

運用委員会（第120回）・ガバナンス会議（第14回）合同会議 議事録

1. 日 時：平成29年7月26日（水）17:00～19:00
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・井上委員 ・加藤委員 ・佐藤委員  
・菅家委員 ・武田委員

4. 議 事

[運用委員会・ガバナンス会議合同会議]

- (1) 平成28年度における「投資原則」の実施状況

[運用委員会]

- (1) オルタナティブ資産の運用受託機関の公募（経過報告）
- (2) GPIFによるスチュワードシップ活動の推進
- (3) その他

●三石審議役 本日は、お忙しい中お集まりいただきまして、ありがとうございます。

ただいまより第120回運用委員会と第14回ガバナンス会議の合同会議を開催させていただきます。

委員の出欠の状況でございますけれども、佐藤委員がおくれていらっしゃいますけれども、本日は全員御出席いただく予定でございます。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数となっておりますので、運用委員会及びガバナンス会議はいずれも成立しておりますことを御報告申し上げます。

開会に先立ちまして2点御報告申し上げます。

まず、厚生労働省においてでございますけれども、7月11日をもちまして資金運用課が設置され、宮崎参事官が資金運用課長に就任されました。

次に、7月10日をもちまして、当法人の企画部長の五十里が辞職、厚生労働省へ復帰しましたことを御報告するとともに、7月12日付で企画部長として鎌田が着任しておりますので、御紹介をいたします。

●鎌田企画部長 ただいま御紹介にあずかりました、鎌田真隆と申します。

平成2年に旧厚生省に入りまして、その後、年金局、医療保険をやっております保険局、あと、統計調査をやっています統計情報部等に行きまして、前職は2年ほど企業年金連合会の数理部におりました。数理部では、数理債務の試算や、決算等をやっておりましたが、

運用は初めてとなります。よろしくお願ひいたします。

●三石審議役 続きまして、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほかに、

- 委員限り 1 本日の議題
- 委員限り 2 平成28年度における投資原則の実施状況
- 委員限り 3 実績連動報酬制度について
- 委員限り 4 オルタナティブ資産の運用受託機関の公募（経過報告）
- 委員限り 5 資産管理機関の複数化について
- 委員限り 6 カントリーリスクの注視強化について
- 資料 1－1 GPIFによるスチュワードシップ活動の推進
- 資料 1－2 第2回 グローバル・アセットオーナーフォーラムの概要
- 委員限り 7－1 日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて
- 委員限り 7－2 日本版スチュワードシップ・コード改訂に伴う対応について
- 委員限り 7－3 スチュワードシップ責任を果たすための方針
- 委員限り 8 運用委員会における審議事項等について

でございます。漏れはございませんでしょうか。よろしゅうございますでしょうか。

なお、委員限り 4 オルタナティブ資産の運用受託機関の公募（経過報告）、委員限り 5 資産管理機関の複数化について、委員限り 6 カントリーリスクの注視強化についての3つにつきましては、運用委員会終了後に回収をさせていただきますので、お手元に置いておいていただきますようお願いいたします。随行の皆様も、同様をお願いいたします。

それでは、まず、運用委員会及びガバナンス会議の合同会議を開会いたします。以後の進行につきましては、清水ガバナンス会議議長をお願いいたします。

○清水議長 本日は御多忙のところお集まりいただきまして、ありがとうございます。

ガバナンス会議については、運用委員会規則第8条の2第2項において、会議は運用委員会が策定する管理運用法人における投資原則及び行動規範を立案し、並びに、その実施状況を監視し、運用委員会に報告することとされております。

本日は、投資原則の実施状況について事務局から御説明いただき、合同で開催することで運用委員会への報告にかえたいと思います。

それでは委員限り 2 平成28年度における『投資原則』の実施状況について、事務局から説明をお願いいたします。

●三石審議役 それでは、私のほうから、委員限り 2 の資料につきまして、説明をさせていただきます。

投資原則は4つの柱がございますけれども、それぞれの柱ごとに28年度における実施状況を確認いたしまして、おおむね遵守できていることを確認したところでございます。

以下、具体的な内容でございますけれども、まず、柱の1でございますが長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とするというところ

ろでございますが、真ん中のところに実質的な運用利回りの数字を並べております。そちらの表の右側をごらんいただきますと、まず、28年度の単年度で、上側が実際の実質的な運用利回り、下の欄が財政計算上の実質的な運用利回りでございますけれども、28年度単年度及び一番右端の13年度以来、16年にわたる年率の利回りを出していますが、いずれも実績が財政計算上の利回りを上回っているということが確認できるかと考えております。

そして、最低限のリスクで確保するというところにつきましては、基本ポートフォリオの定期検証を運用委員会でも御議論いただきました。結論といたしましては、前回の運用委員会の際にも業務概況書として御報告をしたところでございますけれども、最終結論といたしましては、運用委員会の議論を経て資産構成割合を変更する必要はないという結論に至った次第でございます。

続いて、2ページ、柱の2でございます。資産、地域、時間等を分散して投資をする。それから後段の部分では、年金給付に必要な流動性を確保するということがございます。この点に関しましても、実際の4資産におきます資産構成割合をごらんいただきますと、資産ごとの分散投資を行っているという実績がおわかりかと思えますし、また、地域分散というのをここでは資産横断的に通貨関連のリスクの分解ということで、3ページでは、昨年から新しく導入いたしましたトータルリスク管理ツールを使いまして、分析をしているところでございます。残念ながら、昨年の10月からこれらのデータがとれるということで、半年分でございますけれども、10月からことしの3月末における通貨関連リスク、具体的にはドル、ユーロ、それからイギリスのポンド、その他というような形で、リスクの寄与度をお出ししておりますが、安定的に推移しているというのがおわかりかと思えます。

4ページでございます。1年間を振り返ってのボラティリティー、それから分散投資効果、こちらのほうは、この値が小さければ小さいほどリスク分散が効いているということでございますが、いずれも安定的に推移していることがおわかりかと思えます。

次に【流動性の確保】についてでございますが、4～5ページにかけてでございますけれども、予算上は寄託金の償還あるいは年金特会への納付額が2兆6,000億予定されておりましたが、実際には厚生年金基金の代行返上などもございまして、3,557億で済んだところでございます。

財源につきましては、キャッシュアウト対応ファンド及び財投債ファンドの償還金と利金の中で賄うことができたということで、資産の売却等を行うことはございませんでした。

分散投資に関連して、運用手法の多様化ということで、28年度に主に取り組んだ事項として5ページにリストアップさせていただいております。そちらにございますようにマネジャー・エントリー制の導入、それから国内株式を対象としたESG指数の公募、さらには、オルタナティブにつきましては、国別の投資割合を初めて開示をするという取り組みを実施したところでございます。

6ページでございます。3番目の柱でございます。資産全体、各資産クラスそして運用受託機関それぞれのレベルでリスク管理を行う。それから、資産クラスごとにベンチマー

ク収益率を確保するということが盛り込まれております。

まず1番目(1)資産全体におきましては、資産構成割合は乖離許容幅の範囲で、年間を通しておさまっているということが確認できますとともに、積立金全体のリスクをここでは推定トラッキングエラーという形で代表させておりますけれども、6ページの一番下のグラフをごらんいただくとおわかりのように、推定トラッキングエラーにつきましては、大体1%~2%の範囲内で安定的に推移していることが確認できるかと思えます。

7ページでございますが、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析を行っております。基本ポートフォリオどおりに運用した場合の、いわゆる複合ベンチマーク収益率が6.22%でございますので、実際の収益率5.86%に対して、マイナス0.37%でございます。マイナスになった原因といたしましては、7ページの一番上の表の右側でございますように、資産配分要因の①、マイナス0.66%。こちらのほうで足を引っ張られた結果、複合ベンチに対してはマイナス0.37%であったというところでございます。資産配分要因がマイナスであった理由につきましては、前回、運用委員会の際にも御報告させていただきまし、またこちらの文章でも書かせていただいておりますが、主には28年度に相対的にベンチマーク収益率の高かった内外株式を、年間を通じてアンダーウエートにしていたということなどがマイナスに寄与をしたところでございます。

続いて(2)は、各資産クラスごとに見た超過収益とリスクでございます。国内債券については超過収益はプラス0.05%、ほぼベンチマーク並みということでございます。

8ページでございますが、国内債券のトラッキングエラー、さらにはデュレーションについて年間を通じて安定的に推移していることが確認できるかと思えます。一番下のところに外国債券がございますけれども、超過収益率はプラス2.19%ございました。

9~10ページにかけましては、リスクといたしまして、トラッキングエラーそれからデュレーションを捉えておりますけれども、いずれも年間を通じて安定的に推移していることがおわかりかと思えます。

10ページの下の方になりまして、【国内株式】でありますけれども、超過収益率プラス0.20%ございました。

こちらのリスクは11~12ページにかけてであります。やはりトラッキングエラーそして株式のβ値につきましても、年間を通じて安定的に推移していることが確認できるかと思えます。

資産の最後といたしましては、12ページ【外国株式】がございますが、こちらは唯一、28年度においてはマイナス0.41%の超過収益でございました。これを要因分解いたしますと、主にはファンド要因でマイナス0.39%ということになっております。

その背景といたしましては、12ページ一番下のパラグラフのところに記載させていただいておりますように、もともとクオリティ重視で、ベンチマークに比べてアンダーウエートにしていた部門、銀行セクターでありますとか、素材セクターでありますとか、あるいはエネルギーセクター、こういったところの株価が28年6月のブレグジットあるいは11

月の米国大統領選、このリスクイベントを受けて、この部門の株価が急騰したわけですが、それに追いつくことができなかつたところから、外国株式については、超過収益がマイナスになったというところがございます。

なお、リスクとしては13ページにございますが、トラッキングエラーさらには $\beta$ 値につきましては、年間を通じて安定的に推移していることがおわかりかと思えます。

