、7%が作成予定でしたので、予定されていたところはほぼ作成をされたと。今回、作成していない48%の企業のうち、今後作成予定と既にお答えになっている企業が13.7%ありますので、引き続き統合報告書の作成も進んでいくのだろうと考えております。

続きまして、35分の19ページになりますが、企業のESGにおける主要なテーマということで御質問をしていまして、先ほどもガバナンスのお話が少し出ておりましたけれども、企業が選ぶ重要なテーマとしては、ガバナンスが71.2%ということで、一番重要と考えられております。増加率の大きかったテーマとしては、２位に上がっております気候変動になりまして、気候変動が昨年と比べて9.2%増加しておりますので、増加率としては気候変動に関する関心が最も高く、企業の間でこの１年間で関心が極めて高まっている状況になっ

その次の35分の20ページでは、SDGsについて認知度を確認しておりますが、基本的にほぼ100%の企業がSDGsについては御存じということです。そのうち取り組みを始めている企業は44.7%ということで、前回の24%と比べると非常に高くなっているという状況になっております。

ページはかなり飛びますが、35分の32ページをごらんください。こちらは先ほどの議題の中でも出ておりました、企業から見たGPIFのステューワードシップ活動全般への御評価のページになります。「高く評価する」、「評価する」とお答えいただいた企業が約4分の3を占めておまして、「あまり評価しない」とお答えになった企業が1.2%、「評価しない」は回答としてゼロでしたので0%になっております。

●西原運用リスク管理室長 それでは、簡潔に御説明させていただきます。

資料は報告事項（５）、ファイル14をお開きください。39分の2になります。運用実績ですけれども、運用収益が第3四半期に－9.1%になりましたが、第4四半期に回復してきたこともあり、トータルでは今年度通期＋1.5%、中期経営計画期間では＋10.6%という状況です。

さらにその下、個別資産の超過収益の状況ですけれども、緑色の外債のところは通期で言いますとプラスで、中計でも引き続きプラスという状況です。

39分の6、センシティブティのところは今回、初めて経営委員会に報告させていただく資料ですけれども、

33

39分の13、外国債券全体の推定トラッキングエラーで、左上ですけれども、アクティブ・エクスポージャーということで、米ドルへのオーバーウエート、ユーロのアンダーウエートの状況が引き続き続いています。

39分の18、マクロの不均衡及びトリガーにつきましては、皆様方御案内のとおりということではありますが、欧州の分裂危機というところと、米国と中国の貿易摩擦といったところは引き続きウオッチしています。

39分の20、カントリーリスクのところは、特に問題はないと判断しています。

39分の21、ストレステストですけれども、こちらは右下の米中貿易摩擦シナリオのところをご覧になっていただきますと、3月にかけて、マハラノビス距離を見ますと、パーセンテージが増えています。すなわち、こうしたシナリオが起り得る蓋然性が高まってきていると思っています。

39分の23、クレジット投資ですけれども、約1年前に運用の制約の緩和ということで、こういった投資も進めてまいりました。外債から5つ目のバンクローンのところにつきましては昨年6月より投資が開始されていますが、そのほかのところにつきましては、低位で推移しています。

最後、39分の29、運用受託機関のリスク管理状況につきましては、こちらはガイドライン状況のチェックということで、運用リスク委員会のほうでも毎回報告しておりまして、ここでは特段大きな問題はないと思っています。

私からは以上です。

●轟オルタナティブ投資室長 それでは、引き続きまして、オルタナティブ資産についての御報告を申し上げます。

39分の30をごらんください。昨年の末の状況、具体的な投資の案件の若干の事例、最後に、今のオルタナティブ投資の投資体制について御報告申し上げます。

39分の30には昨年度末の状況を記載しております。左側のグラフでごらんいただきますとおり、2014年3月末期からオルタナティブ投資を開始しておりますけれども、昨年度末の段階で4327億円、7信託口座を運用しております。ごらんいただきますとおり、昨年1年間では、投資一任契約の投資を開始いたしましたので、その分が積み上がって倍増しているという状況でございます。

地域の分散につきましては右側のほうにございますが、1年前はまだほぼ自家運用の投資信託の残高だけだったという状況でございますけれども、投資一任契約におきます残高が積み上がりましたので、特に日本におきます投資、それから、北米におきます投資が進捗をいたしまして、分散のほうは大分進んできているという状況でございます。

設定以来のパフォーマンスは、国内外の案件につきまして、各資産別に記載をさせていただいておりますが、今、一番残高額が大きいインフラの海外投資につきましては、左側でごらんいただきますとおり、残高が倍増しております。それから、御存じのとおり、いろいろな規制環境の変化等もございまして、既存の案件にもバリエーションの変化がござ

いましたので、IRRとしましては下がっているという状況でございます。それ以外の案件につきましては、昨年度から開始しましたインフラの国内投資、不動産の国内投資につきましては、プラスから始まっているという状況です。真ん中にございますプライベート・エクイティは、ようやくいわゆる J カーブ効果を脱しまして、プラスのリターンに変化をしてきているという状況でございます。

