

## 第4回経営委員会議事録

1. 日 時：平成29年12月15日（金）16:30～18:30

2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 出席委員：・高橋理事長・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

### 4. 議 事

#### 1 開会

#### 2 議決事項

（1）コンプライアンスに関する規程改正等について

（2）年度計画（予算）議決前の調達手続きについて

（3）総合評価に係る議決事項

#### 3 審議事項

管理運用業務の議決事項の整理

#### 4 報告事項

（1）オルタナティブ資産（インフラ、国内不動産）の運用受託機関採用及び投資  
マンドート付与について

（2）短期資産ファンドに係る資産管理機関の公募について

（3）第3回企業・アセットオーナーフォーラムの概要

（4）報酬等及び給与等の支給の基準の変更について

#### 5 その他事項

#### 6 閉会

○平野委員長 これより、第4回「経営委員会」を開会いたします。

議題に入る前に、第3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3回「経営委員会」の議事概要及び議事録について御署名をいただいたところがございます。つきましては、経営委員会において第3回の議事概要の公表の承認を得たということですのでよろしいでしょうか。

○平野委員長 いかがでしょうか。

（「異議なし」と声あり）

○平野委員長 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、12月22日、金曜日頃を予定しております。よろしくお願いします。  
議決事項に移ります。

最初の議題は、議決事項となります。議決事項1「コンプライアンスに関する規程改正等について」、執行部から説明をお願いします。

●森審議役 それでは、お手元のiPadの資料の02をお開きください。

議決事項1としまして、今、委員長からございましたが、3つの規程、つまり、金融事業者が主催する会議、講演等への対応細則、倫理規程、金融商品の取引等に関する規程の3規程について変更をお諮りしたいと存じます。

6/7の「第3回経営委員会『コンプライアンスに関する主な規程について（2）』で示された検討の方向性」で御説明させていただきます。

趣旨としましては、年金積立金の運用につきましては、将来における年金給付の貴重な財源でございますので、職務の執行の公正さに対する国民の疑惑や不信を招かないことが重要であると。国家公務員倫理法におきましては、役員に関しては必ずしも倫理規程を適用する必要はございませんが、GPIFにつきましては、非常勤役員を含めまして、厳格に実施、規定してきたところでございまして、このコンプライアンスの実行につきましては、法改正前より後退することなく、あわせて、今までの経営委員会での御議論を踏まえまして見直しを図るべきではないかということが趣旨でございます。

委員会において議論された検討課題でございますが、1つは経営委員の講演等の扱いでございまして、これにつきましては、金融機関が主催するものにつきまして、原則としてGPIFに関する発言を行ってはならないという規程はございますが、その主催の範囲でございまして、規程の趣旨としましては「特定の金融機関との癒着等の疑念を招かない」という趣旨でございますので、現行は取引のない事業者については除外していますけれども、これは一般的に取引のあり得る事業者に関しましても適用するとともに、事業者団体につきましては、これは特定の金融機関との癒着という話はございませんので、これを除外するという形で改正させていただければと存じます。

7/7でございます。

倫理規程の関係でございますけれども、利害関係者の範囲でございます。これは、法改正前の実行としましては、役員等につきましては、運用受託機関の親会社、関連会社とも利害関係者として事実上取り扱ってきたわけでございます。金融事業者ということでございますけれども、利害関係の者の範囲を同じような形で拡大したらどうかということでございます。

3番目でございます。同じく倫理規程でございますけれども、利害関係者との間で禁止される行為から除外される私的な関係、つまり、利害関係者であっても香典等を受け取ってもいいという関係でございます。これは利害関係者の範囲を拡大したことから国家公務員準拠でございまして、国家公務員準拠でいいますと、親族や学生時代の友人、以前勤務した会社の同僚、仲人をしてもらったかつての上司等は除外されるわけでございますけれ

ども、同じような形で考えたかどうかということでございます。あわせて、3の※印のところでございますけれども、今までの倫理規程につきましては、前の年金資金運用基金のときの業務であった立ち入り等につきましても、利害関係者の規定として書かれていたもので、そういう改正漏れ等を手当てするような改正をいたしたいと考えております。

4番目でございます。金融商品の取引等に関する規程でございますが、役職員につきましては株式もしくは株式性の投信の短期売買については禁止されているというところがございますが、例外規定として幾つか挙がっております。全て大体やむを得ない場合には売却してよいという話でございますが、1点だけ、当法人の役職につく前に取得した株式等の取引等については売却していいという規程があるのですけれども、これもやむを得ない場合という形で運用していますので、当該規程は紛らわしいので廃止させていただければと存じます。

5でございますが、コンプライアンスについての照会窓口でございますけれども、これは一部総務部のほうで所管していますけれども、窓口の明確化の観点から、コンプライアンスオフィサー等のところで担当させていただきたいと思っております。

私の説明は以上でございます。

○平野委員長　ありがとうございました。

御説明いただきましたが、前回の御議論を踏まえまして、冒頭、私のほうから執行部に2点確認をさせていただきたいと思っております。

まず、検討課題の「1. 経営委員の講演等の扱いについて」ですが、非常勤の経営委員については、職務上やむを得ない場合もあると思っておりますので、経営委員の肩書きを用いないとき、管理運用法人に関連しない講演等においてやむを得ず公開された情報に基づき事実関係を開陳するとき、意見等は個人の見解であり管理運用法人の方針ではないことを断るとき、このいずれもの条件を満たす場合は例外とするという取り扱いでよろしゅうございましょうか。

次に、「2. 利害関係者の範囲」につきましては、職務として関わりの薄い事業者については、委員があらかじめ当該事業者に関連する議案の議決に関与しないと表明等を行えば、利害関係者の範囲には含まれないものとして取り扱うことといたしたいが、それによろしゅうございましょうか。

以上2点です。

●森審議役　委員会の御判断であれば、そのように取り扱わせていただきます。

○平野委員長　それでは、今、私が申し上げた取り扱いを前提に議論を進めたいと思っております。何か御意見・御質問があれば、お願いいたします。

よろしゅうございますか。

○中村委員　いいと思います。

○平野委員長　根本委員もよろしいですか。

○根本委員　はい。ありがとうございます。

○平野委員長 それでは、議決をとりたいと思います。

議決の手続について御説明します。

議決に当たっては、委員長を含め、各委員は「賛成」「反対」「棄権」のいずれかの意思表示をしていただきます。

「賛成」または「反対」のいずれにも挙手されなかった場合は「棄権」とします。「棄権」は出席委員数に含めた上、「可否」の「否」として扱います。

また、意思表示をせず退席される場合は、出席委員数には参入しないことといたします。退席される方はいらっしゃいますか。よろしいでしょうか。

それでは、原案につきまして、特段の修正御意見はありませんでしたので、原案について議決をとりたいと思います。

本案の承認に「賛成」の方は挙手願います。

本案の承認に「反対」の方は挙手願います。

それでは、議決結果の報告について、経営委員会事務室からお願いいたします。

●辻経営委員会事務室長 議決の結果について報告いたします。

10名の全員が賛成でございます。

○平野委員長 よって、賛成する委員の数が過半数ですので、本案については、原案のとおり当委員会として承認することに決まりました。ありがとうございました。

それでは、次の議題に移りたいと思います。

続きまして、議決事項2「年度計画（予算）議決前の調達手続きについて」、執行部から説明をお願いします。

●沼田総務部次長 それでは、資料03の議決事項2「年度計画（予算）議決前の調達手続きについて」を御説明させていただきます。

初めに2ページの図をご覧くださいと思います。趣旨でございます。

一番上の枠囲みに記載させていただいておりますけれども、本年10月より経営委員会が設置されまして、年度計画につきましては委員会の議決事項とされたところでございます。一方で、当法人の管理運用業務を継続的に行う観点から、年度計画の議決前に調達手続が必要になる案件、例えば、インデックスデータあるいはマーケット情報の取得、分析ツールあるいはシステム関係の役務提供がこういったものに当たるわけでございますけれども、これらのものに係る調達手続きをルール化するものでございます。

その下に、年度計画（予算）の作成の流れをお示ししております。当法人内で取りまとめました予算案につきましては、経営委員会において2回ほどお諮りしたいと考えております。オレンジ色の点線で囲った部分になりますけれども、まず、1回目につきましては、3月14日の委員会で、予算案について当法人より御説明の上、御審議していただきます。2回目、3月30日になりますけれども、委員会において議決をしていただく予定にしております。その後、独法通則法に基づきまして、厚生労働大臣への届け出を行うという流れでございます。

さらに、その下の調達手続のイメージ図をご覧ください。年度計画（予算）の委員会議決前に行う調達手続につきましては、購入または役務提供の調達手続を前年度から始める必要があるといった案件で、かつ、Aのところにあります中期計画計上済みの案件といたします。ちなみにここでは予定価格が100万円を超える案件を例にとっておりますけれども、例えば、4月から購入あるいは役務提供を受けるためには、図でお示しするように、法人内の役職員で構成する契約審査会といったものがございまして、ここでの審議から始まりまして、①のホームページ上での公告、②の入札・開札あるいは企画審査を経て、③で契約候補者等と調整を行いまして、3月末までには契約手続を行う必要がございます。このことから、購入または役務提供の調達手続を前年度から始める必要がある案件、かつ、中期計画に計上済みの案件につきましては、委員会での年度計画予算の議決前に調達手続を行うことを御了承いただければと存じます。また、次の目標期間に入る際にも、同様の問題が生じることになります。

ここで、関係法令をご覧いただきたいと思います。お手元の冊子になります。これのインデックス番号8、中期計画のところをご覧いただきたいのですけれども、11ページになります。6のところをご覧いただければと思います。ここに、中期目標期間を超える債務負担というものがございまして、ここに書いてございますのが、中期目標期間を超える債務負担については、管理及び運用業務を効率的に実施するために、当該債務負担行為の必要性及び適切性を勘案し、合理的に判断されるものについて行うという規定がございます。つまり、合理的に判断されるものについては、現在の中期目標期間を超えて、次の目標期間にかかる調達あるいは契約を行うことになっております。

このことから、また図のほうに戻っていただきたいのですけれども、現在の中期計画に計上済みの案件で当該規定に該当するものまたは事前の調達手続が必要と判断されるものにつきましても、次期中期計画の議決前ではございますが、同様に前倒しの調達手続を行うことにつきまして、あわせて御了承いただければと存じます。

なお、さらにその図の下をご覧いただきたいのですけれども、下のB、上記以外の案件、すなわち中期計画に計上されていない案件につきましては、原則、年度計画（予算）の議決後に手続を行うことといたします。ただし、この場合であっても年度計画（予算）の議決前の調達手続がどうしても必要な場合が出てきたときには、委員会にお諮りしたいと考えております。