続いて、運用受託機関ごとの超過収益につきましては、14～16ページにかけて各運用受託機関ごとに数字をお出ししているところがございます。

そして16ページでございますけれども、リスク管理で特に28年度に取り組んだことといたしましては、これも業務概況書の際に御説明させていただきましたけれども、【トータルリスク管理の推進】ということで、17ページのバリュー・アット・リスクの表がございましたように、資産横断的にリスク寄与度をビジュアルな形で把握をいたしまして、モニタリングを行うというようなシステムを導入したところがございます。

最後に4番目の柱といたしましては、スチュワードシップ責任を果たすためのさまざまな活動というものがございますが、28年度、多様な取り組みを行ってきたわけですが、具体的には18ページをごらんいただきたいと思います。

例えば企業・アセットオーナーフォーラムを初めて開催する。それから理事長の高橋がSDGsの推進円卓会議へ参加する。さらにはスチュワードシップ推進課という専任課を設けて、体制の整備を図る。海外のアセットオーナーを含めまして、グローバル・アセットオーナーフォーラムもやはり初めて開催するというような取り組み、⑦にございますように、PRIの理事に水野が就任をするというような形で、さまざまな取り組みを行ったところがございます。

こういった取り組みを通じて、冒頭にも申し上げましたように、おおむね各原則については遵守できていることを確認したという認識でおります。

私からは以上でございます。

○清水議長 ありがとうございます。

ただいまの説明について、御意見、御質問などがありましたら、お願いいたします。

佐藤先生。

○佐藤議長代理 大変丁寧な御説明、ありがとうございます。詳細に見ていただきまして。

それで、投資原則ごとに非常に詳細な御検討を加えていただいて、検証していただいて、投資原則を遵守できているということが確認できて非常によかったと思えます。毎年度、投資原則が遵守できているかどうかというのは、今後もいろいろと制度や体制が変わった後も、ぜひ継続して行っていただきたい事柄と考えております。

以上です。

○清水議長 ありがとうございます。

ほかにはいかがでしょうか。

どうぞ。

○加藤議員 テクニカルな話で恐縮ですけれども、4ページ目の分散投資効果というのが新たな指標として導入されています。全体の分散から分散の加重和を引いているということで、表したいことはよくわかるのですけれども、これがどのぐらいだとどういう意味を持つのかということがよくわからないと思います。新しい指標を導入される場合は、そういう説明をどこかでしていただいたほうがいいのではないかと思います。

ちなみに、世の中では一般的に、引くよりは分数にするほうがよく使われています。引いても構わないのですけれども、いずれにしましても、わかりやすくしていただけないかと思います。

以上です。

○清水議長 いかがでしょうか。

○西原運用リスク管理室次長 その点につきましては、先生のおっしゃるとおりだと思いますので、今後検討させていただきたいと思っております。

○清水議長 ほかにいかがでしょうか。

私からも一言。これをお伺いしていると、投資原則をつくったときのことを思い出されるなとつくづく思うのです。あの当初は、つくった投資原則をもとに、こんなに丁寧に御報告されることをそれほどイメージしていなかったのですが、投資原則をつくってから4年たって、投資原則に基づいたいろいろな取組をされているなというのが実感できて、大変うれしく思いました。ありがとうございました。

それでは、ほかに御意見がないようでしたら、運用委員会・ガバナンス会議合同会議はこれで終了します。

続きまして、運用委員会に移りたいと思っておりますので、新井委員長、お願いいたします。

○新井委員長 それでは、運用委員会を続行したいと思います。

まず初めに、委員限り3実績連動報酬制度について事務局から説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 それでは委員限り3 実績連動報酬制度についてというペーパーをごらんください。

まず、2ページをお開きください。私ども、運用機関等の関係では2つの問題に常日ごろ悩んでいるところでございます。

1つが、目標 $\alpha$ がなかなか出ないということでございます。 $\alpha$ を獲得する運用機関自体も必ずしも多くはないところでございますが、 $\alpha$ をとっている運用機関のデータを見ても、目標として我々に申告をいただいている数字には達していない。

2ページの目標 $\alpha$ の信憑性の最初のポツのところに記載してございますが、過去3年の実績で上回っている運用者がわずか18%にとどまっているというのが厳しい現実でございます。

もう一つの課題といたしましては、キャパシティー管理が不十分である。私ども、資金の追加を運用機関に対してするときには、この金額でちゃんと $\alpha$ が出ますねということは

確認しながら配分をしているわけですが、実際問題、残高を積み上げていくにしたがって、超過収益の出方が悪くなるといったことが経験的に起きているところでございます。

こうした問題の基礎には、手数料の払い方に問題があるのではないかと思いついたところでございます。すなわち、現状の固定報酬でございますと、残高に対して手数料をお支払いするわけございまして、目標 $\alpha$ との関連、キャパシティーとの関連での手数料の払い方ができていない。勢い運用機関のほうも $\alpha$ のことを余り考えずに残高の拡大だけを考える行動に走ってしまうということがあるのではないかと思いついたわけでございます。

こうした観点から、3ページになりますけれども、アラインメントの強化、セルフガバナンスの向上を目的としまして、実績連動の報酬の体系を改めたいと考えているものでございます。あくまでもアラインメントの強化、セルフガバナンスの向上が目的であり、運用手数料の引き下げを意図しているものではありません。

私どもの対応方針ということでございまして、アクティブ運用の運用報酬というものは、ある $\alpha$ 、付加価値に対して払うことにしたいと考えております。 $\alpha$ がなければ、基本、パッシブ並みの報酬にすべきではないかと思いついているところでございます。

こうした考え方をとることによりまして、運用機関の行動としては、目標 $\alpha$ のことを真剣に考えて、適切に設定をし、 $\alpha$ を安定的に達成できるような運用キャパシティー管理をするということが期待されるわけございまして、あわせて長期安定的な運用も目指していただきたいと思いついているところでございます。

5ページ目をごらんください。そうした考え方に沿った新しい報酬体系というのが下の図の赤い線と緑の線で表現をされているところでございます。従来あった報酬の上限は撤廃し、かつ、加減は、基本報酬はパッシブ並みに抑えるということで、曲線の傾きをちょっと立てるといったことを考えてございます。

また、キャリーオーバーということでございまして、その年に稼いだ超過収益額、その運用機関に帰属する分を全てお支払いするというのではなく、相当程度のものを私どもで留保した上で、損益を平準化して、中長期的なリターンに対してお支払いをしたいと考えているものでございます。

4ページの⑤をごらんいただければと思います。こうした報酬体系の変更をいたしますと、よく出てくる課題としては、 $\alpha$ をとればとるほど見返りが大きいということで、運用機関がリスクをとり過ぎる行動に走るのではないかといった懸念があるわけでございます。⑤で記載をしておりますが、私どもは運用機関のリスク、いわゆるトラッキングエラーについては、中央値それから上限値を既にいただいております、この範囲内で運用してくださいということでお願いをしているわけございまして、運用もその範囲で行われるということでございます。過度なリスクテイクは難しい仕組みとなっていると考えているところでございます。

簡単ではございますが、私からの説明は以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等がありましたらお願いいたします。

お願いします。

○菅家委員 まず、きょう開かれましたESG投資フォーラムに私、出席をさせていただきまして、ありがとうございました。

冒頭、理事長が来賓挨拶という非常にやりにくそうな感じがよくわかりました。これは日経新聞の主催にはなっておりますけれども、実質的にはGPIFの執行部、事務局が企画、立案をされた内容だと思いますので、その点非常によかったということで評価をさせていただきたいと思います。

それは前置きでございまして、今の提案でございしますが、特にこれ全体を否定するわけではないのでありますけれども、報酬体系を変えてすぐ全体として効果がぱっと変わるといものもないと思っております、そこはなかなか難しいものだと思います。Q&Aの説明は特にされなかったのですけれども、これをよく読んでみますと、なかなか含蓄のあることがいろいろと書いてございます。

例えば③で選択の幅が狭まって魅力的な戦略がない場合にはパッシブ中心の運用になることも致し方ないと考えていますとか、あるいは④におきまして、アクティブ運用を活用はしていくけれども、その規模については、目標 $\alpha$ を達成できるかどうか左右されまうとか書いてあるわけです。

つまり、きょうのESG投資フォーラムもそうでありますけれども、ESG指数を活用した運用を始めているということではありますが、指数投資でありますので、ESGの場合もアクティブではなく、パッシブとして分類されるわけです。そういう意味では、こういう報酬体系のいろいろな工夫もいいのですけれども、今、申し上げましたように、ESG指数を使ったさまざまな運用の拡大をしていくという大きな戦略があるようでありまして、そういうことも含めて、リソースをうまく使ってやっていただくと、結果もまたいいものになるのではないかと考えておりますので、そういうものとして考えていただきたいと思います。

以上です。

○新井委員長 お願いします。

○井上委員 私も午前中、ESG投資フォーラムが経団連会館で開催されましたので参加をさせていただきました。本当に関係者の関心の高さがうかがえるいいフォーラムだったと思います。

報酬体系ですけれども、GPIFは言うまでもなく、市場における巨人ですから、市場参加者の中でも、何か行動をする場合には特段の慎重性や配慮が求められると考えております。この報酬体系につきましても、中長期的に見て、市場の中で規範的なものになるという思いを持ちながら体系をつくっていかなければならないのではないかとと思います。

当然のことながら、単に安ければいいということではなく、適切なサービスに対して適切な対価を支払って、市場を健全化していくという考え方が重要だと思います。そういう

観点での提案だと思しますので、これに対しては反対をすることはございません。

ただし、4ページのQ&Aの表現が若干気になります。例えば、「運用業界は付加価値が示される前にコストの支払いを要求されるまれな業界ではないか」とか、巨人が発言するには少し極端な言い方かなという気もします。市場に対するPRの仕方やも巨人としての品格などを踏まえた表現にしていいただければと思います。