次のページは地域の分散のあたりを少しごらんいただいているところです。インフラにつきましては引き続き欧州を中心とした投資になっておりますけれども、先ほど申しましたとおり、北米の案件、若干ですが日本の案件のほうも入ってきております。不動産につきましては、日本国内の投資が先行しております、最近では北米の案件も出てきているところです。

右下のほうに表を記載しておりますが、こちらは残高と、あとはどれぐらいの案件に投資をしているかという、いわゆる分散の観点から若干数字を記載させていただきました。インフラでは93件、PEでは143件、不動産におきましては約2,500件の物件に投資をしているところでございまして、今後も引き続き分散に留意をしました投資をしていきたいと考えております。

次のページからは具体例でございます。32ページはインフラの投資案件、左側は海外におきますインフラの投資案件です。右側は国内の再生エネルギー案件、特に太陽光発電の案件でございます。今後の御説明のところもそうですが、いずれも投資一任契約に基づくマネジャーが個別の投資判断をした案件でございます。

33ページは引き続き海外の投資案件でございまして、左側はフランスにおきます通信タワー、右側は英国におきます空港案件でございます。

次のページからは不動産の案件でございます。34ページは国内におけます案件でございまして、左側は銀座の商業案件、右側におきましては物流施設の投資案件でございます。

35ページは海外の不動産投資案件でございまして、こちらは今年度に入ってクロージングしたものと、間もなくクロージング予定のものでございますが、左側におきましては、ニューヨークのいわゆる 5 番街あるいはタイムズスクエアに面しております商業案件ポートフォリオへの投資でございます。右側におきましてはヘルスケアの案件ということで、こちらは写真がごらんいただけますけれども、MITの近隣におきますヘルスケア等の研究施設への投資案件でございます。

36ページからは現状の体制でありますとかモニタリングについて若干御説明をしております。これまでのところ、いわゆる投資のガイドライン等の違反はございません。ですが、先ほどもごらんいただきました、投資が進捗していくに当たりまして、少しずついろいろなリスク事象が発生しております。いずれにしろ、全体にも影響を及ぼすような大きな案件は発生していないと考えておりますが、このページの右の下のほうをごらんいただきますとおり、マネジャーの体制の変更でありますとか、あるいは規制、環境が変わった影響等が出てきておりますけれども、こういった個々の事象につきましては、マネジャーのほ

うから即座に連携を受けておりまして、継続的にモニタリングを行っている状況でございます。

最後に37ページで、体制のほうを御報告いたします。現状、オルタナティブ投資におきましては17名が担当しておりますが、下の図にございますとおり、フロントの専任が10名、ミドルは専任が4名、兼務者が3名という状況でございます。昨年、早い段階でミドルチームを立ち上げまして、オルタナ室の中で投資を、主に案件を獲得していくものと、リスク管理あるいはモニタリングを担当するミドルのチームという役割を分担いたしました。

加えまして、昨年度、国内外の機関投資家のほうで、どのようにオルタナティブ資産のリスク管理を行っているかというヒアリングを行いまして、それに基づきまして、改めてこの役割分担あるいは運用リスク管理室の連携状況をまとめた次第でございます。今、投資一任契約のほうの進捗が進んでおりますが、今後はリミテッド・パートナーシップへの投資も行っていきたいと思っておりますので、この牽制体制等については引き続き強化をしてみたいと考えております。

38ページは今、申し上げました運用リスク管理室とオルタナティブ投資室のフロントとミドルの担当者、3者といいますか、3つのところで協働しながらリスク管理を行っているという状況を具体的に御示唆させていただいているところです。

最後のページは、では、どんな内容をリスク管理では見ているかといったところを例示させていただいております。いわゆる伝統的資産と共通する部分と、オルタナティブ資産の固有のリスク管理の部分がございます。このページでござんいただいたような項目につきまして、マネジャーの選定時、継続的なモニタリングのところで、オルタナティブ投資室と運用リスク管理室で協働で管理をしておりますが、加えて外部のコンサルタントにも同じ内容を見させておりまして、こういった3者を含めて複数の目でモニタリングをしているという状況でございます。

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した。

ただいまの報告につきまして、御意見、御質問がございましたら、よろしく願いいたします。よろしゅうございますか。

ちなみに業績の公表は7月5日ですね。それまでは、数字は対外厳秘ということをお願いします。ありがとうございました。

●辻経営委員会事務室長 済みません。一旦資料を退室していただいて、経営委員会2という会議室にお入りください。

○平野委員長 5分だけトイレ休憩です。

(休 憩)

