

GPIF の PDCA サイクルは機能しているか（評価編）

ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点からの審議が不足している

特任研究員 平井 一志¹

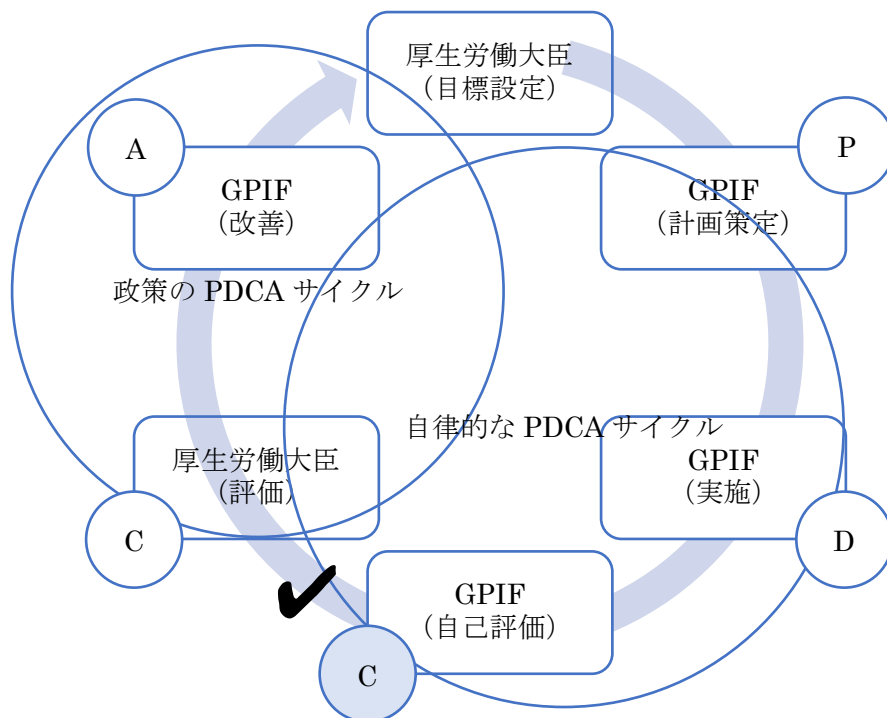
《要旨》

●GPIF の継続的改善の PDCA サイクルには、「自律的な PDCA サイクル」と「主務大臣の下での政策の PDCA サイクル」の二つがある。

前者において Check の機能を担うのは経営委員会であり、経営委員会は、その職務である「監督」として、GPIF の役員の職務の執行の合目的性を監視し、必要に応じて指示、命令をすることになっている。

●かかる「監督」の履行状況を、経営委員会議事概要に基づき確認のところ、年金積立金の運用のあり方によって求められる専門性は異なり、ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点からの審議不足が課題・問題点であることが明らかになった。

図-1 GPIF の自律的な PDCA サイクルと政策の PDCA サイクル



¹ 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成 20 年 7 月から 26 年 3 月まで年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の情報化統括責任者補佐官の任にあり、26 年 7 月から年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。平成 7 年から 7 年間に亘り日米包括経済協議の所産であるリミテッド・パートナーシップ（LPS）による内外投資顧問の年金福祉事業団資金運用事業参入スキームの立ち上げ、管理、清算のための国家プロジェクトに幹事信託銀行の責任者として参画。なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではありません。

《目次》

1. はじめに
2. 業務実績の評価に係わる「監督」の履行状況について
 - (1) 問題認識
 - (2) 「監督」の履行状況について
 - (3) GPIFの事務・事業のKPIに係わる誤解
3. 乖離許容幅管理に係わる「監督」の履行状況について
 - (1) 問題認識
 - (2) NOMURA-BPI と TOPIX の月次リターンに基づく相関関係
 - (3) 「監督」の履行状況について
4. 問題の解決ではなく規程の整備に偏った審議事項
 - (1) 経営委員会とは
 - (2) 審議事項の偏り
 - (3) ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点からの審議不足
5. まとめ

1. はじめに

独立行政法人である、GPIFの業務運営の継続的改善のためのPDCAサイクルには、「法人内の自律的なPDCAサイクル」と「主務大臣の下の政策のPDCAサイクル」の二つがあり、おののおのにCheckのフェーズがある。

先ず以て、本稿においては、GPIFの自律的なPDCAサイクルのCheckのフェーズが有効に機能しているか、検証のこととする。

GPIFの自律的なPDCAサイクルにおいてCheckのフェーズを担っているのは、経営委員会である。

年金積立金管理運用独立行政法人法の第五条の三第一項は、経営委員会の職務を、つぎのとおり「議決」、および「役員の職務の執行の監督」とし、第二項は、理事長および理事による管理運用業務の実施状況の監視については、監査委員会に行わせることができる」と規定している。