1ページ目につきましては、今、御説明させていただきました内容を、形式的にお示したことになります。

私からの説明は以上でございます。

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

○中村委員 イメージが湧かないのですが、今、調達をするというのは、具体的にはどのようなものですか。調達する内容がよくわかりません。運用資産ですか、それとも通常の

各部門が担っている業務に必要なものですか。

●沼田総務部次長　そういうことになります。例えば、運用する際に、ベンチマークで使うようなインデックスデータといったものを継続的に取得しなければいけないのですけれども、年度単位で契約をしているもの、そういったものにつきましては、事前の手続きがないと、実際に4月1日からインデックスデータを取得できないとか、あるいはマーケット情報などもそうなのですけれども、そういったものが具体的にイメージしやすいかと思います。

○中村委員　そういうものは予算を立てるではないですか。予算は4月1日から3月31日までに必要な項目を計上し、4月1日より前に議決されるのではありませんか。それとも4月に入ってから議決されるのですか。

●沼田総務部次長　実際に議決していただくのは、ここの図にありますように、3月30日が議決という形になっておりますので、結局、その議決の前に、例えば、12月中に公告をしてしまうとか、要は前倒しで、言葉が悪いのですけれども、議決をする前に手をつけてしまうという形になりますので、その部分でおかしいのではないですかという疑問がもしかすると生じるかもしれないということです。

○平野委員長　三石理事。

●三石理事　御理解いただけましたでしょうか。

要は、ややラフな言い方をいたしますと、予算の先食いみたいな、予算の経営委員会としての議決を経る前に、予算が得られるという前提で様々な公募手続を進めることについてガバナンス上の懸念が生じ得ますので、このようにルール化を図ってやらせていただきますということをこの経営委員会で議決をさせていただくという趣旨でございます。

○岩村委員　それは、必要性が高いものについてそうするという大前提があるわけですね。緊急性というかね。

●水野理事　必要性というよりも、多分これは民間だとベンチマークなどはずっと継続して契約があって、カットをしない限りはずっとロールオーバーだと思うのです。私どもの場合は毎年それをやらなければいけないので、緊急に何かやるというよりもルーティンで毎年起きているものが、このタイミングでは公募の手続の期間が必要とされるので間に合わないということなのです。

○岩村委員　年度予算に拘束されるので、そこをどう説明するのかという話ですね。途中で、4月1日から始まる年度で、予算がついていないのに実際はお金を使うわけではないですか。その分については、4月1日から必要なのだという前提がないとだめなので、それは必要性の問題で常に考えていくということが基本だと思いますけれどもね。

●三石理事　個別の案件につきましては、それこそ監査委員の3人の委員の方々も入っておられる契約審査会のほうで、ちゃんと予算の手当てがされているかどうか、必要なかどうか、あるいは4月から始めるのではなくて別に夏から始めてもいいようなものであれば遅らせることもできるのではないかと、そういった様々な御議論の上で個別には御審議い

ただいております。先ほど申し上げた4月からどうしても始めざるを得ないものは、例えばベンチマークの使用とか、様々な投資環境の情報提供とか、そういったルーティン的なものになります。

○平野委員長 そうすると、その前倒し調達が必要なサービスの案件については、はっきり限定されているということでもないのですか。

●三石理事 基本的には、この5年間の中期計画の中で予算化されております。ただ、ベンチマークだって時々ベンチマークそのものが変わることありますし、あるいは投資環境のデータをもらう業者や提供してもらう分野が変わることありますけれども、基本的には中期計画の大きな費用項目の中には入っておりますので、そういう意味では中期計画で計上済み案件という形で捉えております。

○平野委員長 したがって、これはAとBと分かれているわけですね。

●三石理事 Bに該当するものも仮に出てくればということです。基本的には中期計画に計上されているということでございます。

○岩村委員 中期計画をまたぐものですね。

○古賀委員 ということは、これは毎年こういう手続をやらなければならないということでしょうか。

●三石理事 ですから、今回認めていただければ、来年4月から始めるものも、今の時期からこういった前倒しということでさせていただくということになります。

○古賀委員 それはよくわかります。そういう年度ごとに決算をやっているところは、それは全然不自然ではないのですけれども、こういう議決は、だから、来年になれば今度は来年度の4月からのものをもう一回きちんと議決としてこうやってやるのか。年々に。

○平野委員長 これは原則論としてここで決めれば。

○古賀委員 これで決めたらずっと何年間もそれでいくと。

●三石理事 はい。

○古賀委員 わかりました。

○岩村委員 ルールの問題と理解すればいいのですね。

●三石理事 そうですね。

○中村委員 堀江さんたちが監査委員としてきちんとチェックしているから。

○岩村委員 中身は契約審査会でやっているということですね。

○平野委員長 よろしゅうございますか。

それでは、議決をとりたいと思います。

議決の手続につきましては、これまでと同様のため、割愛いたします。なお、意思表示をせず退席される方はいらっしゃいますか。よろしゅうございましょうか。

それでは、原案につきまして、特段の修正意見はありませんでしたので、原案につきまして議決をとりたいと思います。

本案の承認に「賛成」の方は、挙手願います。

本案の承認に「反対」の方は、挙手願います。

それでは、議決結果の報告につきまして、経営委員会事務局から願います。

●辻経営委員会事務室長 議決事項2につきましては、10名の委員全員が賛成でございます。

○平野委員長 よって、賛成する委員の数が過半数ですので、本案につきましては、原案のとおり当委員会として承認することに決まりました。

●三石理事 ありがとうございます。

○平野委員長 続きまして、議決事項3「総合評価に係る議決事項」について、執行部から説明をお願いします。

●陣場市場運用部長 それでは、資料の04「総合評価に係る議決事項」というファイルをお開きいただければと思います。よろしゅうございましょうか。

本件につきましては、前回の経営委員会におきまして伝統的資産の総合評価の中身について御報告をさせていただいたところでございますけれども、先般の議論においては、この項目の中に議決に相当するものとそうではないものがあるだろうという御意見を頂戴いたしまして、改めて議決をすべきもの、そうでないものの整理をさせていただいたものでございます。

2/3ページをご覧ください。 「議決事項（案）」でございまして、今回の総合評価の変更につきまして、本質的な部分は何かということを考えましたところ、従来、定量、定性、運用手数料にそれぞれ点数をつけて運用機関の評価をしておったところでございますが、それを定量的な実績を勘案した定性評価という項目に一本化をする。そして、その項目としては、○で9つ記載してございますが、投資方針、運用プロセス等、具体的なこういう項目でもって評価をするということが、まさに今回の総合評価のやり方の変更の本質的な部分であろうということで、経営委員会の議決を賜るべきものということで整理をさせていただいたものでございます。2/3ページの※印のところをご覧くださいと思いますが、前回は伝統的資産の総合評価というコンテキストで御報告をしたところでございますが、オルタナティブ資産についても同様の見直しをしたいと考えてございますので、今回は、伝統的資産、オルタナティブ資産、全資産を対象として議決を賜りたいというところでございます。

続きまして、3/3ページをご覧ください。前回の報告事項の中で、議決ではなくて報告に相当するものは何かということで整理をしたものが、こちらは3/3ページの内容でございます。具体的には、項目自体は議決事項でございますが、その点数の割り振りといった具体的な数字については報告事項にさせていただければと考えたものでございます。

私からの説明は以上でございます。

○平野委員長 ただいまの説明につきまして御意見・御質問がありましたら、どうぞよろしく願いいたします。

○古賀委員 先回の経営委員会の議論を含めて整理されたということですので、全般的に

私は問題ないと思います。その上で、これは定量的な実績を勘案した定性評価ということで、これだけの項目があるのですけれども、これは全てが定量的な実績を勘案できないのではないかと思います。

そういう意味では、定量的な実績を勘案することになるのは、主にどういう評価項目なのか、今、明確にできるのですか。

●陣場市場運用部長 これは前回も報告の中で少し入れておりますが、この項目のうち、運用プロセスと組織・人材のところが肝であると考えております。

具体的には、この運用プロセス、やり方が、合理性があるのかどうかということを見るに当たって、このプロセスによって運用した結果というものは当然配慮しなければいけませんので、そこで定量的なものが入ってくるということでございます。

あわせて、その下の組織・人材という項目がございしますが、当然この運用組織については、中心となるキーパーソンと申しますか、そういう方がいらっしゃる、運用を統括していらっしゃる。そうした方が運営しているファンドの実績というものが当然トラックレコードでとれますので、その人の属性といったものを判断するに当たって、その方が中心になって運営されたファンドの実績には当然配慮しなければいけないといったことで、この2つについては特に重点的に定量的な実績を勘案すべきであろうと考えているところでございます。

○古賀委員 これは要望ですけれども、当然総合評価を実施した結果は経営委員会に報告があると思うのです。ぜひその報告のときには、どのように定量的な実績を勘案したのかということ具体的にはわかるように提案をいただければありがたいということだけ要望しておきたいと思います。

以上です。

○平野委員長 ほかにいかがですか。

根本委員。

○根本委員 私もこのように整理されたことはわかりやすく全然異論はないのですけれども、前に御説明いただいたときは、過去の定量評価が必ずしも将来のパフォーマンスをあらわさないという話で、より組織とかそういったことが重要ですよという話があったので、その理論が正しいのかも、今後、将来になると思うのですけれども、御説明いただけるとよろしいのかなと思います。

●水野理事 根本委員からの今の御指摘の点については、いわゆるバックワードというか、後ろを振り返るとそういう結果になっているということをコンサル等に言われているということです。我々としては、過去の実績を見ますと、成績のいいところを選ぶという形のやり方ではよくないということをはっきりしています。こういう形で定性を重視した方向に変えていくのですけれども、それによって過去の今までのやり方よりも、マネジャーを選ぶ、我々のクオリティーが上がらないと意味がないので、それが上がったかどうかに関しては、今後経営委員の方々にモニタリングをしていただいて、これはせっかくルールを

変えたけれども、前よりパフォーマンスは悪くなっているのではないかと言われましたら、またこれを見直すということになると思います。一度こういう形で試させていただいて、実際の結果を見ていただきながらまた御意見いただければと思います。

○平野委員長 モニタリングは大体どれだけやられるのですか。

●水野理事 モニタリングは年に1度の総合評価を行うということそのものはルールづけられておりますので、その結果は毎回報告させていただきます。私たちは定期的なモニタリングからエンゲージメントということで、常に運用会社とコミュニケーションをとるという方向に変えていっておりますので、実際は昔よりは定期的な評価の割合、重要性が減ってきているのですけれども、経営委員会の方々と私たちとの報告の頻度としては、最低限総合評価が起きたときには御報告して、その他、何か必要性が出た場合には逐次御連絡して御相談するとしようと思っております。