○平野委員長 では、始めます。

報告事項（６）「コンプライアンス案件についての報告（２）」について、執行部から報告をお願いします。

●森審議役 エグゼクティブサマリーをごらんください。

前回の経営委員会で内部通報の規程に基づく２件の通報案件として報告いたしました。

１件は投資一任の枠組みの中で、
関しまして、個別ファンドと不適切なやりとりがあった件。２点目は
の関係で、利害関係者からアテンドがあった件でございます。

これにつきましては、意見をいただきまして、第18回内部統制委員会を４月23日に開催いたしましたけれども、そのときに再発防止策を議決、報告しましたので、それにつきまして御報告いたします。また、懲戒事案について対応をいたしましたので、それについての御報告でございます。

めくっていただきまして、再発防止策でございます。①はルールの明確化でございます。①の関係でございますけれども、ファンド関係者と接触する際のルールの明確化ということでございまして、
に対しまして、面談のときに個別銘柄の取得検討を目的としたものではないということにつきまして、明確に書面で申し入れる取り扱いをするということでございます。これにつきましては、全役職員に配布しますコンプライアンスハンドブックにも記載し、さらに
につきましては、業務マニュアルを改訂し徹底するということでございます。

３ページ目はアテンドの関係でございますけれども、正当な理由がないアテンド禁止等につきまして、ルールの明確化をさせていただくということでございまして、これにつきましても、コンプライアンスハンドブックにおきまして明記するというところでございます。

②につきましては、コンプライアンスの一層の徹底、後ほど見ていただきますが、25日に理事長から全役職員に対しまして訓示を行いました。あとは、今申しましたコンプライアンスハンドブックの改訂につきましても、役職員に周知を徹底いたしました。また、今月末からということで考えておりますけれども、役職員を対象としますコンプライアンス研修をeラーニングで実施することを考えております。

次のページでございますが、今、事実的に止めている国内特化型PE案件、インフラ共同
案件につきまして、これは
のですけれども、その際に、通報対象者の方につきましては、今回の
業務に携わらない取り扱いとするという話。あと、
案件につきましては、
からにするとしまして、当該業務の運用者の決定には通報対象者のG氏は携わらない取り扱いにするという形で再開したところでございます。

次のページは懲戒等事案への対応でございます。懲戒委員会につきましては第１回、４月16日に開催いたしまして、懲戒については理事長に対して提出する意見案を審議しまして、それも含めまして、４月25日に弁明をいただきまして、全体、処分案等につきまして決定したところでございます。

内容でございますが、事案1の関係は、対象である職員につきましては厳重注意、その他の職員につきましては、上司等でございますが、厳重注意としたというところでございます。事案2につきましては、対象者である管理職員については戒告、これは懲戒処分でございます。担当理事につきましては厳重注意。あと、他の対象者である職員につきましては業務上の指導を行ったということでございまして、ルール上、懲戒という形になりますと、公表することになっておりますので、事案2の対象者等につきましては、4月25日に処分等を実施して、プレスリリースをしたところでございます。これは厚生労働記者会にも配布したところでございます。

次のページに、理事長のそのときの訓示がでございます。当然でございますが、1段落目で事態を重く受けとめているという認識、あと、本件に関するところの対応策について書いております。その次は、今回は内部通報という形で自浄作用が実効的に働いたのですけれども、それを含めまして、内部統制がしっかり機能していく組織を築き上げるという話。あとは経営委員会において御意見をいただきましたけれども、コンプライアンス遵守の意義を職員が実感できる。また、些細なことでも互いに相談できるリスクカルチャーの醸成という御意見をいただきましたので、そこについても紹介して、全役職員が一丸となって、国民の皆様から一層信頼される組織を築いていきたいと思いますという形で呼びかけた文書でございます。

その次のページが25日に出了したプレスリリースでございます。先ほど申しましたように、懲戒を受けた職員につきましては、個人名等がわからないような形で出したということでございまして、1のところに※がございすけれども、あわせて、本事案に係る法人全体の監督責任として、理事長については俸給等月額の10%を辞退するという形のことも書かせていただきまして、その後、次のページでございますが、再発防止策等について書いたというものでございます。

私からの報告は以上でございます。

○平野委員長　ありがとうございました。

ただいまの報告につきまして御意見、御質問がございましたら、よろしくお願いします。

○高橋理事長　このたびは大変御迷惑をおかけしまして、まことに申しわけありませんでした。

私自身痛感したのは、何よりも国民の財産を長期に運用するということのモラルといたしますか、責任感を皆さんで共有する組織文化をつくっていくことがいかに難しいかということを改めて感じましたので、引き続き努力していきたいと考えております。

その上で、2点だけですが、1点はそれぞれの事案について処分をさせていただきましたが、本人の納得感といたしますか、やはり理解をしていただいた上で、コンプラ担当の森さんのほうからもよく説明していただきまして、その背景なりも御理解いただいた上で処分をしていると御理解いただければと思います。その上で、新たな気持ちで仕事に取りかかっていただくというのが1点であります。

もう一点は、非常に心配したのは、マスコミがどのように扱うかということですが、これも厚労省とよく相談させていただきまして、記者クラブのほうにきちんとペーパーを配って、少なくとも私が聞いている範囲内では、