以上です。

○新井委員長 では、お願いします。

●水野理事 ありがとうございます。

特にセミナーに関しましては本当にいろいろとお世話になりました。ありがとうございました。

今のフィーの件なのですけれども、これはこのまま外に出すとはまだ決めておりません。もう少しエレガントに変えるということも当然考えさせていただくのでけれども、実は1年以上前からコンサル会社と議論してきたものであります。その背景には、GPIFは基本的に委託をお願いしてやっている立場として、どういうところに我々は自分たちのリソースを割いてやっていくべきかと考えてきたときに、この幾つかの問題点というのが、フィーそのものを変えないと解決しないとの考えにいたり、今回の提案をさせていただいているのです。

実際には、コンサル会社と1年ほどかけて議論をした後、今、何社かと実際に具体的に議論をして、それで合意ができるという確信を持っております。今後全社に対してこういうお願いをしていこうと思っております。

そのあたりは、我々の中では慎重に進めてきているつもりでございまして、実はこのQ&Aも実際にマネジャーさんとのやりとりの中で、向こうの質問にこう答えたというものがそのまま出ております。

どういう話をしたかと申しますと、運用会社の皆さん、投資先の会社でプライスはどうか決めていきますかと尋ねたときに、コストを転嫁していますと答えたら、そんな会社に投資なさいませぬよねという話をしたというのがこの背景であります。

運用会社の皆さんには、フィーの引き下げが目的ではないということをはっきりお伝えしています。運用会社の皆さんに自由に実力を発揮していただくために、我々として安心して任せられるような利益の一致できるストラクチャーをとということで1年ほどかけて考えてきたものです。

陣場がお話した5ページも例であって、確定値ではありませんと書かせていただいたのはまさにそういうところで、今後、数社と議論していく中で、また変更が起きるかもしれないということです。今、2社とほぼ合意をしておりまして、今後も数社と詰めていく中で、大体、このあたりに落ち着くと考えております。表現ぶりなどについては、外に出すときはよく注意してやらせてもらいたいと思っております。

○新井委員長 清水さん。

○清水委員長代理 この報酬体系の変更というのは、率直に申し上げて、これからより優秀なファンドにフィーをあげるからもっと参加してほしいという意図があると考えてもよろしいのでしょうか。

●水野理事 より優秀というか、今までも運用会社を優秀だと思って選んできたのですけれども、結論としては、先ほど十数パーセントしか、当初向こうがこのぐらいのリターンを出しますといったものに達していないという状況があって、多分、その背景には、GPIFは安定運用のほうがいいだろうと向こうが忖度しているとか、そういうことも実際にはあったと思います。

現在、GPIFとしては、自由に運用してくださいということをお伝えしているのですけれども、その一方で、運用会社に自由に運用して本当に実力を発揮してもらうためには、フィーなどのところで利益のアラインメントをはっきりさせなければ、私どもとしても自由にやってくださいというのは言いづらい、そういう議論の中でやってきています。

確かに、唯一リスクとしては、こういうフィーであればやらないというマネジャーが増えた場合にどうするかということはあると思うのですけれども、それはやってみなければわからないですが、現実問題としては、今、マネジャー募集をすれば300~400というマネジャーが応募してくるという状況にあり、実際こういうフィーの議論をしたらどのぐらい減っていくかということは見ていきたい。

現在、議論させていただいている相手は、パフォーマンス的にもいいところをできるだけ選んでいます。悪いところだと、これを受け入れないと切られると思って、嫌でも受け入れてしまうというリスクもあるので、きちんとパフォーマンスがいいところと議論をして、それでも受け入れ可能かということをチェックしながら進めてきております。今後もモニタリングをしながらやっていくつもりです。

○新井委員長 私からですが、1つは、試み自身は非常に興味深くて結構なことだと思うのですが、実績連動報酬という形になりますと、よりアクティブにリスクをとるというインセンティブが強くなると思います。その結果、運用成績においてよい結果を生む場合もありますけれども、逆により多くのアクティブリスクをとったために、マイナスの超過リターンが出てくる場合も少なくないと思います。運用成績は、実際、スキルだけでなく運との組み合わせで結果が出てくるものだからです。

GPIFの運用規模を考えると、結局、個別マネジャーの超過リターンのプラス・マイナスの幅が大きくなるだけで、全部合わせたらリターンはインデックスと変わらないということになりかねない。こういう制度を導入することに伴うネットの結果は管理コストが余分にかかるだけだということにならないかという懸念がある。

もう一つ、実績連動といったときに、5ページに書いてあるようなスキームは、考え方は結構なのですけれども、実際はマネジャーベンチマークごとにアウトパフォームしやすいものとしにくいベンチマークがあると思います。株で言ったらバリューとグロース、債券でいうと国内債券と海外債券間でアウトパフォームのしやすさの違いがあると思います。

そういう違いを $\alpha$ 等々で調整したり、連動報酬の直線の傾きで調整するというようなことになるのだらうと思うのですが、技術的に相当難しいのではないかと。傾向としてはアウトパフォームしやすいとか、しにくいとかの違いがあるとしても、どの程度のものかというのを客観的に示すのはなかなか難しいと思います。一方で、どうするのがよいかは興味深いテーマなのですが。

●水野理事 ありがとうございます。

まず1つ目は、今回の議論に、ぜひ一緒にやらせてほしいと言ってこられたアセットマネージャーも、海外のマネージャーでいらっしやいまして、その方から伺ったのですが、イギリスのFCAもクローゼットインデックスの問題、アクティブマネージャーだといってフィーをパッシブより高くとっているのだけれども、実際にはほとんどリスクをとっていなくてフィーだけ取っているというのが問題ではないかと、指摘しているのです。

今日、お話ししたようなマネージャーは、それに対して公式にFCAの考え方に同意すると。やはりアクティブマネージャーはきちんとリスクをとってパフォーマンスを出してこそ存在意義があるということを言っているところです。

私たちとしては、アクティブで選ぶ以上はそうであってほしいと思っております。当然、アクティブリスクをよりとってもらうのですけれども、ただ、先生には釈迦に説法なのですが、伝統的資産の場合、デイリーでトラッキングエラーをモニタリングしておりますので、プライベートなアセットとは異なり、リスクをとれるといっても、とれるにも程度があります。今までのところは、トラッキングエラーとしてリスクのバジェットを与えているのですけれども、ほとんどのアクティブマネージャーが余り使っていないという状況で、まさにクローゼットインデックス問題が我々にもあったので、十分活用してパフォーマンスを出してくださいということを今回、明確にしようと思っております。ただ、ボトムラインは西原のリスク管理のところではトラッキングエラーを管理していますので、私たちがこれだけ使っているよと契約上約束しているトラッキングエラー以上にはとれません。

こういうことができるようになった背景といたしましては、トータルリスクマネジメントのツールを導入して、全てのポートフォリオに対してどれだけトラッキングエラーが結果としてとられているかというのが把握を随時できるようになりましたので、こういうことをやってみようというのが1つであります。

2つ目は、おっしゃるとおりで、資産クラスによって $\alpha$ のとれやすさが違うわけなのですが、今、議論しているところは既に契約があるところばかりでありまして、5ページのブレイクイーブン・ポイントの考え方は当初、先方のマネージャーの方が我々はこの $\alpha$ を出しますと約束された目標 $\alpha$ がありますが、目標 $\alpha$ を出したときには、もともとのフィーと同じフィーが払われるというところをブレイクイーブン・ポイントにしています。

言いかえれば、最初に約束していただいたパフォーマンスが出ている限りは、フィーは下がりにませんというか一緒です。逆にそれより上であればパフォーマンスフィーがふえて

いきますし、それより下であればフィーが下がります。基本的にはどういう提案を先方がされたかというところでブレイクイーブンするとしています。ただ、おっしゃるとおりで、外債とか、社債などは $\alpha$ をとりやすいので、そのあたりは個別の議論の中でいろいろと注文が出てくるかもしれないとは思っていますけれども、コンセプトとしてはブレイクイーブンさせると考えております。

○加藤委員 今の水野さんのお話で疑問だったのですが、ブレイクイーブン・ポイントは図を見ると2%ぐらいのところにあるのですけれども、これはマネジャーごとに違うという理解ですか。

●陣場市場運用部長 マネジャーごとに登録をいただいております。

○加藤委員 なるほど。

ついでに質問させていただきたいのですが、このスキーム、超過リターンのは大きさは基本的にはトラッキングエラーをどれだけとるかによって決まってくると思います。IRは大体決まっていると仮定すればですが。そうすると、このスキームだと、ファンドマネジャーとしてはトラッキングエラーをより大きくとってより高いリターンを狙いたいというインセンティブが湧くのだらうと思います。

当然それは期初に上限値を決めるということでコントロール出来るということだらうと思いますが、結果的には、トラッキングエラーが大きい運用者がより応募してくると思います。トラッキングエラーが比較的少な目の応募者は余り応募をしたくないというインセンティブが働くということはないのですか。あるいは、そういう誘導をされようとしているのでしょうか。

●水野理事 トラッキングエラーが低いところに誘導しようとは思っていないのですけれども、おっしゃるとおりで、普通、目標 $\alpha$ を出すときには、この $\alpha$ を出すためにはこのぐらいのトラッキングエラーが必要だということで合意しているにもかかわらず、十数パーセントしか目標どおりにはパフォーマンスを出してくれない。トラッキングエラーもこのぐらい必要だと言われているのをほとんど使っていないというのがどちらかといえば現実に近いのです。

私たちとしては、最初にこのぐらいのこういうサービスですと言われたのに、近づけるように運用してくださいということをまずはお願いしようというのが第一義です。

もう一つは、こういうフィーは、ワン・サイズ・フィッツ・オールみたいなものがなくて、先ほどお話ししたいろいろな問題点をこのフィーはかなり解決するだらうとは思っているのですけれども、それをやると今、おっしゃったような別の問題が出てくる可能性がかならずありまして、そこをリスク管理ツールでのモニタリングですとか、私ども毎年総合評価を行っておりますので、そういう議論の中で調整していきたいと思っています。これだけで全てを解決できないのですが、我々の問題意識のかなりの部分を、このフィーのストラクチャーが解決する可能性があると思っておりますので、先生の御指摘の部分は個別の企業の内容を見ながらと思っています。