○平野委員長 モニタリング自体は第三者委託するという考え方はあるのですか。今、専門の方にとおっしゃったけれども。

●水野理事 今、コンサルとしてマーサーと の2社を採用しております、今の私どものやり方ですと、年に1度、私どものチームが評価すると同時に、マーサー、

の評価もいただいて、御報告する場合には大体それが並んだ形で出ると思います。チームに対しても、マーサー、 と全然違う評価を私たちがする場合にはより説明責任が高まるということでやっておりますので、そういう形で比較できるような御報告の仕方にはしたいと思っています。

○平野委員長 根本委員が言われた問題意識は、これは総合評価の方法を基本的に変えるわけで、その結果どうなったかということについて、年に1度のパフォーマンス評価、総合評価だけではなくて、適時に報告をしていただきたいという趣旨も含まれるということですか。

○根本委員 どのくらいのタイムフレームになるかわからないのですけれども、前に加藤委員もそういった問題意識を出されていたと思うので、具体的運用まではわからないのですが。

○新井委員長代理 例えば、採用した機関あるいは運用額をふやした機関のパフォーマンスと解約した機関等のパフォーマンスはどうなっているかということの定量的なデータ等もお示しいただけるといことでしょうか。

●水野理事 昔のGPIFの考え方ですと、例えば、3年に1度見直して、またがさっと入れかえてというやり方でやっていたのですけれども、今はマネジャーエントリーになっていきますので、エントリーで入っているプールの中で同じストラテジーで一番いいものを選んでいくという作業が必要だと思います。これはコンサルからも指摘されているところなのですが、いわゆるGPIFの問題点としては、今あるものの中とか、過去にやったものとの比較だけをしていて、もっとほかにもいいものがあるのではないかと比較ができていないということが一つの弱点だと言われておりましたので、そういう観点では、変えたと

ころだけではなくて、ユニバース全体に対していいものを選んでいるかという形の考え方にしていきたいと思っていますので、それができるだけ伝わるようにしたいとは思っています。

もう一つ、根本委員の話に戻ってしまうのですが、一方で、毎年のようにパフォーマンスをチェックして、短期的なパフォーマンスが悪いということでマネジャーを入れかえたりすることそのものに問題があるのではないかと。例えば、株式であれば何年もある程度期間がないと、運用会社もパフォーマンスが出ない。1年に1回きちんとチェックはしていくものの、例えば、1年間のパフォーマンスが悪いというだけで切るといったことはしませんというメッセージもこの定性にすることには含まれておりますので、できるだけきちんと運用会社がパフォーマンスを出せるのに必要とされる期間については、安定して運用してもらうようにしたいと思っております。年に1度のきちんとした報告という意味と、ある程度の期間、任せた上で評価をするということと同時にやっていきたいと思っていますので、これもやりながら感じを理解していただければありがたいと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○加藤委員 項目が9つここに挙げられているのですが、このそれぞれの項目についてももう少し細かい項目があるだろうと思います。それはそういう理解でいいのかということと、もしそうであれば、これは報告事項でいいと思うのですが、その細かい項目がどういうものを見ているのかということとをどこかで教えていただければと思います。

●水野理事 私たちがずっと長年の経験でつくってきたデュエリジェンスとか質問事項の項目はありまして、それに併せて、今は先ほどの マーサーにそれそのものを渡して追加で必要なものはないかとやっており、その2つのコンサルとGPIFそのものの経験をあわせたものをつくっていますので、何かの機会に一度それを見ていただくのがよいかと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○堀江委員 加藤さんのコメントに追加して何度も言っていることですが、投資戦略ごとにKPIをある程度きめ細かく作り、それをベースにリターンは当然確認すべきですが、それ以外の重要なKPIはあると思います。KPIは投資戦略ごとに異なります。バリュエーションベースで投資をしている人とボトムアップの人で当然KPIは違ってしかるべきですから、それをつくってほしいのです。それらのKPIは経営委員会にちゃんと示していただきたいし、それをベースにフィードバックしたという形にならないと、選んだ原因がよかったのかどうかというフィードバックになりません。リターンだけでやると、どうしてもフィードバックループはうまく働かないと私は思っています。きめ細かいKPIを投資戦略ごとにつくり、それをベースにきっちり経営委員会で議論する。選んだ理由が正しかったのかどうかというところに遡ってフィードバックをかけるというルーティンを働かせないとよくならないと思うので、そこはぜひお願いしたいと思っています。繰り返しですが、

●水野理事 それに関しては、以前と違いまして、かなりコンサルの意見を入れてやって

っています。それぞれのマンドートごとのKPIをどう決めるかということは、まだこれも私どもの評価の中ではあるのですけれども、それは一つ一つ具体的に決まっているわけはありませんし、難しいものもあるのではないかと考えています。これは一度別途やらせていただきたいと思います。それをまた経営委員会のレベルでやるのかというと、マンドートごとのKPIまで入りますと、かなりテクニカルになりますので、これはまた経営委員会の方に決めていただく必要があると思います。

○堀江委員 そんなに複雑にならないと私は思っています。

○平野委員長 いかがですか。

どうぞ。

○岩村委員 3/3、この報告事項になっている表はある意味で点数配分みたいなものですね。そういう意味では、細かい話かもしれないけれども、これもある種のルール of the 側面はあるわけですね。これを報告事項にするというのはどういう理由になるのですか。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 このパーセンテージを変えると、前回のときにもちょっとお話ししたのですが、選ばれる会社がそもそも変わる可能性があります。ここのパーセンテージのところをどうするかということは、まさに運用会社やコンサルのノウハウそのものでありまして、例えば、同じようなパーセンテージでコンサルに聞いてもこれが全く同じ数字になるとは限りませんし、我々も経験の中でこれはもう少しふやしたほうがいいかなとか思いながらやっていることなのです。

これに関しては、経営委員会やボードレベルで、一律的に決めてしまうよりも、調整しながら、コンサルの意見を聞きながらやっていくほうが、現実には即していると思っています。ただ、今回は項目そのものが何かということすら今までは決まっていなかったもので、これははっきりと経営委員会の方に議決していただいて、この割合に関しては報告にさせていただいて、それでまた御意見があれば、そのときに教えていただくとしたいと思っています。

○岩村委員 投資の現場がよくわからないので見当違いかもしれないのだけれども、そうすると、執行の場面で機動的にあるいは適時適切に割合を変えていく必要があつて、そうでないと運用の効率あるいは円滑化が図れないという数字なのだと思います。

●水野理事 はい。実際、やマーサーというプロに聞いても、この割合は事前に決めていませんと彼らは言っています。ただ、我々はどうしてもある程度ルールをつくって公平性を担保するという意味合いで数字を決めているのですけれども、現実的には、これを商売としてやっているコンサルの人たちは、明確にはこれで決めていませんと言っておりますので、これは公的な機関なので決めざるを得ないのでやっていると思っていただくのが一番正確かと思っています。

○堀江委員 現場レベルと言ったら、これどおりにやっているかどうかはわかりません。

○平野委員長 ちょっと整理させていただいてよろしいですか。

つまり、目的は何かということですね。私自身は、今、水野理事が言われた話に納得な  
のですけれども、一方で、この結果がどう出たかということをチェックするためには、先  
ほど堀江委員が言われたように、投資選択ごとにKPIをとって、そのフィードバックループ  
を回す、PDCAを回すということの中でチェックしていく。そのメカニズムが働いておれば、  
こういう選び方をしたことが結果としてどうかということとはわかるわけです。修正もつく  
わけですね。ですから、それをあわせて考えると、閉じた話になるのかなと私は思いまし  
たが、そんな理解でいいのですか。

●水野理事 マンデートによっては私はそんなにシンプルではないと思っているので、そ  
こはまた堀江委員と意見交換をさせていただきたいのですが。

○平野委員長 今、細かいところに入るわけではないので、工夫をしていただければと。

●水野理事 そうですね。モニタリングがしやすいような工夫はさせていただきます。

○平野委員長 そうですね。モニタリングがしやすいような工夫をしていただいて、これ  
は新しい試みであるので、お任せしますが、タイムリーに経営委員会に報告していただい  
て、そこで理解をそろえるというようにやりたいと思います。

それから、古賀委員からの御提案があった定量的な実績を勘案した定性評価という意味  
において、どのように定量的実績を反映したかということを含めて御説明していただきた  
いということだと思います。

今、申し上げたことを前提といたしまして、議決をとりたいと思います。

議決の手續につきましては、これまでと同様のため、割愛いたします。意思表示をせず  
退席される方はいらっしゃらないということで、行いたいと思います。

原案につきましては、それ自体に特段の修正意見はありませんでしたので、附帯意見は  
ついておりますが、原案について議決をとりたいと思います。

本案の承認に「賛成」の方は、挙手願います。

本案の承認に「反対」の方は、挙手願います。

それでは、議決結果の報告について、経営委員会事務室からお願いします。

●辻経営委員会事務室長 議決事項3「総合評価に係る議決事項」でございますが、10名  
全員が賛成でございます。

○平野委員長 よって、賛成する委員の数が過半数ですので、本案については、原案のと  
おり当委員会として承認することに決まりました。ありがとうございました。

それでは、次の議題に移りたいと思います。

次の議題、審議事項でございます。審議事項「管理運用業務の議決事項の整理」でござ  
います。前回、高橋理事長からお話があった案件でございますが、執行部から説明をお願  
いいたします。

●森市場運用部次長 それでは、⑤という番号が入っている資料でございます。

前回の経営委員会で、今、議決をいただいた総合評価の見直しについての議論をしてい  
ただいたときに、もう少し運用業務全体の中でこういったものが議決事項になるのかとい

うことを全体的に整理したものをつくってみてほしいというお話があったかと思ひまして、それを踏まえて執行部で案を作成したものでございます。

今回の考え方ですけれども、2/10を見ていただきたいと思います。案をつくるに当たっては、赤字になっておりますように、本年10月に厚生労働大臣から認可をされました改正後の中期計画の記載を踏まえてつくってございます。

中期計画でございますけれども、せっかくですので、先ほどもありましたけれども、こちらの関係法令の束をご覧いただきまして、8番というタブがついているところでございます。こちらが中期計画になります。ここに記載されている項目の中の第1というところがおおむね運用に関するルールが記載されているところでございまして、これ自体、もし内容を改正する場合には、当然にこの経営委員会で議決をしていただくという内容になってまいります。ただ、この中でも幾つか経営委員会が議決などの形で関与していくのだということが書かれている部分が何カ所かございまして、そういった少し細かいところ、中期計画で委任されている形のようなことを議決事項としてはどうだろうかという整理を全体としてございます。