、一部電子版で出ましたが、

その面でもある程度レピュテーションのダメージについても少しコントロールできたかなと考えております。

何よりもこれをきちんといい経験として仕事をしていきたいと思っておりますので、引き続き御理解のほどよろしくお願いいたします。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかに御意見はございますか。よろしゅうございますか。ありがとうございます。

続きまして、報告事項（７）「業務監査報告（随時）」について、堀江委員から報告をお願いします。

○堀江委員 資料１、報告事項７です。前回の経営委員会で少しお話ししましたが、モバイル端末が紛失した事案についての意見書のサマリーです。４月１９日に高橋理事長に８ページの意見書を提出しており、今回はその要旨を説明する内容です。

１の事案の概要は前回に御説明しましたが、経営委員の方も貸与されていますモバイル端末が、この場合

の 方が

どうも盗難に遭ったらしい。盗難に遭うこと自体は起こり得ることですが、課題になっているのは、厳重に管理することがちゃんと手順書に書かれていたのに、厳重に管理していたのかなというのが１点。

もう一つは、なくなったときに、すぐに連絡すれば、当法人のセキュリティはかなりしっかりしており、情報漏えいのリスクはゼロにできたにもかかわらず、紛失したのが週末らしいのですが、いつなくなったかも定かではないのですが、連絡をしたのが週をまたぎ、かなり時間がたって連絡した。この２点が課題で、監査委員会で調べたということです。

２ページ目の下にありますように、端末を貸与するときの手順はしっかり決まっています。企画役以上の役職者、特に運用専門職の場合は常にメール等をチェックしなければならないということで、一律に常時貸与しているようですが、貸与するとき、厳重に管理することが書かれており、２ページ目にもありますように、なくしたときは直ちに情報セキュリティ管理者及び通信キャリア（ソフトバンク）、それに連絡を入れることと、はっきりと書かれているのが１点です。従って、手順としてしっかり明記されている。

２ページ目の（２）にありますように、セキュリティ対策も結構しっかりしており、三重のパスワードがかかるような形になっていますし、なくなった場合にも、先ほど言ったように連絡すれば内容は全部消去できる。そういう形で情報漏えいがなくなるようになっ

ていますので、セキュリティ対策としては非常によくできているのではないかと思います。

2 ページ目の下ですが、先ほど言いましたように、今回、なくなった特殊要因ということで、

不特定多数が

入ってくる状況に端末を置いていた。そういったところが1つ厳重に管理していたと言えるのか。そこについては疑問があります。

盗んだのではないかと。そういう可能性が高い事案です。

3 ページ目に監査委員会の意見をつけておりますが、なくなった原因は、厳重な管理をしていなかったのではないかとというのが1点。もう一点は、今回は情報漏えいしてはいますが、すぐに連絡をしなかったということが情報漏えいリスクにつながるような案件であったということです。

当法人の管理面では、3 ページ目の中ほどに書いてありますように、何点か留意点があります。1 は今回、なくなった時期もよくわからない。というのは、端末を1 カ月ぐらいどうも使っていなかったようで、本当に貸与する必要があったのかどうか、その吟味が十分されたのかということが、疑問が残るということ。実際、過去にも紛失事案が幾つかあり、紛失した際、紛失しないような研修や管理マニュアルの整備が徹底されたのかどうかということも不明であるという点。あとは窃盗の可能性が高い事案ですが、最終的には盗難届ではなくて遺失物という扱いにしている点。占有権はこの方が持っていますが、所有権は当法人が持っており、この扱いでよかったのか。そういった点が課題として残っているのではないかと評価しております。

3 ページ目の最後にかきましたように、検討すべきと思われる再発防止策として、アとしては端末貸与の必要性を具体的に判断する手順が要るのではないかと。イは、一番重要だと思っておりますが、貸与をする端末の管理に係る研修やマニュアルの内容を見直していただいて、具体的に実効性のあるものにします。特に紛失したとき、それがわかったときは、自身で捜索するよりセキュリティ管理者及び通信キャリアに連絡することで、情報漏えいリスクがゼロにできますので、それを徹底していただくというのが一番重要ではないかと思っております。ウは言わずもがなのことで、エは本件事案、これは経営委員も含めてなのですけれども、周知徹底したほうがいいと思っており、内部統制委員会で当事案を出していただき、法人内でこういったことが起こったということを周知徹底していただきたい。それが検討すべきと思われる再発防止策でございます。

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、御質問がございましたら、よろしくお願いします。

○高橋理事長 いろいろ御迷惑をおかけしまして申しわけありません。再発防止策につき

ましても、きちんと対応していきたいと考えております。

かつ、貸与をして、ちゃんと情報端末はその管理を下さいということは周知徹底した上で、できれば働き方改革等もあって、もっとちゃんと端末を使って仕事をしてくれというふうには進めていきたいと思っておりますので、そのバランスをよく考えて対応したいというふうに思います。