あと、トラッキングエラーをとったときに、まさに新井委員長がおっしゃったとおり、逆にマイナスに出るといふところもたくさん出てくるはずで。一概にトラッキングエラーをとったからパフォーマンスフィーが上がるということにはならないと思います。

○新井委員長 結局、今、可能でありながら、実はとっていないアクティブリスクをより多くとるようなインセンティブを与えるということだろうと思うのですが、より多くのアクティブリスクをとった場合に、 $\alpha$ が本当に高くなるのかということに関しては、必ずしも明確な実証的な証拠はないと思います。

運用機関が合理的だとすると、スキルがある場合には、より高いアクティブリスクをとるといふ意思決定をすると思うのですが、現実にはとっていないといふことは、失礼な言い方かもしれませんが、自らスキルがそれほど高くないと自覚をしているのでとっていないのではないかという側面もあるかと思ひます。そうではなく、とつても報われなから、現状の報酬体系だとアクティブリスクをとつた結果として高いリターンが生まれた場合にも運用機関の収入が多くなるわけではないからあえてリスクをとらうとしない場合が多いという御判断なのでしょう。

●水野理事 1つは、今までの総合評価の場合、実は目標 $\alpha$ の達成度ではなく、 $\alpha$ が絶対値としてプラスかマイナスかが大きな分岐点になっていたのです。2%の $\alpha$ を出しますと商品の箱に書いてあって、ずっと0.1%のプラスでも、マイナスが出ていないといふことで今まではオーケーだったといふことを多分、マネジャー側も認識した上で、無理にリスクをとらなくてもいい。なぜなら、フィーが増えるわけではないからとなっていた可能性はあります。その問題は、今回のようなフィーにすることで、相当程度解決するのではないかと思ひております。

ただ、もう一つの新井先生がおっしゃつた、そもそもアクティブマネジャーは意味があるのか、アクティブマネージメントが実際に役に立つのかといふところに関しては、ここはまさに我々アセットオーナーみんなが一番頭を悩ませていろいろな意見を議論しているところでありませう。

それも含めて今回、提案しているのは、菅家さんがずっとおっしゃつていますが、 $\alpha$ が出ないといふことはパッシブに変えたほうがいいといふことになるわけですから、 $\alpha$ が出ていないのであれば我々はパッシブ並みのフィーが適当であると考えています。なぜならば、アクティブとしての付加価値がないといふことになりからであるといふ考え方で、下のベースをパッシブにさせていたでいるのです。

ただ、GPIFとしては、プロの英知を信じたい、アクティブ運用による $\alpha$ の獲得の可能性があると信じていますし、あと4に書かせていただいたのですけれども、世の中の運用者が100%パッシブになればパッシブは大変非効率的になるので、プライス決定メカニズムといふか、いろいろなアクティブの方が活動してこそ、マーケット全体であるパッシブが効率的だといふことだと思ひます。そういう意味でも、井上委員のポイントでもございましたけれども、日本株に関しては、これだけ存在感があるアセットオーナーが、もうアクテ

イブは意味がないからパッシブしかやりませんということは、マーケット全体の効率性という意味でもよくないのではないかと思っております。

○新井委員長 どうぞ。

○佐藤委員 ちょっとよく理解できない点があるので一つ教えていただきたいのですが、Q&Aの5番目のリスク量の話と5ページに書いてある新報酬案と、現行の実績連動報酬、それぞれのペイオフダイアグラムというのですかね。その関係がどうも私の頭の中で理解できなくて、現行の実績連動報酬だと上限にキャップがはまっていたね。いわばコールとプットの両方を組み合わせたような形になっているけれども、新報酬案だと報酬の上限がないので、ダイアグラムが単純なコールの形になっています。そうすると、リスクをとればとるほどいいのではないかという行動に。

要するに、アップサイドしかないという形になってしまって、そこで注記がついているのがよくわからない。4ページの⑤の既存契約先とはトラッキングエラー管理中央値と上限値を既に合意しており、運用はその範囲内で行われるので、過度なリスクテイクはできないと書いてあるので、その関係を教えていただければと思うのです。

●水野理事 リスクは何をもってリスクかということだと思っておりますけれども、通常のアクティブのマネジャーの場合は、パッシブのインデックスからどれだけ外れた運用をするかということがリスクでございます。トラッキングエラーというのはそれをはかるものであります。そうすると、全てのマネジャー、これはパッシブも含めまして、トラッキングエラーの上限というのをガイドライン別紙という契約であらかじめ合意をしておりますので、それを超えてリスクをとるということは、そもそも契約上、運用会社には認めておりません。

○佐藤委員 それぞれの運用会社。

●水野理事 それぞれの運用会社において、パッシブであればもともとパッシブなので、トラッキングはかなりミニマムで、アクティブであれば広がっていきます。例えばエマージングになれば、トラッキングエラーは多目に約束しています。どれだけでもリスクをとれるというのはそもそも契約上できないということなのです。

○佐藤委員 だから、その契約があるから、報酬率の上限がないようなコールオプションみたいな形になっているけれども、実際は。

●水野理事 実際は、わかりません。そういうミラクルな運用会社が出てきて物すごいパフォーマンスを出してしまうことは理論的にはゼロではありませんが、現実的には上限がはまっているような形になると思います。

●高橋理事長 委員長がおっしゃるとおりでありまして、たまたま概念図ではブレイクイーブン・ポイントを2%にしておりますが、運用会社さんにこういう手数料体系を提案することによって、自分の会社としてこの程度の $\alpha$ を狙ってこのくらいの手数料をいただくのが合理的だということ、初めて判断していただくような形で会話をしていきたいと考えております。

御承知のとおり、リーマンショック以降放っておいてもパッシブ運用のほうが優勢でありますし、 $\alpha$ についても非常に狙いにくいのも事実だと思っております。現実には、GPIFのポートフォリオ自身もほとんどパッシブになってきているわけでありまして、やや $\alpha$ をとりについているアクティブマネジャーさんも、安易にパッシブ的に残高をいただければ何となるという傾向が出ているのも事実であります。

我々とする、この報酬体系そのものとともに、長期にコミットしていただいて、長期に $\alpha$ を出していただくためには、恐らく契約期間とかを少し長目にして、それでこの報酬体系にしますとか、もう一つ現実にはやっているのは、マネジャーの報酬体系も長期でリターンを出せば長期的なボーナスが入りますという文化を持っているファームにアクティブとして別途していく。それ以外はパッシブにしてしまうということも多分、将来あり得ると思っております。

ただ、私自身は、今の段階で、水野も一緒だと思いますけれども、とにかくパッシブだけでいいというところまではなかなか割り切れていない部分もありますので、この報酬体系を一つのツールとして少し会話をさせていただきながら、また中間報告をさせていただいて、進めていきたいと考えております。よろしく願いいたします。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

いろいろ質問やコメントは出たのですが、基本的には本日事務局から説明があった方針にしたがって、委員の方から指摘された点に留意しながら進めていただくようお願いいたします。

続きまして委員限り4オルタナティブ資産の運用受託機関の公募(経過報告)について、事務局から説明をお願いいたします。

●轟オルタナティブ投資室副室長 オルタナティブ資産の運用受託機関の公募につきましては、3月29日の116回運用委員会にて公募開始につきまして御報告をいたしました。その後、4月から実際に公募を開始しております。

現在プライベート・エクイティそれからインフラストラクチャー、不動産につきましてはグローバルと国内の2つに分けました4つの分野につきましてそれぞれエントリーを受け付けておりますが、今週に入った時点で43件のエントリーを受け付けているという状況でございます。

そのうち、インフラストラクチャーと国内の不動産分野につきましては、6月1日から審査を開始しておりますので、その経過を御報告いたします。

2ページ目をごらんください。まず、インフラストラクチャーについてでございます。

1次審査は6月1日から始めた時点で、8つのマネジャーから応募がございました。このマネジャーにつきましては、国内の信託銀行あるいは投資顧問会社、ゲートキーパーとよんでおりますが、こういった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とがペアになって応募しているというのが大半でございます。応募者から提出されました資料に基づきまして、まずは資格要件の判定を行いました。

2 ページの表にございますような、例えば国内での投資運用業のライセンスがありますとか、あるいは資産残高が十分あるといったような資格要件を確認いたしました。8社いずれも資格要件については満たしているという状況でございました。

次に、グローバルなインフラストラクチャー投資を行う十分な能力、体制を持っているのかといった点の評価に移りまして、3 ページに記載をしておりますような、さまざまな評価項目について確認をした結果、右側にございますE~H社につきましては、例えば年金からの受託残高が乏しいあるいはガバナンス体制が非常に整っていない。あるいは、グローバルなカバレッジがないといったようなさまざまな課題がございましたので、E~H社については見送りとしたしまして、A~D社につきましては1次審査を通過させたという次第でございます。

4 ページをごらんいただきますと、2次審査の状況について御報告をしております。2次審査におきましては、1次審査を通過した、特に海外のマネジャーに実際にこちらに来てもらいまして、インフラ投資の責任者との面談を行ったり、あるいは国内の信託銀行、投資顧問会社が実際にどういったシステムを使っているのか、あるいは事務処理、リスク管理体制がどうなっているかといったような実査を含めまして、審査を行いました。加えまして、コンサルタント2社からも、彼ら独自の目線で同じような項目について評価をもらったという次第でございます。

5 ページのほうに業務方針で定められております定性評価の状況を記載しておりますが、この表の左側にございますような、例えば投資の方針でありますとか運用プロセス、これには実際にどういう投資がこれからできるのかといったようなポートフォリオの構築、プランニングでありますとか、そういったプランを実際に実行できるのかといったような能力も含みますし、リスク管理体制を含みます組織・人材体制等についての項目もございます。