3/10をご覧いただければと思います。これは抜粋をしておりますけれども、大体おおむね4カ所にそういった記載がございまして、

中期計画の本体のほうも御紹介しながらいきたいと思いますけれども、まず最初が第1－2ですので、8番のタブの中で言うと2ページの上半分のところでございます。国民から一層信頼される組織体制の確立でございまして、これの6行目ぐらいに、経営委員会は管理運用法人の重要事項について議決をするのだということが書かれております。その方針に沿って、理事長、担当理事の役職員が、与えられた責任と権限のもとで専門性やその裁量を発揮し、適切に業務を執行するよう、役員の職務の執行の監督等の業務を行うということが記載されております。こういったことを踏まえたような形で議決事項を整理してみようかと思っているところでございます。

次の関連する記載は、第1－3（3）ですので、次の3ページ目になります。（3）運用手法についてというところがございまして、ここでは新たな運用手法の導入等に当たって経営委員会が重要事項と判断する事項について経営委員会の審議を経て議決を行うなど、経営委員会による適切な監督のもとで、適切にそのリスク管理を行うという記載がございまして、新しい運用手法に取り組む場合には、リスク管理の観点から経営委員会が関与していくことが書かれております。

次の記載が4ページ目になりますけれども、（4）運用対象の多様化というところがございまして、ここでは2行目の後ろぐらいからですけれども、新たな運用対象については、被保険者の利益に資することを前提に、経営委員会において、年金資金運用の視点から幅広く検討を行う。理事長等は実施状況や経営委員会から求めのあった市場環境等に関する事項については適時に経営委員会に報告することとし、経営委員会はその報告等を十分に踏まえ、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき検討するというこ

とが記載されております。ですので、運用対象を広げていく際には、被保険者の利益に資するかどうかという観点から経営委員会が検討を行うのだということが書かれております。

もう1個記載がございまして、そのページの下のほうでございます。1－4の透明性の向上でございます。ここにつきましては、記載は次のページに入っております。5ページの一番上になりますけれども、これは先ほど議決いただいたものと関係が深いところでございますが、運用受託機関等の選定等に関しては、経営委員会が重要事項と判断する事項について経営委員会の審議を経て議決を行うなど、経営委員会による適切な監督のもとで、その透明性を確保するというところでございます。受託機関の選定に当たっては透明性を確保する観点から経営委員会が関与していくということが書かれているということでございます。

おおむねこの4つの記載がございまして、これに沿った形で議決事項を考えていったらどうでしょうかという案を今回はつくってございます。

4/10をご覧いただければと思います。その1つ目といたしまして、新たな運用手法の導入に当たって、リスク管理の観点から関与していただくことでの議決事項の1つ目を考えてございます。ここでは、新しい運用手法が既存の運用手法に比べてリスクが高いような場合については、あらかじめ確認していただいたらどうかという案でございます。青い四角で白い文字で書かれているようなことを議決事項としてルール化したらどうだろうかということでございます。価格変動リスク、流動性リスク、信用リスクのいずれかのリスクが、同一の資産クラスで既に採用されている運用手法のリスク水準を超える運用手法を導入する場合には、そのリスクを適切に管理することができるかを経営委員会で確認するのだというルールでございます。ただ、今後、1月に経営委員会でGPIFのデリバティブの利用あるいはオルタナティブの中でLPSの利用の審議を予定しておりまして、そういった具体的な実際の審議をしていただきながら、この白文字のところをどのように考えるかということをおわせて考えていただくようなことにしてはどうかと考えております。ですので、今日の段階では、こういったことが考えられるのではないかとという提案でございます。

2つ目が、次のページ、5/10でございます。もう一つ、リスク管理の観点から、アクティブ運用やオルタナティブ投資といったものについて一時的に大きく増加させる場合には、リスク水準が急激に上昇するおそれがあるということで、そういった場合にもリスク管理が適切に行われているかの観点で確認をしていただければどうかということでございます。ここでも青い四角で白い文字で書いておりますけれども、例えば、1アクティブ運用受託機関への新規配分額が運用資産額の一定以上、または、1オルタナティブ運用受託機関への新規コミットメント額が運用資産額の一定以上となるような場合には、運用資産全体あるいは資産クラスごとのリスクの変化を適切に把握して管理しているかを事前に確認していただくというルールはどうだろうかということでございます。ここでは注をつけておりますけれども、アクティブ運用とオルタナティブで書き分けている理由なのですが、伝統的資産の運用はある程度GPIFでも経験がある一方で、オルタナティブについてはまだ

不十分というところがありますので、この「一定以上」というところについては、伝統的資産のほうは少し大きめに委任していただければと思っております、こういった書き分けをしております。ここに付きましても、※印で上のほうに書いておりますけれども、オルタナティブの運用、2～3月頃にプライベートエクイティについて具体的な審議を予定しておりますので、そういったところの審議をしながら、こういったところを議決事項にしていくかというルールづくりをあわせて検討していただいております。

次に、3つ目、6/10をご覧くださいと思います。運用対象の多様化という項目でございます、ここについては「議決事項一案3」と書いてあります。結構シンプルですが、運用対象商品を拡大する場合には、被保険者の利益に資することを、経営委員会が検討して、議決をしていくということでどうだろうかと思っております。ここに付きましても、1月に、実際に外部の運用機関に委託している中で、今、認めている債券をさらに対象を拡大してはどうかということを内部で検討しております、そういったことの審議をしていただこうと思っております。そういった中で、このルール化もあわせて検討していただいております。

最後、4つ目でございます、7/10でございます。これは先ほど議決していただいたことと関係が深いものがございますけれども、受託機関の選定に当たって、透明性の観点から経営委員会に關与していただくという点でございます。議決事項一案4に書いておりますけれども、基本的な考え方として、経営委員会は重要事項を決定して、執行部がその範囲内で専門性と裁量を発揮する。経営委員会がその執行の適正性を監視するということが基本的な関係になっております。こういったことから、経営委員会におきましては、選定ルールを定めていただく。あわせて、執行部の選定の場に監査委員が陪席するなどの形で適切に監視をしていただくというたてつけにしてはどうかということでございます。

具体的な案としては、次の8/10から9/10にかけて、青い四角に白い文字で書いております。①、②は比較的原則論でございます、運用受託機関の募集は公募で行うというのが①、②はその選定に当たっては手数料の評価を含む総合評価に基づいて行うというルールでございます。③、④、⑤は、運用受託機関あるいは資産管理機関、さらにはトランジション・マネジャーそれぞれにつきまして、こういった項目について定量的な実績を勘案した定性評価を行って、総合的に評価をするのだというルールづくりでございます。③が先ほど議決していただいたことを反映しているような文言になってございます。

続きまして、9/10でございます。⑥、⑦、⑧のところは、さらにその透明性の確保、あるいは監督をしていくという部分のルールでございます、⑥は、選定の際には、1人以上の監査委員が陪席する投資委員会、この投資委員会は執行部サイドの内部でCIOが委員長になっている委員会でございますけれども、この委員会で監査委員が陪席する中で決定をしていくというルールでございます。⑦は、その選定結果は四半期ごとに経営委員会に報告し、ホームページでも公表するというところでございます。⑧は、選定だけではなくて、

既存の運用受託機関の総合評価につきましては、毎年度少なくとも1回行いまして、1人以上の監査委員が陪席する投資委員会で決定するという形にしてはどうかという案でございます。さらに「その他」とその下に書いておりますけれども、今は4つほど案を挙げましたけれども、さらに通常の審議の中で執行部から報告があるかと思います。その中で重要事項と判断するものがあるときは、その都度議決の扱いを決定していただくということでどうかと思っております。

最後、10/10なのですけれども、このようなルールにつきましては、中期計画の実施細則的な性格もございますので、毎年度の年度計画に記載する形にしてはどうかと思っております。年度計画に記載するということは、まさしくこの経営委員会で議決を行うものでございますので、そういったものにしてはどうかということでございます。そうすると、大臣への届け出あるいは国民への公表という手続も伴ってくるということでございます。最後、今後のスケジュールですけれども、今、御説明いたしましたように、今後、具体的な審議がそれぞれ予定されておりますので、そういった審議をしながら、具体的なこと、ルール化もあわせて考えていって、3月末の経営委員会で一括してそういったルール化について議決をしていただいたらどうかと考えておるところでございます。

説明は以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見・御質問がありましたら、お願いいたします。

○岩村委員 これはある意味目安みたいなものなのですかね。だから、逆に言うと、とりあえず目安をつくっておくけれども、その都度これは重要だと委員会が決めれば、それはそれで議決事項になるという整理でよろしいわけですね。

●陣場市場運用部長 もちろん。

○平野委員長 どうぞ。

○古賀委員 関連して、例えば、それぞれ議論したらいいと思うのですが、4/10ページ、議決事項の検討①とあるでしょう。これは新たな運用手法のリスクが既存の運用手法に比べて高い場合には議決をします。その新たな運用手法というのは、岩村さんがよく言っておられるルールの変更ではないのかと。新たな運用手法を導入するということも議決事項ではないのかと、日本語で考えればそう思うのですけれども、そのあたりはどうかのですか。比べて高い場合というのは、どれだけ高い場合なのか、その水準はどうかという議論に当然なりますね。だから、そこはどうかかなと、率直に日本語を読んで思うのです。いかがですか。

●水野理事 例えば、価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク、大きく分けるとこういうリスクをとるということになるのですけれども、私どもは新しい運用手法を導入する場合は、当然ですけれども、GPIFの中の運用リスク管理室と意見をすり合わせながらやっていきます。例えば、今日御報告するオルタナティブに関しましても、最初に始めるときに運用リスク管理室と一緒に、そのリスクはどういうもので、何ををはかるかということ

合意していくわけですが、その中でこれはリスクを余分にとりにいく話ではないかということになればこちらにかけるということになるのだと思います。なぜこのようにリスクが高い場合と言っているかと申しますと、わかりやすく言いますと、例えば、預金などでより期間が短くなったりする場合は、実際にはリスクが下がっているのだけれども、商品の名前は違うという場合もありますので、そういうものに関してわざわざ経営委員会の方々の時間をわざわざらせて議決をとることが余り運用の実務としてプラクティカルではないという判断でこのようにしております。先ほどの岩村委員の話と同じなのですが、実際に出てきてやっていく中で、これはちょっと違うのではないかということがあれば言っていたら、次からこういうものは気をつけますというようにしていくほうが、実際には経営委員会の方々と執行部のやりとりの中ではそれがよくわかるのではないかと私どもは考えています。実際に今回はデリバティブ、LPSで審議が確実にかかりますので、そういうときに1回試しでやらせていただいて、そこでまた御意見を頂戴したいと思っていますのです。

例えば、運用会社の取締役会と運用の執行部の関係性で言うと、リスクが上がる場合には許可をとりますというのは多分一般的かと思いますが、その枠組みで一回やらせていただきたいということですね。