○平野委員長　どうぞ。

○岩村委員　おっしゃるように、働き方改革の関係で、今後はこういう端末を自宅に持ち帰って仕事をされる、出張先に持ち出して、あるいは顧客との対話のときに、顧客というのかどうかはわかりませんが、関係者との対話のときに、それを利用しながら対話をするということはふえていくのだと思うのです。そういう意味で、端末の管理は非常に重要になってくるのではないかという感じを私自身は持っております、これまでのセキュリティ対策というと、情報の漏えいであるとかサイバー攻撃であるとか、そういったものに対する対応だったのですが、今回は端末の管理というものにも相当程度注意する必要があるのかなと。そういう感想を持っております。

○平野委員長　ほかにいかがでございますか。よろしゅうございますか。

それでは、続きまして、報告事項（８）「経営委員会の運営等について」を、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　済みません。また一旦退室いただきまして、もとのファイル、経営委員会にお戻りください。資料06「経営委員会の運営等について」でございます。

エグゼクティブサマリーでございますけれども、この中の報告事項、議事概要の発言者の新たな表記方法、議事概要の事項について、サマリーを掲載するということでございます。

7分の3に行ってくださいまして「報告事項（８）議事概要について」ですが「（１）発言者の記名の可否について」ということです。この件につきましては、3回ほど御議論いただきまして、3月29日の第21回「経営委員会」で、議事概要の発言者の名前の記載の可否については、今しばらく様子を見た上で最終的に判断しようというお話になりましたけれども、その後、現行の表記、下のところですが、委員、理事長、執行部、厚生労働省という4表記なのですが、これでは余りにもわかりにくいのではないかという御意見がございまして、ここに書きましたが、委員長と委員等のステータスが相違しているものについては、区別してはどうかという御意見があったというものでございます。

続きまして、7分の4に行きまして、サマリーの記載についてでございますけれども、今、議事概要のサマリーは、③の簡便なものにつきましては、例えば一番下がわかりやすいのですが、「業務方法書の変更について」で「質疑等はなかった」というところで、内容が全くわからないようなことがあるので、サマリーを記載してはどうかという御意見をいただいております。

ただし、7分の5にございますように、市場への影響等に配慮した記載例につきまして

は、今ございますエグゼクティブサマリーの右側のものを記載することにも、やはり支障があると思われますので、こちらの④につきましては、今までの記載どおり、執行部から報告があったとか、質疑等はなかったとか、そういった記載にさせていただきたいと思いますが、7分の3の議事概要の発言者の表記の方法とサマリーの記載方法について、こういう提案がございましたということを事務室から報告させていただきます。

○平野委員長 ありがとうございます。

それでは、一つ一つ行きましょう。最終的にこういうものは、決め方としては、経営委員長が決めるのですか。

●辻経営委員会事務室長 委員の中の合意形成です。議事概要も議事録も、委員の皆様の御署名がない限りは、それができ上がったという形にはなりませんので。

○平野委員長 合意形成ですね。わかりました。基本的には皆さんで合意されればそういう方向で修正するということです。

最初に発言者の記名の可否についてという御提案がありましたが、提案内容は、これはあれですか。現行の表記と比べて、委員長を区別する。

○堀江委員 あとは監査委員を兼ねる経営委員も区別してもいいのではないか。3人はそれでいいということです。

○平野委員長 それでよろしいのですね。私は異存はありませんが、いかがですか。

○岩村委員 組織規程の立場がありますね。それをきちんと載せてもいいのではないかと、少なくとも載せるべきではないか。それは委員長であるし、経営委員兼監査委員であるし。

○平野委員長 理事はどうですか。

○岩村委員 あと一つは執行部を理事とその他の職員等に分けるとか、あるいは理事もお二人おられるので、しかし、特定してしまうという問題があるので、そこはどうするかという問題があるのですけれども、いろいろなやり方はあるかなと。

さらに、私は個人的に申し上げますと、本来的には記名のほうがいいのかなと思っているのですけれども、これは総意で決めるしかないのではないかと考えておりまして、全員が同意すればということだと思えるのですが、もしそれがかなわないのであれば、例えば委員Aとか委員Bとか、符号を振るというのも一つの手かなと思っています。前に水野さんがそんなことをおっしゃっていましたが、確かに私も、そういう目で、ブラインドになった状態で読むと、わけがわからないのですね。

委員、委員、委員とあって、委員同士で矛盾したことを言っているような、同じことを言っているような、これは何なのだという感じが、ブラインドだけで読むと不思議なものになっているのではないかという気が確かにする。私も、議事概要を読むときに括弧書きで名前が入っているので理解できるのですけれどもね。