このような評価を行いましたけれども、A社につきましては、非常にカスタムメイドの顧客向けのソリューションが非常にすぐれている会社であるという評価をしておりますし、B社につきましては、定量分析あるいは統計的なリスク管理ツールが非常に優れているといった点が特徴でございます。C社につきましてはバランスよく、非常に長い間インフラ投資を行っている実績を評価しておりますし、最後、D社についてだけ、これは国内の運用会社でございますが、これから徐々に発達していくであろう国内のインフラ投資機会を捉まえるのに非常に適当な運用会社ではないかといった点を評価している次第でございます。

次に1ページ飛んでいただきまして7ページのほうには、定量評価についての記載をしておりますが、これはいずれの応募者もセパレートアカウントの運用実績はございますけれども、彼らが既存のお客様と握りましたいいわゆる目標の内部収益率と実績との対比をしたものでございまして、この達成度合いに応じましてC社を最高位としまして順位づけをしたという次第でございます。

こういったような定性評価、定量評価をスコアリングいたしまして、規定に基づきまして、4 マネジャーとも2次審査では通過をさせたという次第でございます。

今後、3次審査に移りますが、8ページのとおり、これまで応募者からビジネスプランを提出してもらっておりますが、やはり我々がこれから期待をしております、長期的に安定したリターンを獲得できるようなインフラ投資をできる、そういった能力を持っているあるいはそういったビジネスプランを具体的に彼らが行うことができるといった点を改めて確認をしてみたいと思っておりますし、現地審査によりまして、組織体制あるいはリスク管理、事務処理体制、こういった点の確認を改めてしてみたいと考えております。

加えまして、先ほどの伝統的資産にございましたが、投資家と運用者とのアラインメントをどのように彼らを実現できる用意があるのか。こういった点も改めて確認をしてみたいと考えております。

インフラの審査状況は以上です。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

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

○佐藤委員 一つよろしいですか。先日の事前説明の際にも一度議論させていただいてますけれども、A社、B社、C社、D社とあって、非常に甲乙つけがたいというか、どちらも捨てがたいような魅力がある場合、ただ、両方に頼んでしまうと、今度は最終的に行く先のマネジャーが結局同じ人になってしまうとか、そういう問題もあるので、なかなかそこは難しいバランスだというお話があったと思うのです。それはやはりそういうことなのですか。

ある意味、競わせたほうがGPIFとしてはより高いパフォーマンスを享受できるのではないかと。それから、両方の社に依頼することによって、もう少しGPIFさんとしての知見も深まるということかなという考え方もあり得るかと思うのですけれども、非常に悩ましい選択とは思いますが、その辺はどう考えていらっしゃいますか。

●轟オルタナティブ投資室副室長 御指摘のとおり、マネジャーを競わせることによって、いい条件あるいは案件を獲得しようという投資家も実際にいるようでございます。我々としても、そういうできるだけいい条件を獲得できるマネジャーということを選択したいと思っております。

1つは、我々の規模がなせるわざといったところもあるかと思っております、複数のマネジャーに分散することによって、例えばこれを1つにまとめたらよりよい条件を投資先のファンドマネジャーから獲得できるといったこともございますので、その辺はバランス感を持って判断をしたいと考えております

もう一つは、先般御説明申し上げましたが、複数のゲートキーパーが同じマネジャーに集中することで、コンタクトされた側が両方とも我々はGPIFからマンドートをもらっているところなんですということで混乱してしまうといったところが気になるところでして、そのあたりはより実情は確認をしてみたいと考えております。

●三石審議役 委員長済みません。実は、今回の公募はインフラだけではなく、不動産もございまして、不動産もあわせて御説明させていただいた上で、御議論でもよろしゅうございませうか。

○新井委員長 はい。失礼しました。では、不動産のほうをお願いします。

●山田オルタナティブ投資室企画役 それでは恐縮ですが、9ページから国内不動産運用につきましての審査状況を簡単に御説明させていただきます。

9ページの冒頭に記載してございますように、今回エントリーがありましたのは3つのマネジャー候補でございます。

先ほどのグローバルインフラとは違いまして、いわゆるゲートキーパーの機能とファンド・オブ・ファンドマネジャーを両方とも兼ねる。実際的には国内の大手の金融機関が3社、今回のマニフェストに応募してきておりまして、これにつきましてコンサルタントと同時に1次と2次の審査を行ってきたというところでございます。

したがって、9ページに書いておりますいわゆる資格要件につきましては、3社とも問題なく通過をしております。

続きまして、10ページ、11ページでございます。10ページのほうが1次審査の結果につきましての比較表それから定性的な評価。11ページ下のほうは、2次審査で1次で行いました書類審査に加えまして数回の面談ですとか、追加の質問に対する回答を見て、より深く評価をしていったというところでございます。

この3社の特徴につきましては11ページの表のほうで簡単に触れさせていただきたいと思っております。この表が今回行いました定性評価のとりまとめでございます。一番左側のI社は今、機関投資家、年金等から預かって、私募の不動産に運用をしている実績が過去10年平均で年間あたり700億円ぐらい持っているという金融機関でございます。

今回の応募に先立ちまして、かなり時間をかけて、具体的かつ詳細なビジネスプラン、そのためのマーケット分析等を提案してきておりますので、そこを評価しております。

それと同様に、非常に前向きに検討しているということもありまして、GPIFの運用に全ての時間を使って貢献しますという専用の人員チーム等を提案してきている。また彼らもリスクとリターンを同様にシェアするために、セムボート投資と言いますけれども、自分たちも同じアセットに対して投資をしますというような提案をしてきている点を評価しております。

一方で、過去非常に慎重に投資を行ってきたということもありまして、逆に言いますと、現状で運用している規模は、隣のJ社、こちらが先ほどの同じように過去10年の年平均で言いますと1,500億円ぐらいのアセットアンダーマネジメントを持っているのですが、それに比べると実績としては少ないという点を△という形にしております。

J社は、投資をしている幅あるいは量がほかの会社を非常に上回っているという点がプラスなのですが、逆に言いますと、比較的少人数でいろいろなクライアント、いろいろなアセットへの投資をカバーしているという点で真ん中あたりに△をつけております

が、人材リソースの分散が懸念点なので、この辺をもう少し3次審査で詳しく見ていくつもりでございます。

最後のK社につきましては、最初の2社に比べますと比較的運用の実績が短いという点、ただ、一方で、ここ1年ぐらいでかなり大き目のマンドートを受注しているという点をプラスで評価しております。一方で、過去のトラックレコードが少ないので、この辺は今後チェックをしていく所存でございます。

12ページの定量評価でございます。これは基本的に3社ともそれほどの規模の大きなファンด์はないのですけれども、青線の上、つまり、自分たちが設定した目標のリターンに対して、全てオーバーパフォームしているということで、定量的な評価については3社とも特に問題はないと考えております。

最後、13ページのところで、今、申し上げましたように、先ほどの人材の質の問題ですとか、今後調べるフィーの構造ですとか、利益相反の整理ですとか、そういったところをチェックしながら、最終的には、今のところ3社のうち1社を選択するのがよろしいのではないかと考えている次第です。

以上です。

●轟オルタナティブ投資室副室長 最後、14ページのところでリスク管理について述べさせていただきます。簡単に御報告いたします。

公募を開始するに当たりまして、リスク管理のフレームワークをリスク管理部署と合意いたしました。当然ながら、ポートフォリオ全体のリスク管理は新しいリスク管理ツール等で行っているわけですが、今回、オルタナ投資を行うに当たりまして、独自の流動性の低さ、あるいは入り口の段階での確認が非常に重要であるといった点から、リスク管理項目を定めております。

19ページのほうに、運用リスク管理項目ということで参考につけさせていただいておりますが、カンントリーリスクからマネジャーのオペレーショナルリスク、こういったような関連しますリスク管理項目を応募者から回答させておまして、それぞれについてフロントで評価をした後、運用リスク管理室がレビューをするという流れでこれもできているということでございます。

今後、3次審査におきまして、さらにリスク管理項目について確認をしてみたいと思っておりますし、コンサルタントのほうにも実はオペレーショナルデューデリジェンスチームというものがございまして、彼らが独自の目線でリスク管理項目について確認をしてみたいというところで、オルタナ投資に特有のリスク管理項目についての確認をさらに行っていきたいと考えております。

最後の15ページ、今後の予定でございます。インフラと不動産、国内の分野につきましては、9月の運用委員会で最終選定先を御報告したいと考えております。1つ前の運用委員会で手数料水準についての御審議を改めていただきたいと考えておりますが、残りの分野につきましては、今の2分野の進捗を見ながら、順次審査を開始したいと考えており

ます。

私どもからの説明は以上でございます。

○新井委員長 失礼しました。

それでは、インフラ、不動産をあわせて御意見、御質問等をお願いいたします。

加藤さん、お願いします。

○加藤委員 今回の評価は、基本的に能力と体制ということだったと思います。参考までに教えていただきたいのですが、実際に選ばれた運用機関が今度は投資をしにいくわけですが、投資対象の評価というのは、今回の評価には入らないのですか。

●轟オルタナティブ投資室副室長 今回採用いたしますのは、まず、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーでございまして、ここがまずはファンドを選定するという形になります。シングルファンドというマネジャーを選定することになりまして、このシングルファンドマネジャーが例えば個別のインフラ資産に投資をするという形になります。

今、確認をしておりますのは、当然ながらファンド・オブ・ファンズマネジャーがシングルファンドを選ぶ能力を見ておりますけれども、その先の、シングルファンドマネジャーがどういう分析能力を持って個々のインフラ事業等を分析できるのかといった点をきっちりファンド・オブ・ファンズマネジャーが確認できるのかといった点を確認しております。ファンド・オブ・ファンズマネジャーは実際には、シングルファンドマネジャーの力量を確認するために、個別の物件の実査等も行っているようでございますので、そういった実績を改めて確認をしたいと思っています。