○岩村委員 基本的にこのつくりというのは、事柄の属性から始まって、こういう事柄の性質があるから経営委員会に上げようという感じで受け取れるのですが、私などは、どちらかというと、もっと大きな枠組みがあって、経営委員会という立場と執行部という立場がそれぞれあって、それを前提としたときに、ルール化するものあるいは大きな方針を決めるものは委員会の仕事であり、そのルールを適用するのはそれは執行部の仕事であるという大きな整理があるような感じがありまして、そういう視点もどこかで持っておかないと、事柄の属性で一つ一つ決めていくというのはなかなか難しいのではないかという感じもするのです。そこがアプローチの仕方が違うのではないかという感じを私は受けるのです。これはこれでいいのです。ただ、別途そういうアプローチもあるのだと。だから、そういう場合に、議決になり得る場合もあるということを前提にしておいたほうがよろしいのではないかという感じがするのです。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 ほんとうに運用に関わるルールはたくさんありまして、ルールかルールではないかということよりも、経営委員会で議決していただくようなルールかどうかという視点がまずあるのだと思うのです。それが今のところ明確に示し得るものがなかなか難しいので、この今まで中期計画で出てきたものを我々なりに解釈してこういう提案をさせていただいていると思っていただければと思っています。結局、経営委員会で議決されるということは、経営委員会の責任なのです。議決されないということは我々が責任をとるのですが、最終的にはそのやりとりになると思いますので、そこを見ていただくのに少し具体的な案件がないと私どもの説明がしづらい。ただ、具体的な案件を選ぶことにおいて、

こうやって過去の中期計画等での議論を解釈して今回の枠組みを提案させていただいていると思っていただければと思いますので、本当にいろいろなルールの中でどこまで経営委員会で決められるかというのは、手触り感をやってもらいながら見ていただくしかないと思います。

○岩村委員　そういう意味でも先ほどの目安ですよと申し上げたわけで、その都度、具体的に考えていかなければいけないものは残るよねという感じなのです。おっしゃるとおりだと思いますけれども。

○中村委員　この1番のもので言っても、定性的で、これはリスクが高くなったから経営委員会に出そうかというのでは、実務的ではないような気がします。例えば、1,000億円ぐらいの資産を運用していて、このリスク量がちょっと上がってももしかしたら損が出るかもしれないというところまでやるというよりも、もっと全体の運用のリターンに対するインパクトがどのくらいリスク量としてあるのかということで線を引いたほうがいいように思います。リスクが高まったら全部というのはおかしいと思います。

●水野理事　私も本当はそう思います。

○平野委員長　どうぞ。

○根本委員　的外れかもしれませんが、私も金融機関の社外取締役をやっているのですが、金融機関だとリスクアペタイトフレームワークがあって、とるべきリスクととらないリスクが明確になっていて、あとは自己資本や収益に対しての許容度です。それをまさに委員のおっしゃったインパクトのありそうなものはかなり上のほうに持ってきて、それ以内のものであれば裁量内でやるみたいな、そういうルールがないと、逆にここで議論をしても、リスクはとらないほどいいという考えだと議論がしにくいような気がします。

○平野委員長　どうぞ。

●水野理事　根本委員と中村委員がおっしゃるとおりだと私も個人的には思っております。普通の年金や金融機関のボードでは、全体のリスク量ととるべきリスクととっていけないリスクが決まっていて、その中で全体を管理しますということだと思うのですが、この新しい法律ができたときに、例えば、このデリバティブ、LPSについても、経営委員会でかけるべきではないかという議論がありました。私はそれは本当に必要がないと正直思っていた。全体のリスク量を管理すればいいと思っていたのですけれども、こういうものも議決の対象にできるようにというニュアンスが込められておりますので、それに合わせた形で提案しているのです。逆に言うと、経営委員会の方々からこんなリスクがちょっと上がったからと一個一個持ってきて商品をチェックさせられても困りますということを言われれば、執行部としては、そちらのほうが普通の運用会社の運用に近いとは思いますが。

○中村委員　枝ばかりを見て全体は見ないでもいいという議論に行ってしまうような気がして、おかしいと思います。

○新井委員長代理　中村さんがおっしゃるのはそのとおりだと思うのですが、実際におっしゃるようなものを実行することになると、最終的には主観的判断にならざるを得

ないと思うのです。リスクが大きいかわからないかといっても、事前的に読めるリスクもあるでしょうし、ないということはフランク・ナイトの言う、発生確率が読めないリスクというか、アンサーティンティというものもあるわけですから、それは執行部で御判断いただくということでよろしいのではないかと。文言としてはこういう書き方をして、あとはお任せするということが実際的だと思いますけれどもね。

○中村委員 こういうものが残っていて、なおかつリスク量がこのぐらいのものとか、もう一個があればいいような気がするけれども。

○平野委員長 これは執行部がいろいろ苦労されて、法律をベースに例示的にこうやるとこういう感じになって、しかし、これ自体がいろいろな議論を呼ぶであろうということは承知の上なのですけれども、先ほど水野理事が言われたみたいに、私も含めまして、この個別の案件を審議する中で、範例を積み重ねて共通認識をつくっていくということが、まず、手法としては一番合理的かと思います。

前回の経営委員会の議論を受けて、総合評価の見直しについては、今回、審議と報告と分けたわけですから、それは一つの例になっているし、おっしゃったように、デリバティブやリミテッドパートナーシップ、プライベートエクイティは1月から2月にかけて諮るわけですかね。こういうものを一つ一つイメージを出しながら、とりあえずつくっていただいたこういう整理に当てはめつつ、最終的に何をもってどういう判断をするかということをもた議論を重ねさせていただいて、落としどころを探ることかと思うのです。確かにこれはいろいろ議論を呼ぶけれども、このように例示されると、逆に言うと考えるきっかけがあるという意味で、こういう例示も私は意味があるとは思います。

ただ、これで本来のリスク管理というか、きちんと全部整理ができるかというのは別の問題で、したがって、岩村委員が言われているように、要するに、是々非々で基本的にここでその都度判断するというふうにならざるを得ない。これは整理の中に「その他」で入っております。この議論はいろいろな角度から議論ができるのですけれども、時間も制約がございますので、特にということがなければ、本日はこのくらいにさせていただいて、また具体的な案件を1月以降に議論する中で、またここに立ち返るとさせていただければと思います。

ありがとうございました。

次は、報告事項になります。最初の報告事項「オルタナティブ資産（インフラ、国内不動産）の運用受託機関採用及び投資マンドート付与について」、執行部から報告をお願いします。

●轟オルタナティブ投資室次長 それでは、報告事項1を御説明申し上げます。

ことしの4月に、オルタナティブ資産の受託機関についての公募を開始いたしました。その中で、インフラストラクチャーと国内不動産分野についての受託機関を選定いたしましてマンドートを付与することになりましたので、その内容を御報告申し上げます。

2ページに移っていただきまして、そのマンドートの具体的な内容でございますが、ま

ず、1番目、インフラストラクチャーにつきましては、国内のゲートキーパーと海外のファンド・オブ・ファンズ・マネジャーの組み合わせになっております。2社選定をしております、1つが と 社の組み合わせ、もう一つは と 社の組み合わせでございます。投資コミットメント額が、前者につきましては年間 を にわたってコミットをしていく。運用期間は全体として でございます。 と 社の組み合わせにつきましては、年間コミットメント額が を 続けていくというところで、運用期間は同じでございます。2番目、国内不動産につきましては、 を選定いたしました。投資コミットメント額は年間 を 継続して、全体の運用期間が でございます。こちらがマンドートの内容でございます。以下、内容について御報告を申し上げます。

次のページにおきましては、おさらいという意味ですが、これまでのオルタナティブ投資の経緯、今回の選定に至った経緯について御説明申し上げます。約3年前に、委託調査研究に基づきまして、投資信託の形態でインフラ投資を開始いたしました。それ以降、コンサルタントを採用いたしまして、投資戦略の策定を行ったり、あるいは基本ポートフォリオ上のオルタナティブ資産の位置づけの整理を旧運用委員会でやっていただきました。その後、投資の実施に関わりますコンサルタントを採用し、リスク管理のフレームワークをオルタナティブ資産について決定をした後、この4月から運用機関の公募に入ったという次第でございます。下のほうでご覧いただきますとおり、その過程におきまして人員体制についても強化をしてきたという次第でございます。

次のページで、今回行いました投資一任形態のオルタナティブ投資の戦略という位置づけについて御説明しております。投資戦略は現在3つやり方があると考えておまして、一番上のほうが、ゲートキーパー、ファンド・オブ・ファンズを通じました投資一任形態での投資でございます。これ以外には、機関投資家との共同投資及び個別ファンドの投資ということがありますが、まずは投資一任形態ということで、外部の機関の主にモニタリングであったり、レポートिंगであったり、こういったところのアウトソースという観点も含めて投資一任形態の応募を行ったというのが今回の経緯でございます。

次のページは、選定の経緯ということで、これは公募の開始をしたときの想定でございますが、今回は投資一任形態で分散投資を初めて本格的に開始をするということでございますので、プライベートエクイティ、インフラ、不動産、この3つの分野それぞれにおきまして、各地域、戦略を幅広く面倒を見てもらえるマネジャーを選定するということを主眼に置いた次第でございます。特にインフラと国内不動産あるいは海外不動産につきましては、債券型の投資戦略に重きを置くことによって、よりインカムドリブンといいますか、比較的早くそういった収益関係がとれるような戦略に重きを置いた次第でございます。当然ながら、こういったオルタナティブ投資を推進する目的としましては、オルタナティブ資産は伝統的資産とリスク・リターン特性が異なりますので、そういったアセットをポー

トフォリオに入れることにより、分散効果といったものを目的としております。

6 ページ目を飛ばしまして7 ページをご覧くださいますと、これまでの選定経緯を示しております。4 月から公募を開始いたしました、インフラと国内不動産につきましては6 月から審査を開始いたしました。その後、書類審査、面談による審査、現地での実査といった審査を踏まえて、採用しておりますコンサルタントからの評価も加えまして、選定をまいりました。また、この選定の状況については適宜運用委員会でも御報告をした次第でございます。この結果、インフラは当初9 社ございましたが、最終的には2 社、国内不動産は3 社から1 社という選定をした次第でございます。以上が、これまでの経緯でございます。

次に、インフラストラクチャーの分野の選定について御説明申し上げます。8 ページをご覧ください。時間の関係もございますので、選定をした先について御説明を申し上げます。先ほど総合評価についての御議論もございましたが、我々は業務方針のほうに記載をされております評価項目、一番左側のほうにございますが、投資方針・運用プロセス、組織・人材、あるいはスチュワードシップの取り組み等のこういった項目について、各社を検討し、それぞれ分析、評価をまいりました。今回選定をいたしました一番左の