だから、案としては、A、B、Cみたいにでも符号をつけるというのも一つかなと。そうすると、AとBがこういう議論をした。それにCがこうかわったというような、そう

いう意味でのかみ合いがある程度わかるかなという感じはする。理事も含めてそのような符号はあってもいいのかなという感じはしています。

それはそれぞれ御意見があるのだろうと思いますけれどもね。

○平野委員長 今回の岩村委員の話は、現行の表記に比べますと、委員長、委員（監査委員）。

○岩村委員 経営委員兼監査委員。

○平野委員長 経営委員兼監査委員、それから、執行部の中で理事をそれぞれ。

○岩村委員 理事と。

○平野委員長 管理運用担当とか、そういう。

○岩村委員 そこまでするかどうかは個別、決まってしまうので。

○平野委員長 でも、発言内容を見ればわかりますけれども。

○岩村委員 理事と理事以外の職員とは分けたほうがいいのかもかもしれません。

○平野委員長 では、理事は分ける。

それと、あとは委員を、同一の委員については記号を振って、AなりBなり。

○岩村委員 それは一つの案かもしれない。それがぎりぎりの妥協案かなという感じはしています。

○平野委員長 いかがですか。

○新井委員長代理 私は今の御提案に賛成です。

ちょっと個人的なことを言うと、名前は出してほしくない。利害関係者が近づいてきていろいろ言ってくるとちょっと煩わしいので、名前は出してほしくはないのですけれども、A、B、Cみたいな形でやる分にはよろしいのではないかと思います。

○平野委員長 毎回AはAで固定するのですか。それとも、変えるのですか。

○岩村委員 変えていいのではないですか。

○堀江委員 変えていいのではないですか。

●水野理事 よろしいですか。執行部は打ち合わせしたものを出すので、執行部間で違うことを言っているのはあり得ないのですが、この委員会はマルチステークホルダーボードなので、意見が違わずで、この人はいつも理屈っぽいとか、この人は極めてコストにうるさいとか、そのようになっているほうが自然だと思います。一般国民としての意見ですが、そのほうが、読んだときに安心感があると思うのです。あとは皆さんが決めることですが、私は別に個人名が出ても何とも思いません。

○古賀委員 私は最初に言ったように、個人名で全く構いません。ただ、あのときの議論の中で、ないからこそフリーな議論ができる点があります。水野さんが言ったように、この人はコストにうるさい、この人は理屈っぽいというのは議論と関係ない話で、外から見てこうかなという人評価みたいなことと、議事概要とは関係ないと私は思います。したがって、もともと私は記名でいいと最初に言ったほうですから、そういう中での合意がとれる線であれば、どういう表現でも構いません。

○平野委員長 中村さん。

○中村委員 社員が議事録を読んでいるのですが、これは中村さんがしゃべっていますねとすぐわかってしまうので、私も古賀さんと同じように個人名は出してもらってもいいのですけれども、これは全体の話なので、最大公約数でいいのではないですか。そうすると、A、B、Cがいいと思います。

○平野委員長 加藤さん。

○加藤委員 私もA、B、Cぐらいでいいかなという気はしています。固有名詞を出して、多分、大多数の国民は、A、B、Cと同じようなものですね。会ったこともないし、見たこともない。ただし、この業界の近辺の人はわかる。そういうことで、先ほど新井さんがおっしゃったように、ちょっと面倒くさいかなという気はしないということぐらいです。ただ、皆さんが出せばいいというのであれば、それは反対しませんが、あえて出すことによる大きなメリットは何かないかと思いました。少なくともアイデンティファイできればいいぐらいかなということです。名前を出すことによる大きなメリットは、特によくわからないので、A、B、Cぐらいでいいかなという気がします。

○平野委員長 A、B、Cは固定しますか。Aさんは毎回シャッフルしますか。

○岩村委員 事務方の手数の問題もあるのですけれども、余り定着してしまうと、またそれは固有名詞と同じになってしまうということもあるのかもしれませんが、その辺、手間は同じですか。

○平野委員長 手間はそんなにかからないでしょう。毎回変えても、シャッフルしても。

○岩村委員 私はシャッフルしたほうがいいように思います。

●辻経営委員会事務室長 シャッフルというよりも、最初に出てきた人はとにかくAというイメージだとは思いますが、議事概要を御確認いただく際に、これは確かに自分がAになっていて、この発言は自分、委員Aだなという御確認を怠らないようにして、もちろん間違えないように作成しますが、間違いのリスクがある。

○平野委員長 本人も確認する。

●三石理事 皆さんに出すものには名前を書くではないですか。

○堀江委員 確認するときはいいではないですか。

○岩村委員 もちろん名前も書くのでしょうか。

●辻経営委員会事務室長 委員が委員Aとなっていて、もしかしたら委員Bと入り繰っていたりとかいうことがあるかもしれないので。

○堀江委員 確認するときは名前の横に（A）としてもらえればいいではないですか。

○岩村委員 だから、そこを間違える可能性があるということでしょう。

○中村委員 その後、最新版にしたときに間違える可能性がある。プログラムと一緒にですよ。

○岩村委員 それはやるのではないのですか。俺は今回はAだといってずっと読んでいくのです。

●辻経営委員会事務室長 お聞きしていたのですけれども、委員長、委員A、B、C、そ

うすると、委員兼監査委員の方もA、B、C。

○堀江委員 A、B、Cでいいのではないですか。

○岩村委員 A、B、Cでいいのではないですか。

○堀江委員 3人はわかったっていいですよ。

○岩村委員 いや、委員としてA、B、C、D、E、F、Gと行くのでしょうかけれども、その委員の中に括弧で監査委員と書いてもらっても別に構わない。監査委員の立場もある人が言っているのだなということがわかるほうがいいかなと私は思っているというだけのことです。