○加藤委員 このマネジャーはどちらかというといールドの高いものが得意だとか、ある特定の分野を狙っているとかは見ないのですか。それよりは、全般的な能力として見ているということですか。

●轟オルタナティブ投資室副室長 基本的には今回、主な戦略といたしましては、いわゆるコア型のインフラ投資という戦略でございまして、長期的に安定的な、主にいールドあるいはインカムリターン、これを獲得できる投資戦略を持っているインフラファンドマネジャーを選ぶファンド・オブ・ファンズマネジャーを選ぶというのが中心でございます。

もちろん、戦略の中には、委員の御指摘のとおり、もう少し高いリスクをとって高いリターンを狙うというマネジャーもおりますので、そういったものを一部分には取り込んではいくと思いますが、基本的になところは、コア型のインフラ投資をできるマネジャーの選定能力といったところでございます。

○加藤委員 コアスタイルの中で選ぼうとしている。

●轟オルタナティブ投資室副室長 はい。

○加藤委員 わかりました。

●水野理事 方が一誤解があるといけないので申し上げますと、今回はゲートキーパーとファンド・オブ・ファンズのマネジャーを選びます。ゲートキーパーとファンド・オブ・ファンズのマネジャーはコンビで我々のところに応募してきているのです。

ゲートキーパーについては、事務処理能力とか、レポーティングの処理の能力とかを見ていまして、我々が実際、運用の肝だとして今回選んでいるのはファンド・オブ・ファンズマネジャーです。

ファンド・オブ・ファンズマネジャーは、ユニバースの中でどういう案件があるかというのをいろいろ自分たちで探すのですが、伝統資産のときの運用ガイドラインと似たようなものがオルタナにもありますので、例えばファンド・オブ・ファンズマネジャーにインフラだったらコア型中心にしてほしいとか、不動産であればこういうものを中心にしてほしいみたいな、ガイドラインの中で指示をして、それに合ったものをファンド・オブ・ファンズマネジャーが選んでくるということになります。

○新井委員長 菅家さん。

○菅家委員 以前も申し上げたことがあるのですがけれども、インフラとか不動産というのは、投資対象が現物になるわけではないですか。実際の物。インフラで言えば港湾であるとか、空港であるとか、あるいはエネルギーであるとか、そういう具体的な現物が対象になるので、単純にリターンがどうのこうのということだけでは済まない世界になっていきます。そこをマネジャーにお任せしたから、後は好き勝手にやってよということでは済まない世界になっていくわけです。

例えば、今で言うとOMERSが投資対象を選んで、その中からさらにGPIFが具体的に選ぶという2重のフィルターを通してやっているわけですがけれども、要するに、投資対象の性格、特にESGの観点から非常に大きな問題にさらされるリスクというものが、別のリスクを持っているわけですので、そこはよくよく注意をしてやっていただきたいということを以前も申し上げました。GPIFとして本格的にこの分野に分け入っていくわけでありますので、改めてその辺は注意してやっていただきたいということを申し上げておきます。

●水野理事 1つだけ、これも誤解があるといけませんので、正確に申し上げますと、OMERSの契約もGPIFは選んでおりません。GPIFが委託しているニッセイアセットマネジメントが、マーサーのアドバイスを受けながら選んでいる形になります。

今後もファンド・オブ・ファンズマネジャーが自らのリスクレシオをもって選んでいくという、建てつけそのものは変わらないのですが、菅家委員がおっしゃったように、最終的には物になりますので、いろいろな物にかかわるリスクというのは出てくるというのは十分認識しております。

一方で、ESGはよりプライベートなインベストメントでは明確に影響してくるという認識もございまして。PRIの議論の中でも、プライベートエクイティとかインフラに関しては、ESGをもっと明確にガイドラインに出すべきだという議論はされております。伝統資産に関しては、もともとそういうことを言っていなかったのを最近申し上げているのですがけれども、オルタナに関しましては、これからゼロから始めますので、当然、今回のデューデリのチェックの中にも、彼らがどういう形でESGを投資先のファンドマネジャーを通してチェックしているかというのはチェック項目に入っております。

今回は最初から選ぶ条件の一つとしておりますので、そのように御理解いただければと思います。

○新井委員長 それでは、続きまして委員限り5資産管理機関の複数化について事務局から説明をお願いいたします。

●北村運用管理室長 委員限り5の資料をごらんください。

資産管理の複数化につきましては、4月の第117回運用委員会で資産管理の複数化に取り組みたいということで御報告をさせていただいております。

これの背景は、平成28年度の資産管理機関の総合評価で、資産管理能力に問題があるということで、一部回収、解約を前提とした警告を行っております。ただし、これを実際に行おうとして、一部回収とか解約をしなければいけない事態になったときに、ほかの資産管理機関に資産を移すということは現実的には問題がある。

資産管理側のシステムや、法人へのレポート等の業務体制構築に6カ月以上の時間がかかるというお答えをいただいている。コストもかかるいただいている。直ちに問題があったときに行動がとれないという状態になっている。

資産管理業務を安定的に継続させていくための対応として、現在委託している資産管理機関にほかの資産も委託することが、そういう意味でも資産管理機関の複数化が現実的な対応であろうということで、これに取り組みたいとお話をさせていただきました。こうすることによって、天災や不祥事等それから行政処分さまざまなことで継続委託が困難な場合のコンティンジェンシープランの意味合いもありますので、取り組ませていただきたいとお話をいたしました。

現在お願いしている一資産一資産管理体制のもとでお願いしている4資産管理機関のほかに、今、お願いしている以外の資産で受託を希望する資産の御希望がありますかということをお伺いして、当該資産について書面審査と現地ヒアリングを実施いたしました。その結果、国内株式と外国債券の2つの資産クラスについて、現在の管理資産に加えて委託することができる社が決定いたしました。このことを御報告させていただきたいと思っております。

2ページをごらんいただけますでしょうか。評価状況の項です。表が出ておまして、資産とA社、B社、C社、D社と4社並べておりますが、表中の○とか△、×、－の意味合いを御説明させていただきます。

今回の評価につきましては、既に資産管理をお願いいたしておりますので、現在お願いしている資産管理機関との相対評価で評価を行いました。○につきましては、現在の資産管理機関と比べ、同等以上の資産管理能力を有する。×は残念ながら同等以上とは認められない。△はまだ確認すべき事項が残っているということで、継続評価でございます。－は評価対象外ということで、今回受託の希望資産がなかったあるいは現在当該資産について委託をしているというものが－となっております。

各資産管理機関について、総合評価を毎年行っておりますので、今回は追加的な評価を

行っております。何を行ったかといいますと、受託の意向のあった資産についての資産管理能力。それからもう一つは、報酬について新たな提案になりますので、報酬水準が妥当なものかということを追加的に確認いたしました。

その結果といたしまして、表のほうに戻っていただきますと、D社の国内株式と外国債券に〇がついたということで、この部分については追加的に委託できる社が見つかったということでございます。

3ページをごらんください。今後の予定等ということで、D社について今後、どのファンドの分を委託するか。資産管理機関の入れかえではないので、全部を委託する訳ではございませんので、今、お願いしているうちからどのファンドを移管するかということを経営者のほうで議論をして決定しまして、それからD社でシステム対応が完了次第、なるべく早く複数化をしたいと考えております。同じ社に国内株式と外国債券の委託をすることを決めましたが、優先順位としては、外国債券の複数化を優先的に進めていただくようお願いいたします。

それから、ただ急げばいいというものではないので、現実に移管するには、運用停止という問題もありますので、パフォーマンスへの影響等も鑑みまして、移管タイミングは運用への影響がないように配慮して行いたいと考えております。

それから継続評価中の社、例えば結構△がついておまして、A社については外国債券、外国株式。B社も外国債券、外国株式。それからD社は国内債券。こちらについてはもう少し確認いたしたいこととしては、報酬の考え方、合理性それからシステム開発にかかる期間等を、本当にどれだけかかるのかというのは、スキーム構築時において重要な点ですので、もう少し現実的な見積もりを出していただきたいということをお願いしておりますので、こういったことに詳細な資料の提出を求めて、引き続き評価をしたいと考えております。

私のほうは以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等がありましたら、お願いいたします。よろしいですか。

それでは、委員限り6カントリーリスクの注視強化について事務局から説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 それでは、委員限り6カントリーリスクの注視強化についてというペーパーをごらんいただければと思います。

本件につきましては、ちょうど4カ月前でございますけれども、外債のソブリン債投資のリスクということで、一度議論をさせていただいたものでございます。その後、法人内で議論を重ねまして、これは外債のエマージングの債券、国債だけの問題ではなく、社債、株式、オルタナティブ資産について、カントリーリスクという観点で包括して枠組みをつくるべきであろうという結論に達しまして、今回、改めて議論をお願いしたいというものでございます。

2 ページ目の➤の4 つ目にも書いてございますが、いわゆるクレジットリスク、信用リスクにつきましては、別の議論が必要であると考えてございまして、今回は、カントリーリスクにフォーカスをして、整理をいたしてございます。

3 ページ目をごらんください。3 月の議論においては、CCC格以下の債券のリスクにフォーカスをしたわけですが、リターン的に見ると、リスクは高いものの、EMBIのCCC以下の赤いボツで示しておりますとおり、実は魅力的な資産である。これを投資対象外にするのは少し惜しいところがあるなど考えられるものでございます。

今回、4 ページ目の1～5まで、新しい枠組みを入れてカントリーリスクを横串で管理をしていこうと考えているところでございます。

まず、6 ページ目をお開きください。外国債券、これは3 月も議論させていただいたところでございますが、現状のガイドラインについて変更案ということで、右の箱のように改めたいと考えてございます。

具体的には、従来国債のリスクだけを見ておりましたけれども、オンベンチ、オフベンチで管理の体系を分けまして、オンベンチについては運用機関の能力を生かしていただいて、投資可能とする。