社ですが、こちらは特に大手の機関投資家、年金基金であったり、あるいはソブリン・ウェルス・ファンドといったところに対するインフラストラクチャーの投資のアドバイザーであったり、あるいは投資の運用を受託している会社でございます。したがって、非常に専門性の高い、かつ、カスタマードリブンのポートフォリオを構築できるあるいは実行できるといった点が強みであると評価をいたしました次第でございます。加えまして、運用手数料のところにコメントを書いておりますが、今回、オルタナティブ資産の受託機関を選ぶに当たりまして、我々オルタナティブ資産のいわゆる手数料の体系としてはこういったものがふさわしいという考え方をあらかじめ示しまして、それに応じた提案をしてもらった次第ですが、特にこの 社につきましては、手数料について我々の考え方と非常にアラインした提案をしてきたといった点も評価した次第でございます。もう一社の 社でございますが、こちらはいわゆるインフラの業界でのファンド・オブ・ファンズの運用経験が非常に長いというところでございますけれども、投資をしている先のGPとのリレーションが非常にしっかりしている。こういったところから、投資先のGPからの評価も高いといったところを確認した次第でございます。そういったリレーションを活用いたしまして、よく一般的に言われますファンドに投資をするプライマリー投資に限らず、セカンダリー投資、共同投資、こういったディールフローを恐らく業界の中でも一番多く獲得できているというところが見えた次第でございます。加えまして、先ほどの 社と同じですが、運用手数料につきましても非常に安い手数料を提案してきたといった点も評価いたしまして、この2 社をいずれもすぐれているという評価をした次第でございます。

次のページには国内のゲートキーパーの評価を参考として記載しておりますが、正直に

申しまして、こういったオルタナ業界のファンド・オブ・ファンズの形態を受託している、特にインフラの分野で受託している会社はまだそんなに多くはございませんが、その中でも、最低、何らかのオルタナ資産でこういったゲートキーパー業務を経験しているといったところから、特に 社とくっついております につきましては、自分たちでファンド・オブ・ファンズの運営を行っているというところから、非常に体制等もしっかりしているところが評価できた次第でございます。

10ページ、11ページには、先ほど申しました今回の選定におきまして参考にしましたコンサルタントの評価と我々チームの評価等が異なった事例をお示ししておりますが、端的に申しますと、コンサルタントは、今回選定の対象となりました候補にはコンタクトできるのですが、その先の投資先のファンド、あるいはその対象者のお客様にはなかなかコンタクトができないという制限がございます。したがって、そういった先につきましては、オルタナティブ投資室から、投資先の対象となるファンドのGP、選定の候補先のお客様となる投資家といったところに直接話を聞きまして、マーケットでの評価あるいは彼らの実力をその投資家がどう見ているのかといった、いわゆるレファレンスチェックをしっかりして、そういった点について改めてコンサルタントと協議をした上で、今回、選定した2社を選んだという次第でございます。

少しページを飛んでいただきまして13ページで、今回のインフラ分野のマンドートを御説明しております。先ほど申しました2社を選定したわけですが、左側に と 社の組み合わせ、右側のほうに と 社の組み合わせを記載しておりますが、投資対象につきましてはいずれもブラウンフィールド型のインフラストラクチャー・ファンド、先ほど申しました債券型という投資戦略に重きを置いたということがインフラストラクチャーのこれから我々がやっていきたいところでございますので、そういった債券型の投資戦略となり得るブラウンフィールド型のインフラストラクチャーのファンドに投資をする。加えて、いろいろなマネジャーが運営するファンドに分散投資をするということが主眼でございます。そういった分散投資をすることによって安定リターンを獲得することが今回の目的でございますけれども、この2社について、言ってみますと得意技が異なります。左側のマネジャーにつきまして、比較的いわゆるミドルマーケットと言われるような、ちょっと玄人好みのファンドといったところまで非常に強いリレーションを持っておりまして、そういったところのリレーションからセカンダリーマーケットでの取引機会等の獲得をする、かつ、実績もそういったセカンダリー投資等で高いリターンを上げているという特徴がございます。一方で、右側の 社につきましては、我々がこれから志向しておりますコア型のインフラの投資案件について、先ほど冒頭に申しました年金基金であったりソブリン・ウェルス・ファンドといったところの顧客を抱えておりますので、そういった機関投資家が投資対象とするような本当にコア型の資産への投資対象機会をGP等と一緒に獲得ができるという特徴を持っております。そういったところから、比較的右側の 社については大型のファンドあるいは大型の投資機

会に投資をしてもらうという位置づけをしております。左側につきましては中堅以下のファンドについて、加えてセカンダリーマーケットの投資機会について強みを発揮してもらうという区分けをしております。そういったことから、「5. 目標リターン」を記載しておりますが、ここが少し異なっております。左側はIRRベースで 、右側がIRRベースで

とここで若干差異が出てきているところでございます。ちなみにこのIRRの中にはキャッシュイールドが含まれておりまして、両者とも今後投資を進めていく上で年間恐らく程度のキャッシュリターンを我々としては期待したいと考えております。「6. ポートフォリオ・アロケーション」につきましては、基本的には先ほど申しました債券型のインフラデットであったり、ブラウンフィールドの中で安定収入が期待できるような投資を主眼に置いております。地域につきましては、インフラ投資の場合は中心となります市場が欧州でございます。いずれのマネジャーにつきましても欧州が最大の地域となっておりますし、それに加えて北米あるいはアジア、アジアと言っても中心となりますのはオーストラリアでございますが、こういった地域にも分散投資をしてもらう予定です。1点だけ、日本については「対象外」と記載しておりますが、今回、グローバルのマネジャーということで募集をしたわけですが、いずれのマネジャーとも、これは日本の投資機会が限られているというところもありますので、彼ら自身がこういった日本への投資は積極的に薦めないといったところを言っていました。したがって、こういった結果を受けまして、現在、日本のインフラ分野についてのマネジャーについては、別途選考を進めているという次第でございます。

以上がインフラ分野でございまして、不動産分野につきましては、山田次長から御説明申し上げます。

●山田オルタナティブ投資室次長 それでは、14ページをご覧ください。今回は国内と海外に分けておりますけれども、そのうちの国内の不動産投資についての受託機関の選定という御説明でございます。この表の一番上に が3行並んでおりまして、左から、 、 、 となっております。先ほど説明にありましたように、今回、もともとエントリー、応募をしてきましたのがこの3行でして、このまま審査を続けていって、最終的には一番右側でございます 、この表の一番右下の総合評価のポイント数を示しておりますけれども、これが という事で、真ん中の 、左側の を上回ったためにこちらを選択したというのが結論でございます。評価の内容を御説明する前に、まず、皆様は恐らくこういう不動産投資を国内で行う際に、なぜ不動産会社あるいは不動産会社の投資顧問会社ではなくて信託銀行だけがその対象になったのかということを御疑問に思われるかもしれませんので、ちょっと御説明させていただきます。今回我々が選定する相手先というのはいわゆるファンド・オブ・ファンズということで、それぞれ個別の運用会社が運営するファンドを選んでいくという運用機関を今回は対象にしております。したがって、当然ですが、いわゆる や などといった不動産会社系の投資顧問会社、アセットマネジャーはた

くさんあるわけですが、これはあくまでこのゲートキーパーに選ばれた投資先の個別ファンドの運用者として登場するというご事でございます。彼ら自身も当然自分たちの本業はそこにあると考えておりまして、そこでノウハウを発揮して、いわゆる手数料を受けるということを彼らの本業にしておりますので、今回のエントリーには参加してこなかった。一方で、逆にこういった年金基金の資産のアカウントマネジャーとしてこれを運用するというご事を本業にしております信託銀行、かつ、彼らは不動産には非常に伝統的に強いリソースを持っておりますので、結果としてこの3行が対象になったというご事でございます。評価の内容につきましては、今、轟のほうでインフラの御説明を申し上げました項目と基本的には同じでございます、この表の左上から投資方針・運用プロセス、組織・人材、スチュワードシップ、付加価値サービス、コンプライアンス、情報セキュリティという内容が並んでおりますが、特徴的なところだけを少しこの表で御説明させていただきます。投資方針・運用プロセスというところで言いますと、  
のところに△が2つついておりまして、1つは「大型マンドートの集中リスク」と書いてございます。

はこの3行の中では不動産のファンド投資を始めたのが一番新しくなっております、その意味ではまだ経験がそれほどないのですが、ここ1～2年、非常に積極的にこういった運用のマンドートを取得するという活動をやっております。結果として、過去1年以内に1,000億単位の手大金融機関といったところの受託業務を受けておりまして、我々から見ると、こういったかなり大手の投資の受託が1マネジャーに集中することはいかなるものかという点で、この集中リスクというところで少しマイナスポイントをつけております。当然ですが、これだけある意味短期間で大きなマンドートを受けておりますので、今度は内部のリソースとしては少し希薄化といいますか、分散しておりますというところもマイナスポイントにしております。一方で、一番右ですが、逆に言うと、

は非常に保守的な運用を過去に行っておりましたので、現在の受託残高は少ないのですが、そのかわり今回のマンドート受託に対して非常に時間をかけてリソースを投入して、経営陣みずからコミットをして提案してきたというところで、その分析内容等々について非常にすぐれているという点の評価いたしました。組織・人材に関しましては、今、申し上げましたところと多少ダブっているところがありますが、  
については、急激にそういった業務を受託しているということと拡散しているということを書いております。真ん中の  
なのですが、ここは過去10年ぐらい受託実績から見

ますと他の2行を大幅に上回っておりますけれども、そういったリソースや知見を、いわゆる年金の資金の不動産投資運用業務だけではなくて、自社の中での仲介業務やコンサルティング業務、あるいは自分自身のファンドの運用業務にかなり分散させておりますので、そのところが人材リソースの分散ということで多少マイナスをつけております。一方で、

については、先ほど申し上げましたように、このマンドートに対して非常に大きなコミットを示して資源の集中投下をしてきているところ、もう一つ、この項目の中で投資家とのアラインメント重視というところがございまして、ここもこの

がみずから最初にこの表の中で「セムボート投資」と書いてありますけれども、我々があるアンダーライングファンドに投資をする場合に、彼ら自身もその額のうちの5%をみずからのバランスシートで投資しますという提案を最初にしていまいりました。したがって、もちろんアップサイドでうまくいったときのインセンティブ、成功報酬という考え方もありますけれども、一方で、仮にうまくいかなかった場合、自分自身がリスクをとり、自分のバランスシートをある程度傷めても、ある意味コミットを示すという提案をしてきたところを評価させていただいております。こういった内容を積み重ねまして、手数料等々をあわせて、3次審査スコア、総合評価の最終結果が出たということが、先ほど冒頭に申し上げました一番下のピンク色の欄で、結論としては を選びましたということでございます。