○中村委員 監査委員A、B、Cがあって、そのほかは経営委員D、E、Fとか。

○古賀委員 それだけですか。代理はないのですか。代理になったら1人だからはっきりとわかるわけです。

○岩村委員 職務上はないのです。

○古賀委員 なかったらA、B、C、D。

○中村委員 特定させようとしていますね。

○古賀委員 そんなことはない。加藤さんが言うように、名前を出すことによるメリットは本当にあるのかなということを思い出しましたから。知っている人がおもしろがるだけです。

○加藤委員 大体誰が言っているかわかるのですけれどもね。

○古賀委員 知っている人間が面白がるだけという感じがしないでもない。拒む理由はないので、私は全然構いませんけれども。

○中村委員 大体、よく読めば古賀さんだとわかってしまう。

○平野委員長 新井さんは委員をやっているから、やはりA、B、Cのほうがいいですね。

○古賀委員 代理は新井さんしかいませんから。

○平野委員長 そういうことでもう一回、整理してください。

●辻経営委員会事務室長 済みません。もう一回、委員長、委員A、B、C、委員兼監査委員A、B、C。

○岩村委員 そうではなくて、A、B、C、D、E、F、Gで委員は全部委員なのだけれども、例えばAが監査委員でもある場合には、括弧で監査委員と書いてもらっても構わないと言っている。

●辻経営委員会事務室長 委員A（監査委員）ですか。

○中村委員 9人いたら、Aからずっと行って、うち監査委員というものがあったりするということなのではないか。

●辻経営委員会事務室長 では、委員A（監査委員）という形。

○中村委員 委員長だけは委員長。Aではないということですね。

○高橋理事長 賛成なのですからけれども、括弧で監査委員と書くのもわかるのですが、恐らく監査委員としての立場の御発言と、そうではなくて経営委員としての立場の御発言をし

ていただいていると思うので、そうだとすると、もう委員はA、B、Cで行って、監査委員は書かないというほうがややこしくないかなと。

○岩村委員 もちろん経営委員会で発言しているのは当然ながら経営委員としての発言なので、経営委員として書けば別に問題は全然ないと思いますが、若干発言の意味合いを国民にわかってもらうためには、これは監査委員の発言だと示したほうが親切かなと。したがって、もともとA、B、Cも考えない段階で、少し特定性を高めようということで提案した。そういう経緯がありますので、A、B、Cまでやるのであれば、あえて括弧書きをつける必要はないという気もします。

○平野委員長 では、委員A、B、Cで。

●辻経営委員会事務室長 執行部は。

●三石理事 理事、運用管理担当。

●水野理事 理事ア。

●三石理事 A、Bにしますか。

○岩村委員 理事はどうされるのですか。

●三石理事 別に分けてしまってもいいですよ。

●水野理事 でも、高橋理事長は。

○岩村委員 今は理事長なのです。

●水野理事 もう既に理事長なのですね。

○岩村委員 だから、すごく違和感があって、理事長は理事長と書いているのに、委員長は委員としか書いていない。それは何となく平仄が合わないのではないかというところから実はスタートしているのです。