一方、オフベンチについては、外貨建ての格付け、B 格以上に制限をするといった枠組み。これは国債、社債共通の枠組みを設けたいと考えてございます。

8 ページをごらんください。外債と並び、オンベンチについては制約を外し、オフベンチについても、国の格付けでB 格以上ということで、ルールベースドにしたいと考えているものでございます。

続いて、10 ページ目をごらんください。オルタナティブ資産の制約でございますけれども、オルタナティブ資産につきましては、国において危機的な状況が発生した場合、機動的に売却して逃げるということが困難でありますので、少し保守的に物事を考えようということでございます。プライマリー案件につきまして、投資の開始時点において、主たる事業を行う国の外貨建て格付けB 格以上という制約を設けたいと考えてございます。

一方で、セカンダリー案件につきましては、こうしたポートフォリオベースの投資ということで、特定の国を排除するといったことが難しゅうございますので、こちらについては制約を設けない。ただし、後ほど述べますけれども、マクロ的なリスク配賦量の管理は実施をしたいと考えてございます。

続いて12 ページをごらんください。カントリーリスクの当法人の独自格付けということで、当法人にとっていささかチャレンジングなお話になってまいります。

まず、出発点といたしまして、その国の格付けを決めるに当たっては、Moody's、S&P、Fitch、この大手3 社の格付けのセンター、上位2 番目の格付けを基準といたします。その上で、こうした大手の格付け機関の格付けが常に課題としてはらんでおりますレーティングの遅行性。イベントが起きてしばらくたってから下されるといった問題に対応するために、マスメディア情報等を参酌いたしまして、ネガティブチェックをかけて少しでも遅効

性をなくしていこうと。これをもって、当法人の独自の格付けということで設定をしてまいりたいと考えているものでございます。

続きまして、14ページでございます。リスク量のマクロ的な管理、総量管理ということでございます。②配賦量の決定のところではパーセンテージの比率を設定してございますが、BBB格以上、投資適格のものについては設定をいたしません、いわゆる投資不適格であるところのBB以下の格付けのものについては、カテゴリごとに3.4、0.5、0.1といったぐあいで配賦量を決定してまいりたいと考えてございます。

この決定の根拠でございますけれども、1に記載してございますデフォルト率と配賦量を掛けた期待損失が同じになるように逆算して配賦量を決めているものでございます。配賦量をもとに、15ページのような図をもちまして、外国株式、外国債券、この中にオルタナティブ資産も入ってまいりますが、格付けごとのエクスポージャーが配賦量を超えていないかどうかということを中心にチェックをしてまいりたいと考えてございます。万が一、この配賦量を超えた場合には、投資委員会でもって善後策を検討したいと考えてございます。

続いて16ページでございます。ウオッチリストということでございまして、ミドルセクションの運用リスク管理室から気になる案件、個別具体的にデータを上げてもらいまして、それをフロントセクションでございます市場運用部、オルタナティブ投資室のほうで内容をチェックし、運用受託機関からも状況を聞いた上で、運用リスク管理委員会で報告をするといったことで、運用リスク管理委員会の中で説明を尽くして議論をしようというたてつけでございます。

以上の枠組みにつきまして、大体年度内に整備を終えまして、来年1月から新しいガイドラインを適用してまいりたいと考えてございます。

駆け足でございますが、私からの説明は以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等がありましたら、お願いいたします。

お願いします。

○武田委員 まず、私も本日、ESGのフォーラムのほうに参加させていただきました。関係者からも非常に前向きな御意見が出ました。企業の経営者によるパネル討論も非常に前向きで、それだけ期待が大きいと感じました。

期待が大きいだけに、最初の指数選択のプロセスは非常に重要であり、前回、環境の選択についてはもう少し時間がかかるということでしたが、しっかりデューデリジェンスをやっていただく意義は大きく、その点は引き続きお願いしたいと感じたところです。

2点目として、御説明いただいたカントリーリスクに関する質問です。カントリーリスクを評価していく際に、格付機関を使うのは、標準的なやり方だと思いますが、外部格付機関の反応が遅く、過去の金融危機のときにも、イベントが起きた後に後追いで格下げされるということが起きています。例えば、外部格付機関以外にも、定性的な情報を見るこ

とはよいことですが、格付機関の1社が早く動き、黄色信号を発信していることに気づくためには、外部格付機関の評価の中で、一番低い評価をベースにしておくというのも一つの方法ではないかと思います。その点どのようにお考えになっているか、確認させていただきたいと思います。

○新井委員長 お願いします。

●西原運用リスク管理室次長 大変貴重なコメントだと思っております。どうもありがとうございます。

私どももそのような観点でいろいろ検討させていただいております。特に格付け機関の遅効性ですとか、外部格付け機関の考え方、実際にヒアリングをしても、確かに格下げのところはじっくり考えて、またイベントが起こってから実際には下げていくようなところがありますので、そこの遅行性というのはどうしてもあるのかなと思っています。その上で、いろいろ中立的な考え方で、まず、上位2番目というのは、基本的にはバーゼル銀行監督委員会の考え方をメルクマールとしたということもございます。

確かに一番保守的なところを見ていくという考えも有力だと思っております。今後、いろいろ進めていく中で、検討していきたいと思っております。今のところ、単に真ん中のところだけを見ているということでもなく、格付け機関の動向も絶えずウオッチしながら、実際に格付けの引き下げが出てきた状況とか、あるいは市場データもウオッチしていきます。

さらに、最後のページでイメージということでお示ししていますが、例えばロイターのインプライド・レーティングがあります。こちらはマーケットの情報ですとか、それから最近ちょっとはやっていますテキストマイニング的なところの情報で、そういった情報を織り込んでいます。そういうものを合わせて、まずは中立的なところから一旦はスタートさせていただきたいと考えています。

○新井委員長 お願いします。

○清水委員長代理 先ほど投資原則の実施状況の中で、通貨関連リスクの分解というところがありまして、そこを見ると、かなりドル、ユーロ、ポンド以外の通貨のエクスポージャーもあるのだなと思っていたところでした。カントリーリスクの注視の強化というのは、非常に重要かつタイムリーな施策であるというふうに考えています。その上で、分散効果を考え、リスクを的確に管理しながらエマージングなどへの投資ができるようになるということも可能となってきます。新たなリスク管理体制のもとでいろいろなことを捉えていくということができ、私は非常に頼もしく思いました。

一方で、先ほどの武田委員の御指摘にもありますが、カントリーリスクを見直していくという中での頻度というのがどの程度なのかと思っております。17ページを見ますと、四半期報告で報告されるということですが、四半期ぐらいのタームでカントリーリスクを一応チェックするというのでよろしいのでしょうか。

●西原運用リスク管理室次長 貴重なコメントをいただきまして、まことにありがとうございます。

ざいます。

今、考えておりますのは、当然新聞ですとかマスメディアの情報というのはデイリーでウォッチしていますし、先ほど御説明させていただきましたロイターのインプライド・レーティングというものいろいろな指標があったりもしますので、それはデイリーで更新される金融データのものですとかマンスリー、クォーターリー、アニュアルリーで更新されるものがございます。

これらの情報を随時アップデートして、毎月の運用リスク管理委員会に報告します。さらに四半期に1度運用委員会に報告するリスク管理状況の中にカントリーリスク状況も盛り込むことを予定しています。

○新井委員長 佐藤さん、お願いします。

○佐藤委員 一つちょっと教えていただきたいのですけれども、具体的なイメージを自分自身が持ちたいがためにお伺いしたいのですが、例えばイランみたいなところ。トランプになってから、サウジとは接近するけれども、イランに対して。オバマのときには制裁を解除したけれども、またそれが厳しくなる可能性があるとか、あるいは例えばロシアに対する制裁を強めるような決議が出てきたとき、それがどういう形でカントリーリスクに反映されてくるのか。

例えば、ロシアだとBBに入っていますけれども、それはきっと、制裁を強化されると、またそれが一つのファクターとして考えられるということになってくるのか。その辺の具体的なイメージを持ちたいなと思っているのですけれども、いかがでしょうか。

●水野理事 今の御質問に関しましては大変難しいところでして、政治環境の変化や経済制裁はまた別の意味があると思うのです。

いろいろな環境が変わっていく中で、GPIFの内部でどれだけそれを評価して変えていくことができるかということだと、西原が申しあげましたように、レーティング会社が出しているものをトラックしていくことはできるのですけれども、レーティング会社よりもさらに早いタイミングで、さらにもっといろいろな情報を採り込んでということが現実に行えるかということ、そこまではできないと思っております。

ただ、実際、バーゼルの話もしましたけれども、金融機関の多くは、ある意味外出して格付け機関のレーティングを使ってリスク管理をしていますということがスタンダードだと思うのです。一方で先ほど皆さんもおっしゃったように、ソブリン格付けに関しては遅行性があるというのは何となくコンセンサスとしてあります。

例えば、ある国に対していろいろなネガティブなニュースがどんどん出ているのに、まだ格付けは見直していないというときに、私どもの格付けは、ちょっとコンサバに下げたおこうというような議論は起きる可能性がありますし、逆にそういう可能性があるというふうに内部にしておかないと、うちの職員も任せているからいいでしょう、格付けに合わせているからいいでしょうということになってしまうのです。

我々にとっては、今のGPIFのリソースでは、内部格付けというのはかなりチャレンジ

グなのですが、これをやろうと思わなければいけないということで、まだできるとは言っていないのですけれども、やるという意欲を今回お示ししています。

○佐藤委員 とてもいい意欲だと思う。

○新井委員長 高橋さん、お願いします。

●高橋理事長 水野は無理だと言ったのですけれども、遅行性の是正に一番当てにしているのは、何のためにエマージングマーケットのマネジャーに結構なお金を使っているのかということでもあります。

リスク管理セクションだけでなく、フロントのセクションがエマージングマーケットのマネジャーときちんとした関係を持って、ちょっと変だなと思ったら電話をかけて、どう、やっぱりイラクはまずいらしい。それでは格付けを少しネガティブに判断していきましようということの話し合いができるような組織になるというのを非常に期待しております。