次のページをご覧くださいますと、こちらにもコンサルタント2社、 、 の2社をこのデューデリに参加させまして、彼らの見方と我々自身のデューデリの見方をクロスチェックしておるわけなのですが、この中で違うところだけハイライトをしてお示ししております。まずは、このページでは は、先ほど私はちょっと触れましたように、左側のコンサルタント評価というところで、多様な経験、幅広いAM会社とのネットワーク、広いアセットタイプ、地域のカバレッジという点を彼らは評価しておりまして、これはそのとおりでございます。過去につきましては確かにこういったことで大きな実績を上げておりますけれども、逆に、我々自身が行った詳細なデューデリの中では、右側に過去の実績と将来の再現性とのギャップと書いておりますけれども、そういった過去の実績を上げたリソースをかなり社内では分散させているという点で、我々のマンドートを担当するチームそのものを見てみますと、必ずしも過去の実績イコールではないという点でございます。こういったところを違うところとして、こちらではハイライトをしております。

次のページは、採用することにいたしました でございまして、こちらは今の とある意味逆なのではございますけれども、コンサルタントの評価としては、過去の実績がそれほど大きくない、カバレッジが狭いといったところを指摘しております。これに対して、今回の我々のデューデリでは、トップのコミットメントを初めとして、人材のリソース、組織的な対応、先ほどの我々との利益のアライメント、リスクのアライメントというところで非常に大きなコミットをした上で、集中的な提案をしてきた、体制を整えてきたという点を評価したということでございます。こういった点で最終的に採用するわけですが、1つだけつけ加えて申し上げます。この がことしの5月に発表いたしました、非常に大きなグループ全体の経営の再編計画というものがございまして、これはいわゆる商業銀行、信託銀行、証券会社、この3つの機能分化をはっきりと進めていこうということをグループ全体として発表しております。したがって、その実例の一つとして、信託銀行が今まで持っておりましていわゆるコーポレートベースの法人融資の残高は全部で 、 のクライアントがありますが、これを全て商業

銀行に移すということを発表しております。したがって、残ったところでこの信託銀行がやりますのは、基本的にこういった機関投資家の資金の受託業務、不動産業務というところにかかなりの割合で経営資源を集中投下しますということをグループ全体でコミットしておりまして、こういった企業グループ全体の方針が今回のマンドートに対する対応にもあらわれてきていると感じた次第でございます。

それでは、17ページをご覧くださいますと、こちらに対して与える投資マンドート、我々の投資プランの内容を記載しております。投資対象としましては、不動産、日本国内のコア型の資産に運用するということございまして、こういったものを対象に市場環境を踏まえた上で投資をして、安定的なリターンを目指すということです。コミットメントの金額としましては、これは                    をエクイティ投資の総額としておりまして、この後に申し上げますけれども、投資期間を                    、したがって、1年あたり                    を                    にわたって投資をするという計画を立てておりますけれども、                    というのはある程度長い期間ですので、この間に年度計画を提出させ、それを見直すということでマーケットの状況に応じたタイムリーな投資計画に修正できるようにというたてつけにしております。投資期間は                    、その後の運用期間                    で、合わせて                    ですけども、先ほどインフラでは

                  というものが投資期間でした。これを                    にしておる理由は、オリンピック前後ということもありまして、建設需要の動向や、ある意味、今はブームでかなり高どまりしている値段もその後は少し変動してくる可能性もあるだろうということで、少し長目の期間を想定しているということでございます。目標リターンとしては、この後のページで最後にまとめて御説明いたしますけれども、                    の総合収益率、トータルリターンを想定しております。ポートフォリオ・アロケーションとしましては、この下の表ですけども、いわゆる債券型、リスクの低い債券型をおおむね                    程度を想定しまして、バリューアッド、オポチュニスティックと書いてありますが、比較的风险の高くてリターンが高いものを全体の中では                    程度という配分にいたしました。その下のアセットタイプ別、オフィス、商業、ロジスティックス、その他住宅等ということですけども、これもある一定の想定をいたしまして、これに対して彼らからの具体的な提案を待って年度計画に反映していくことを想定しております。地域別には                    を中心とした投資ということで、これは実際には                    です。これで                    を                    といたしまして、残りを                    に分散するという考え方です。最後に、その他（ガバナンス）ということで、

                  国内不動産という、ある意味、特殊性で、いろいろな利害団体からいろいろな情報の持ち込みもあるだろうということで、これにつきましては、運用機関の中に諮問機関を設けまして、外部の専門家を含めて公平で透明な判断をし、この議事録を我々に対して公開することによって、彼らがきちんとこれを運用できているかどうかということをチェックできるようにという仕組みを入れております。

不動産については、以上でございます。

●轟オルタナティブ投資室次長    最後、18ページでございますが、今回選定するに当たり

まして、オルタナティブ資産の期待リターンについての検討を行いました。中期計画のほうで、オルタナティブ資産につきましては、リスク・リターン特性に応じて、国内債券・株式、外国債券・株式のいずれかに位置づけるという定めがございます。したがって、今回選定したマネジャーがこれから投資をするオルタナティブアセットにつきましても、4資産のいずれかに位置づけられるという形になります。その位置づけをする中で、伝統的資産と比べますと流動性が落ちるあるいは低い投資というアセットもあり得るかと思いますが、そういった流動性が低いことに対するプレミアムを乗せた上で、我々が期待するようなリターンを各マネジャーが満たせるのかといった点を検証いたしました。上の段のほうに伝統的資産の期待リターンを2つのケースについてお示ししておりますが、これに非流動性プレミアムを加えたものが今回のオルタナティブ資産に期待される各戦略ごとのリターンになるかと思いますが、非流動性プレミアムにつきましては、市場のデータでありますとか、あるいはほかの投資家がこういったベンチマークをもってこのオルタナティブ資産を見ているのか、あるいはいろいろな論文等も参考にしながら、コンサルタント等を採用いたしまして、この非流動性プレミアムを設定した次第でございます。結論から申しますと、下の段でございます。各マネジャーの債券型の戦略と株式型の戦略をまぜておりますので、その債券型と株式型の比率を加重平均をしたものが、マネジャーが今回提案するリターンであるというところでございますけれども、下の段でございますが、いずれのマネジャーとも市場基準ケースの場合は満たしておりますけれども、足元の経済成長等よりも非常に高目の経済成長を見込んでおります経済中位ケースの場合は若干満たさないということにはなります。ただし、我々が検証した限りでは、マネジャーが提案しております内容としまして、非常にインカムであったり、将来のキャピタルゲインといったものを非常にコンサバに見てみる、あるいはほとんど見込んでいないといった前提でございますし、冒頭に申し上げましたオルタナティブ資産をポートフォリオに入れることによる分散効果もあろうかということで、今回提案を受けた内容はほぼ妥当であろうと思料した次第でございます。

以上が、今回の選定した内容でございます。後ろのほうに参考資料等を記載しておりますが、これまで御説明しましたような公募の内容等について記載させていただいております。

私ども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・御質問がありましたら、どうぞよろしくお願ひします。

○小宮山委員 不動産の利益相反のところ、サムネイルの17ページ目のところなのですが、これは「重要性があるものについては、専門性を持った第三者が投資判断に関与する仕組みを構築し」と書いてあるのですが、重要性がないものの利益相反はそのまま認めてやってしまうのでしょうか。

●山田オルタナティブ投資室次長 お答えを申し上げますと、当然ですが、細かいものも含めまして利益相反が起こり得るケース、例えば、このファンドが投資する先の物件を自社が仲介していますとか、あるいはそこにローンを提供していますとか、当然いろいろなケースがございまして、これはかなり網羅的に詳細に至ってどういうケースがあり得るのかというケース分けを、このぐらいの書類にしております。我々はそれをデューディリジェンスで確認し、当然これに基づいて彼らが運用するということについては確認しておりますので、それはデイリーに当然行ってまいります。

ただ、ここで諮問委員会をわざわざ設けておりますのは、さらにその中でも非常に重要なものについては、ルールどおり、マニュアルどおりにやっているとしても、もう一度さらにダブルチェックをするという趣旨でございます。臨機応変に検討して投資の意思決定をすることでいい投資ができるという点もありますが、一方で、少し時間をかけてもこの諮問委員会でダブルチェックにするというところのバランスを見ながら、この重要な案件は、具体的には金額基準を設けて審議する仕組みを設けています。

○小宮山委員 ありがとうございます。

○平野委員長 どうぞ。

○新井委員長代理 最後のほうで期待リターンについてお話があったのですが、リスクの側面というところについては、何かこのような形で分析した結果をお話しいただけるのでしょうか。

○平野委員長 どうぞ。

●水野理事 オルタナティブを基本ポートフォリオ上どう位置づけるかということがもとの基本ポートフォリオを決めたときには明確ではなかったものですから、それをコンサルを使ってずっと運用委員会で議論していただいて、どういう基準、クライテリアをみたせば債券、そうでなければ株式ということで分けてきたので、その分け方をもとに、私どもがやるオルタナティブ資産のリスクをまずははかりましょうと。簡便法ではありますし、堀江委員が別の意見をお持ちのこともよく存じ上げておりますが、いろいろな方法がありまして、簡便法としてこれでやろうと運用委員会的に合意をいたしまして、それで今回はやっております。

ただ、今回の場合、それで言いますとその計算でいったものよりも若干低いリターンで今回のマndेटを与えていることになるのです。そういう場合にどう考えるかということだと思っております。私たちは少なくとも今回の最初のマndेटに関しましては、どちらかといえばリスクを抑え目でコアのものあるいはインフラもキャッシュフローを重視したものをやろうということをやっているのです、通常想定されるようなオルタナや不動産のものよりもリスクを低くしているかわりにリターンも低くなっているという状態にありますので、それを考えれば、当初想定されたというか、このぐらいは出すべきではないかと思っているリターンよりも少なくとも受け入れる合理性があるのではないかとやっています。

一つ一つの案件に関しましては、細かいリスク分析やいろいろな手法はあるのですけれ

ども、とりあえず今のGPIFのオルタナは、先ほど申し上げた4つの資産のどれに分けるかということ、あらかじめ大まかなガイドラインに沿って分けてやるというやり方でやらせてもらっている、今回はそれに合わせて、内部の役割分担としましては、投資戦略のリスクとオルタナチームと話し合いまして、これはどのように分けられるのかということを決めた上で、必要とされるリターンはこのぐらいであろうということを出したものが先ほどのペーパーになっています。今回は実際はそれよりちょっと低い、そのかわりリスクも低いという、それで合理的に受け入れ可能であろうというロジックツリーでやらせてもらっています。