●水野理事 そういう意味では監査委員とか理事とかを分けたほうがわかりやすい。

○古賀委員 委員長の発言は、大体、本当に委員長の発言こそわかりますね。まとめるような発言、これは誰がやっても委員長。

○岩村委員 逆に言うと、内容的に委員長の発言なのに委員と書いてあるのが違和感があるのです。

○中村委員 委員長と書いてあるとばかり思っていました。

○古賀委員 理事長、理事A。

○平野委員長 理事を書くとしたらどのように書く。理事（管理運用担当）とか、三石さんは何ですか。

●三石理事 総務企画担当です。

●辻経営委員会事務室長 済みません。頭がふえることで、議事概要が長くなる。

●水野理事 長くなりますね。

○平野委員長 では、理事はいいですか。

●水野理事 理事A、Bでいいですよ。

○平野委員長 理事A、B。

- 三石理事 理事はもう理事だけ。
- 高橋理事長 理事は理事。
- 平野委員長 理事でいいではないか。
- 堀江委員 理事でいいのではないですか。
- 古賀委員 今は執行部はどうなっているのですか。理事も執行部でやっておられて、理事でいいでしょう。お二人はあれだからね。
- 平野委員長 理事は理事で、そこはちょっと違いがあると思う。
- 岩村委員 執行部という意味でのくくりですから、大きく言えばですね。
- 三石理事 ただ、説明者の方々は執行部という形ですね。
- 古賀委員 そこが執行部。理事お二人は理事でそのまま一つ。それこそ見たらこれは水野さんの発言だとよくわかりますね。
- 平野委員長 まとめて、今のでわかりましたか。
- 辻経営委員会事務室長 委員長、委員A、B、C、D、理事長、理事、執行部、厚生労働省。
- 平野委員長 それで、根本委員には確認をとってくださいね。
- 辻経営委員会事務室長 わかりました。
- 平野委員長 では、そういうことでよろしくお願いします。これはいつからやるのですか。次回、それとも今回からですか。
- 岩村委員 新年度からやったら。
- 辻経営委員会事務室長 新年度は今、皆さんに確認をしていただいて。
- 岩村委員 4月のものはもうできたのですか。
- 辻経営委員会事務室長 今、確認中ですね。
- 平野委員長 そうか。4月からできるのですね。
- 辻経営委員会事務室長 根本委員に御連絡がいつできるか。
- 平野委員長 そういう問題がある。では、ベストエフォートベースで、根本委員の御確認がとれば新年度から、そうではなければそういうことで。
- 辻経営委員会事務室長 そのようにします。サマリーのほうは。
- 平野委員長 2番目、サマリーのほうですが、これはどうですか。
- 堀江委員 この案でいいのではないか。
- 平野委員長 私は別に違和感がないですけれども。
- 堀江委員 私から言い出したものなのです。
- 平野委員長 事務室に少し御負担をかけるかもしれないけれども、私は、違和感がないのですが、どうでしょうか。
- 加藤委員 まとめる人が大変ですね。
- 三石理事 ただ、もともとエグゼクティブサマリーがついていますので、それを単にコピーするだけ。ただし、市場に影響のあるものはしないというだけです。

○中村委員　そこが大変になっている。

○平野委員長　でも、市場に影響があるものの例が5ページに書かれているのですが、結構多いのです。たとえばきょうの議論の内容でも、次期ポート策定、国内債券運用とか、運用リスク管理状況とコンプラ、業務監査報告、これは影響があるので、市場への影響等に配慮して、どんな記載にするかということですから、現実には、サマリーに載せる部分はそんなに多くはならないはずだと。しかももともと報告資料の中にサマリーがついていきますから、それを基本的には転記するという格好でやっていただければいいということですのでよろしゅうございますか。では、そういうことで、ありがとうございました。

○岩村委員　確認、教えてほしいのですけれども、議事要旨の問題ではないと思うのですが、議事録はここに資料としていろいろなものが出ているではないですか。これも一体として最終的には議事録を構成するのですか。

●辻経営委員会事務室長　今のところは、公表は議事録だけ。

○岩村委員　でも、それでいいのかなど。

○古賀委員　普通は資料がついていますね。

○岩村委員　普通、会議に供した資料は当然議事録と一体となるという感覚があるのですが、将来の話になるのでしょうか、そこは何か整理しておいたほうがいいのかという感じはしますね。何か国民に対する開示の問題として、基礎になる資料がないというのもどうなのかな。

○平野委員長　私もちょっと今、誤解していたけれども、当然ついていると思っていた。

●辻経営委員会事務室長　現状、運用委員会のものは議事録だけ出て資料は出ていかないという整理になっております。経営委員会も事務局としてはそれを引き継いだような形になっておりますけれども、それは経営委員会の中で御議論いただく。

○平野委員長　ちょっと世の中の例を調べておいていただけますか。日銀とかほかの公的機関、NHKとかです。

○岩村委員　手元だけの資料として出すものと、議事録に一体化されるべき資料を分けたりもしているのではないかという気はしますがね。非常に微妙な、個人名が入っているような微妙な資料は外して、しかし、基礎的な資料で、議論と一体化されるようなものは、それがないと、そもそも議論の中身が理解できないというものもあるわけで、それを公開の趣旨からすると、全部外すというのはどうかという感じが私はしますがね。それは検討してみたらどうかと思います。

○平野委員長　辻さんのところで少し調査していただいて、まとまったところでまたここで議論しましょう。よろしゅうございますか。

本日の報告事項でも、先ほど申し上げたようなことは、市場への影響等に配慮して、今までどおりの記載ですということになります。

最後に、第21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21回「経営委員会」の議事概要及び議事録につきまして、本日御欠席の根本委員を除き御署名をいただいたところです。つきましては、根本委員におかれましては、後日、御署名をいただくこととし、経営委員会において第21回の議事録の作成及び第21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。

(「はい」と声あり)

●辻経営委員会事務室長 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、根本委員の御署名後、速やかに公表いたします。

○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6月6日木曜日の15時から委員会の開催を予定しております。

○平野委員長 これにて第23回「経営委員会」を終了いたします。

どうもお疲れさまでございました。