非常にチャレンジングではありますが、せっかくお金を預けている以上、そのリソースはリターンだけではなく、いろいろな情報もとってきて、できれば生かしていくようなことにチャレンジしたいと思っていますので、あえて自分のリスク管理を主体的にやるというふうにさせていただいたのです。よろしくお願いします。

○新井委員長 加藤さん、お願いします。

○加藤委員 お伺いしたいのですけれども、リスクの配賦量が格付けベースになっていまずけれども、国ベースの配賦量は決まっていないということでもいいのですか。逆に言うと、例えば、BBという格付けベースのリスク量は守っているのだけれども、実は1カ国に集中していたということはあるという理解ですか。

●西原運用リスク管理室次長 その点も本当に貴重なコメントなのですけれども、基本的には、まずは格付けベースでのリスク配賦を点検し、国ごとにはきちんとモニタリングツールのほうで1国への集中リスクが生じていないかを注視していきたいと考えています。

●水野理事 追加でよろしいですか。

現実を申し上げますと、エマージングに対するエクスポージャーそのものが全体の中でまだ極めて小さいものですから、結果としてその中でコンセントレーションが一時的に起きても、全体のポートフォリオの中では、リスクとしてはそれほど重要なものではないとは思っております。ただ、リスク管理ツールを使ってどの国にどのようなエクスポージャーがあるかというのを常に横串で見えるようになっていきますので、その中で西原には言っているのですけれども、何かここはおかしいのではないか、この国ばかり急にふえてきますけれどもみたいなものがあれば、それは毎月のリスク管理委員会でリスク管理セクションから指摘してもらって、それが先ほど高橋が申しあげましたように、運用会社と話している中で、このエクスポージャーが増えているのだなという認識と合っていればいいのですけれども、GPIFが一番恐れなければいけないことは、ファンド・オブ・ファンズ型で預けているので、例えば合成の誤謬みたいなもので、それぞれは適切な判断をしてやっているのですが、ふと気がついたら、あるエクスポージャーが極端に増えているとか、そうい

うことを防ぐというのが何よりも重要ですので、その観点からチェックしてほしいということは伝えてあります。

ただ、こういうカントリーリスクのようなものはある程度ガイドラインをつくったほうが安心感もあるだろうということをつくらせてもらっているのですけれども、これに加えて毎月いろいろな観点からのモニターをやりながらやっていくということだと思います。

○新井委員長 それでは、続きまして資料1-1 GPIFによるスチュワードシップ活動の推進、資料1-2 第2回 グローバル・アセットオーナーフォーラムの概要、委員限り7-1 日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて、委員限り7-2 日本版スチュワードシップ・コード改訂に伴う対応について及び委員限り7-3 スチュワードシップ責任を果たすための方針について、事務局から説明をお願いいたします。

●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1-1をごらんください。こちらは6月の運用委員会で御報告しました、ことし4月以降のスチュワードシップ活動の推進のアップデートになります。アップデートした箇所については水色で表示しております。

1点目の御報告としては、1ページ目の3番、グローバル・アセットオーナーフォーラムのサマリーを7月18日に公表したという御報告になります。公表資料はその後ろにつけております資料1-2、こちらのほうに添付してあるとおりでございます、英文も同時に公表いたしております。

裏面の2ページ目、タイトルのみ青字にしておりますが、この6月以降の取り組みとなります。

2点目の御報告としましては、最後の7. 日本版スチュワードシップ・コード改訂に伴う対応実施についてとなります。5月29日に改訂されました改訂版コードの趣旨に賛同しまして、公表項目の更新、更新を行った旨の公表と、金融庁への通知の実施を予定いたしております。詳細は委員限り資料の7-1から7-3をごらんください。

まず、委員限り資料7-1になりますが、こちらは当初、スチュワードシップ・コードが導入された際の受入れ表明となります。こちらはコード受入れの基本的な考え方の部分で、当法人の目的ですとか制約、その当時の運用委員会での議論といった、受け入れに当たっての大前提となります。その意味では、こちらは今後も変わるものではないものになりますので、変更は一切加えず、そのまま生かすことを考えております。

一部改訂とございますのは、これまで、コード受け入れの基本的な考え方の後ろに、コードの各原則への対応を記載していたのですが、今回、この部分を委員限り資料7-3 スチュワードシップ責任を果たすための方針のほうに移しまして、前段で基本的なスチュワードシップに関する方針。続きまして、コードの各原則への対応として、方針と実際の行動、原則への対応をまとめてわかりやすく整理をいたしました。

委員限り7-3の資料をごらんいただければと思いますが、こちらの大きな変更点は3点ございます。

1点目は、今回の改訂版コードで強調されております、アセットオーナーとしての責任、役割に関する部分の項目の追加です。

2点目の変更点としては、今回の改訂で明確に求められるようになりました各原則の下にございます各指針へのComply or Explainの部分の追加。

3点目の変更点としましては、運用受託機関を通じて実施するものにつきましては、今年6月1日に制定いたしましたスチュワードシップ活動原則と議決権行使原則、これにのっとり運用受託機関に対しては活動いただくということになりますので、これに沿った記載に改めたものになります。そういう意味では、ほとんどの内容につきましては、6月1日の運用委員会で御報告しましたスチュワードシップ活動原則と議決権行使原則、この御報告の際に考え方を含めて御説明をさせていただいたものをベースに、今回のコード対応をしているとお考えいただければと思います。

唯一、新しい内容といたしましては、方針の4ページ、原則5のところ、議決権行使結果の個別開示を運用受託機関に対して要請していますが、要請に応じていただけなかった場合について記載を追加している部分は、新しいものと言えるかと思えます。

資料を飛ばしましたが、委員限り資料7-2、こちらのほうで今回の改訂版コードへの賛同と公表項目の更新を表明するリリースとしたいと考えております。

委員限り資料7-1～7-3につきましては、8月1日にホームページに公表する予定で準備を進めておりまして、これと金融庁への通知をもって、今回の改訂版コードへの対応を完了としたいと考えております。

私からの説明は以上となります。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

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

よろしいでしょうか。それでは、次の議題に移りたいと思います。

前回、井上委員から運用委員会の運営を振り返り、本年10月に発足いたします経営委員会に引き継ぐべき課題を整理してはどうかという御意見がありましたので、事務局から資料の説明をお願いいたします。

●三石審議役 それでは委員限り8をごらんください。

その後、直接井上委員に具体的な問題意識をお伺いしましたところ、運用委員会における審議事項を振り返りまして、A3のペーパーにございますように、どういうカテゴリーで報告、議決、あるいは審議をしてきたかということ一度振り返ってはどうかということでございましたので、こちら今年の4月からことしの3月末にかけての1年間をどういう議案について、しかも報告、審議、議決どういうカテゴリーで御議論していただいたかということを一覧リストアップをさせていただいたものでございます。

参考までに、その次のペーパーをごらんいただきたいと思います。これはちょうど2年半ほど前に、当運用委員会で、運用委員会の案件の分類ということで、どういうものを議決事項にし、どういうものを審議事項あるいは報告事項にするかということをお決めい

ただいたところをごさいますして、そのルールにのっとして、28年度におきましても議決、審議または報告というような形で取り扱いをささせていただきますところをごさいます。

そして、最後のペーパーでございますけれども、経営委員会で何を議決事項にするかということに關しましては、まずは、もともと法律でこちらにリストアップされておりますように、業務方法書や中期計画、年度計画の作成、変更を含めまして、もともと法律でかなり詳細に規定がされております。その上で、イロハのカのところをごさいますように、経営委員会が特に必要と認める事項ということで、法定事項以外にも経営委員会が自主的にどういうことを議決されるかということはお決めになるということをごさいます。最終的には、経営委員会が10月に発足したところでそのルールはお決めいただくということになろうかとは思いますが、御参考までにお示しをしたところをごさいます。こちらを一つの資料として、また、前回井上委員から御指摘がございましたが、経営委員会に何を引き継ぐべきかということで御議論をいただければということをごさいます。

以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等がありましたら、お願いいたします。

井上さん、いかがでしょうか。

○井上委員 おまとめいただきまして、ありがとうございます。

10月からの体制変更ですけれども、形としては今あるこの運用委員会が発展的に改組をして経営委員会になるということですので、具体的に何を経営委員会で議論するかというのはもちろん新しい体制のもとでお決めいただくということだと思います。

ただし、過去の運用委員会の審議・報告事項を、ざっと見させていただいても、1年間と言うと審議事項が少ないと感じます。例えば、今日の審議事項で実績連動報酬制度がございますけれども、これについての審議も、恐らく、今日の1回だけということになるわけでしょうか。個人的な感覚としては、提案を固める前の段階で、運用委員会に検討状況を報告し、運用委員会の皆さんの御意見を聞き、それに基づいて再度検討いただいた上で最終的な提案を運用委員会の審議にかけるとか、そういった前広な審議の方法というの必要ではないかという印象を持ちます。

いずれにしても、今日のESGフォーラムでもガバナンスの話がたくさん出ていましたけれども、皆様のこれまでの御経験を貴重な基礎としてより実質的な議論ができるような経営委員会の運営をしていただきたいと思いますので、よろしくお願いたします。

○新井委員長 ほかの方はいかがでしょうか。

それでは、本日はこれまでにしたいと思います。

事務局から連絡事項等がありましたら、お願いたします。

●三石審議役 それでは、資料の取り扱いでございますけれども、まず委員限り4オルタナティブ資産の運用受託機関の公募（経過報告）、委員限り5資産管理機関の複数化について、及び委員限り6カントリーリスクの注視強化についての3つの資料につきましては、

運用委員会終了後に、恐縮でございますが、回収をさせていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も、同様をお願いいたします。

そして、次回の予定でございますが、第121回運用委員会につきましては、8月29日火曜日14時から当法人会議室で開催いたしますのでよろしくお願いいたします。

○新井委員長 第120回運用委員会はこれで終了いたします。