○新井委員長代理　规则的にはそういうことだろうと思うのですが、今、お話にありましたように、伝統的資産の資産区分に分けていくときに、どうしても無理があるところがあると思うのです。そういうこともこれあり、もう一つ、相関関係という側面で、オルタナティブ投資は、伝統的な資産に対する分散効果がかなり期待できると思います。そういうメリットもあると思うので、4資産に分けなくてはいけないというルールみたいなものがあると思うのですが、内部的な管理という側面でいくと、ちょっと違った観点で分析なさることが必要なのではないかと思います。

今後、オルタナティブをどの程度まで比率として持ってくるのかということは、次のアセット・アロケーションのことにも絡みますし、内部的な管理としてはそういう4資産に含めてしまうという以外の見方も出されたほうがいいのではないかと思いますので、質問させていただいたのです。

●水野理事　そのあたりはコンサルとも話をしていますので、いろいろな形でのリスク分析はしていこうと思います。それと、基本ポートフォリオとの間のコンパティビリティ、コンプライアンスのところは両方やっていかざるを得ないものですから、基本ポートフォリオのルールとしてはこうやって運用していますということですので、これしかリスク管理やリスクのモニタリングをしないということでは全くございません。それもやりながらお示しさせていただければと思います。

●轟オルタナティブ投資室次長　リスク管理については、参考資料1に記載しております。全体のポートフォリオの中でのオルタナ資産も入れた管理は別途アラディンのシステム等でやっておりますので、これは走りながらということではございますけれども、そういった内容についても、今後、御報告はしてまいりたいと思います。あくまでポートフォリオ全体の中でのオルタナ資産の位置づけという観点からも、そのリスク管理はやっていきます。

○新井委員長代理　これは時価評価をするのですか。

●轟オルタナティブ投資室次長　基本的に、いろいろなオルタナ資産の時価評価のルールはいわゆる全世界的に標準がございまして、それに基づいて各マネジャーが時価評価したものを我々が取り込んでいくという形を想定しています。御存じのとおり昨年度の決算から時価評価という形でやっておりますので、今後もそういった形で行います。

○平野委員長 御議論は尽きないかと思いますが、時間の制約もございますので、この件につきましてはこのぐらいにさせていただきます、次の案件に進みたいと思います。ありがとうございました。

続きまして、2番目の報告事項「短期資産ファンドに係る資産管理機関の公募について」、執行部から報告をお願いします。

●北村運用管理室長 了解いたしました。

それでは、資料はファイル07、報告事項2「短期資産ファンドに係る資産管理機関の公募について」ということで御説明いたします。短期資産ファンドについて、資産管理機関の公募を予定いたしております。その趣旨、内容についての報告ですが、資料は1/10を使って説明させていただきたいと思います。

一番上の「エグゼクティブサマリー」、今回のファンドの公募の趣旨、目的等を簡潔に書かせていただいているところです。効率的な短期資産の運用方法（運用商品、運用スキーム）の提案を広く求めることで、公的年金の利益の最大化、それから、

が目的でございます。

この公募に至る背景ということで、次の「バックグラウンド」に3つございます。平成28年1月の日銀のマイナス金利政策の導入の決定以降、残存1年未満の短期国債がマイナス利回りになっているという短期資産市場の状況。2つ目が、年金財政の収支状況の影響もありまして、短期資産のファンドが日銀のマイナス金利導入時1兆だったものが10兆超になっているということ。短期資産ファンドの資産管理機関は、今、1社に委託しているという状況がバックグラウンドでございます。

また、「戦略プラン」ですけれども、この公募手続を通じて、選定の透明性を図ること。今回、短期資産ファンドの資産管理機関ということでの公募ですので、通常の調査書類のほかに、資産管理機関として手元資金を運用するに当たってマイナス金利の状況の中で運用方法及び運用規模の上限について幅広に提案を求めるということを戦略プランとしております。

「フィードバック期間及び検証方法」ですけれども、毎年度、資産管理機関を採用した場合には総合評価を行いますので、フィードバックはそこで少なくとも毎年度1回ということでございます。

このことの便益は、短期資産ファンドの効率化ということで認識いたしております。

説明は以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございました。

ただいまの報告につきまして、御意見・御質問がございましたら、どうぞ。

確認なのですが、資産管理機関の複数化が柱になっているわけですが、それによりまして、1つの機関に集中するよりはリスクの分散が図れると同時に、新しい知恵がそこで提示されてくるかもしれない。短期資産の運用環境は極めて悪いわけですが、その悪い中でも比較的ましな提案を選びたい。資産管理機関については、仮に運用がマイナ

スしか期待できないとしても手数料は入るので、それなりにこの応募してくるインセンティブはあるだろうと。しかし、何社応じてくるかはやってみないとわからない。そんなことでよろしゅうございますか。

●北村運用管理室長 はい。来ることを期待しています。

○平野委員長 そういうことです。

○高橋理事長 恐らく公表する趣旨の表面的な文字だけでは理解いただけないと思いますので、応募してくれた方々には別途説明会を開いてきちんと説明して我々の趣旨を伝えたいと思っておりますので、よろしくお願いします。

○平野委員長 よろしくをお願いします。

どうもありがとうございました。

●山田オルタナティブ投資室次長 遅くなって恐縮です。先ほどのオルタナティブのことで1つだけ皆さんにお話しし忘れたことがございまして、国内不動産は今週先ほどの

との契約が終わっております。したがって、速やかに契約が終わったことを開示する予定でございまして、来週何らかの形で報道等が出る可能性がございます。経営委員の皆様にご承知おきいただければと思います。

失礼しました。

○平野委員長 承知いたしました。

続きまして、3番目の報告事項「第3回企業・アセットオーナーフォーラムの概要」について、執行部から報告をお願いします。

●小森市場運用部次長 お手元の資料の1/4です。ことしの10月6日に第3回の企業・アセットオーナーフォーラムを開催しまして、議事の概要につきましては、2/4ページから4/4ページ以降で添付いたしております。既にお目通しいただいているかと思っておりますので、本日は、このフォーラムのバックグラウンドについてお話しさせていただきたいと思っております。

昨年1月に企業向けのアンケートを実施しました。これは年1回やっております日本株の運用受託機関の評価プロセスの中で、従来は運用機関の言葉を聞くだけの評価だったのですけれども、投資の相手方である企業の声も参考になるのではないかとということもありまして、アンケートを実施いたしました。そこで予想外にアセットオーナーと直接話をしたいということを回答した企業さんが予想以上に多く、その中で一番熱心に御意見をいただきましたオムロンさんが中心になりまして、エーザイさんと日産自動車さんと共同事務局を構成され、また、その事務局の3社さんを中心に8社の皆さんがお集まりいただいて、グループとして半年に1回程度集まって、企業間での意見交換、例えばIRのやり方であったりESGの取り組み方といったものを意見交換し、我々はその横におりまして、我々に対する御要望であったり、我々運用機関の立場の人たちとのIRミーティングでの不満であったり、要改善点のようなものを伺うという形の構成にしております。私たちにとっては、全体のインベストメントチェーンを最適に効率化することが我々アセットオーナーとして一番重要なポイントだと思っておりますので、主要な参加者である企業さんのお声も聞きなが

ら、我々が気をつけるべき、注意すべき点、例えば、評価の中での運用受託機関の評価方法の改善であったり、我々が気がつかなかったポイントなどいろいろな教えていただいていますので、そういう意味で引き続き半年に1回程度の継続的な企業さんの意見交換の場にも我々が同席させていただきながら、お声を吸収させていただきたいと思っています。

同時に、もう一つのフォーラム、これはグローバルなアセットオーナーとしてのフォーラムがありまして、これは我々が主体的に事務局として動いておりますけれども、こういった海外の人たちにも、従来は余り日本から発信されていなかった日本の事情であったり、今の企業さんの進みぐあいといったものを最新の情報としてフィードバックをすることで、海外からの投資についても我々は受け入れていきたいと考えておりますので、この2つのフォーラムを運営しながら、我々のインベストメントチェーンの最適化を引き続き図っていききたいと思っています。グローバルのほうもことしの11月に第3回目をやっておりますので、このサマリーにつきましてもまた別の機会に改めて御紹介をさせていただきたいと思っています。

簡単ではありますが、以上でございます。

○平野委員長　ありがとうございました。

ただいまの報告につきまして、御意見・御質問があれば、どうぞよろしくお願いします。

よろしゅうございますか。

どうもありがとうございます。

続きまして、最後の報告事項「報酬等及び給与等の支給の基準の変更について」、執行部から報告をお願いします。

●鷺巣総務部長　かしこまりました。

報告事項4をお開きいただきたいと思います。

本件につきましては、11月1日に開催いたしました第3回経営委員会におきまして、停止条件つきで議決をいただきました件でございます。具体的には給与規定の改正についてでございますが、本件につきましては、国家公務員の一般職の給与に関する法律案が、先般御説明いたしました人事院勧告の内容のとおり成立されましたので、議決をいただきました内容に変更はございませんことを御報告申し上げます。

なお、前回の経営委員会におきまして、古賀委員、岩村委員から、本件のような人事院勧告に基づきます給与規定の改正についての経営委員会の諮り方については、停止条件つきで議決するのではなく、開催日を工夫するとか、例えば、権限を理事長に移譲するなど、経営委員会において方向づけをしたほうがよろしいのではないかと御意見をいただいたところでございます。本御意見につきましては、来年度に入りまして人事院勧告が出たところに、改めて御相談をさせていただきたいと存じます。

説明は以上でございます。

○平野委員長　ありがとうございます。

御意見・御質問はございますでしょうか。

それでは、最後のところでお話ございましたけれども、来年度の人事院勧告のタイミングに合わせまして、経営委員会への議決の諮り方について、そこで改めて検討するという事で、よろしくお願いいたします。どうもありがとうございました。

本日の議題は以上となりますが、事務室から「金融事業者からの寄付等の報告について」報告がありますので、お願いします。

●辻経営委員会事務室長 資料10をお開きください。

経営委員会規則第9条、金融事業者からの寄付等の報告等に定める就任時の報告につきましては、資料10のとおり、金融事業者からの研究助成等に関する報告書を御提出いただいていることを報告いたします。なお、古賀委員、小宮山委員、中村委員におかれましては、該当がない旨、御連絡をいただいております。

以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございました。

その他、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 資料11をお開きください。

次の開催日でございますが、第5回経営委員会 は、平成30年1月22日、月曜日の 10時からを予定しております。また、第5回の監査委員会は、30年1月19日、金曜日の9時から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をお願いいたします。

以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございました。

これにて、第4回「経営委員会」は終了します。議事進行に御協力いただきまして、ありがとうございました。お疲れさまでございました。