年金積立金管理運用独立行政法人法第五条の三（下線太字筆者）

第五条の三 経営委員会は、次に掲げる職務を行う。

一 次に掲げる事項の議決

イ 通則法第二十八条第一項に規定する業務方法書の変更

ロ 通則法第三十条第一項に規定する中期計画（第二十条において「中期計画」という。）及び通則法第三十一条第一項に規定する年度計画の作成又は変更

- ハ 通則法第三十二条第二項に規定する報告書の作成
- ニ 通則法第三十八条第一項に規定する財務諸表並びに同条第二項に規定する事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他の会計に関する重要事項
- ホ 通則法第四十九条に規定する規程の変更
- ヘ 通則法第五十条の二第二項に規定する報酬等の支給の基準及び通則法第五十条の十第二項に規定する給与等の支給の基準の策定又は変更
- ト 第二十三条第一項に規定する制裁規程の変更
- チ 第二十六条第一項に規定する業務概況書及び同条第二項に規定する書類の作成
- リ 監査委員会の職務の執行のため必要なものとして厚生労働省令で定める事項
- ヌ 管理運用法人の業務の適正を確保するために必要なものとして厚生労働省令で定める体制の整備
- ル 組織及び定員に関する重要事項（リ及びヌに掲げるものを除く。）
- ヲ 厚生年金保険法第七十九条の五第一項に規定する積立金の資産の構成の目標及び同法第七十九条の六第一項に規定する管理運用の方針の策定又は変更
- ワ 厚生年金保険法第七十九条の八第一項に規定する業務概況書の作成
- カ イからワまでに掲げるもののほか、経営委員会が特に必要と認める事項

二 役員の職務の執行の監督

- 2 経営委員会は、前項第二号に掲げる職務のうち、理事長又は理事による第十八条第一号に掲げる業務（以下「管理運用業務」という。）の実施状況の監視については、監査委員会に行わせることができる。
- 3 経営委員会は、必要があると認めるときは、監査委員会に対し、前項に規定する監視の結果について報告を求めることができる。

経営委員会の職務である「議決」および「監督」のうち、自律的な PDCA サイクルの Check のフェーズに該当する職務は、「監督」である。

ところが、「監督」の意義について解説した政府文書は見当たらず、平成 29 年 4 月 21 日に開催の第 1 回社会保障審議会資金運用部会において、事務局が、「今後、経営委員会の中で、発足後、執行状況をどのように監視監督していくのかということとは、毎回の経営委員会の持ち方を含めて御議論いただくことになろうかとは思いますが。」と回答の経緯がある。

ちなみに、内閣法制局法令用語研究会編有斐閣法律用語辞典によると、「監督とは、「人又は機関が、他の人又は他の機関の行為の合法性又は合目的性を監視し、必要に応じて指示、命令等をする事。」である。

以下に、「監督」として一般的な、前年度業務実績の評価、および今日の課題である、マイナス金利対応としての乖離許容幅管理について、経営委員会による「監督」の履行状況を、公表資料に基づき確認することにより、GPIF の自律的な PDCA サイクルの

Check フェーズが有効に機能しているか、検証を試みることにする。

2. 業務実績の評価に係わる「監督」の履行状況について

(1) 問題認識

経営委員会の職務の一つである「役員の職務の執行の監督」の、その役員の職務の執行について、端的に記述したものは、GPIF が、年金積立金管理運用独立行政法人法の第二十六条第一項に基づいて作成する「業務概況書」、あるいは独立行政法人通則法の第三十二条第二項に基づいて作成する「自己評価書」である。

そして、GPIF の事務・事業、換言すると役員の職務の執行についての KPI (key performance indicator 重要業績評価指標) は複合ベンチマーク対比のパフォーマンスである。

複合ベンチマーク収益率とは、各資産を基本ポートフォリオごとの割合で運用したと仮定した場合の市場平均収益率である。

平成29年度の複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、マイナス0.37%と不本意な結果に終わった。

そして、GPIFは、自ら「平成29年度業務概況書」において、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析として、「2017 (平成29) 年度の資産配分要因において、複合ベンチマーク収益率よりも収益率の低かった短期資産の保有等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.36%となりました。短期資産の保有比率が高めとなった要因は、投資判断に加え、厚生年金基金の代行返上等の影響により、想定に反してキャッシュインが続いたことによるものです。(略)」とする説明を施した。

また、GPIFは、「平成29年度業務実績報告及び自己評価書」において、「管理運用の基本的な方針、運用の目標」に係わる自己評価として、「なお、運用資産全体に係る収益率と複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオで加重したもの）との比較では、資産配分要因において、複合ベンチマーク収益率よりも収益率の低かった短期資産の保有等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.36%となった。短期資産の保有比率が高めとなった要因は、投資判断に加え、厚生年金基金の代行返上等の影響により、想定に反してキャッシュインが続いたことによるもの。(略)」と、上記同様の説明を施した。

したがって、言うまでもなく、経営委員会は、「監督」の履行として、かかる不本意な結果を招いた原因を究明し、是正措置を指示する必要がある。

経営委員会が、ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点から、詳らかにすべき事項は「投資判断」、および「投資判断」に至る「意思決定」についてである。

おって、「厚生年金基金の代行返上等の影響」に関しても、論点整理の必要があるが、所管が厚生労働省にまたがり、GPIFにおける自律的な解決は困難なことから、本稿においては割愛する。

① 投資判断について

「短期資産の保有比率が高めとなった」、すなわち国内債券の構成割合を引き下げた、投資判断の根拠、材料は何か。

判断を誤った原因、理由は何か。

② 意思決定について

投資委員会における意思決定プロセスについて、詳らかにする必要がある。

投資委員会において異論はなかったのか、あった場合にはどのように合意を形成したのか、あるいはリスク対応策やロスカット・ルールは定めなかったのか。

(2) 「監督」の履行状況について

平成 29 年度の業務実績の評価に係わる経営委員会の「監督」の履行状況について検証するために、「平成 29 年度業務概況書」の案文について審議をした、平成 30 年 5 月 28 日に開催の第 10 回経営委員会、および「平成 29 年度業務概況書」に加えて「平成 29 年度業務実績報告及び自己評価書」の案文について審議をした、平成 30 年 6 月 18 日に開催の第 11 回経営委員会の、各々の議事概要をしてみることにする。

おって、これらの経営委員会議事概要については、その抜粋を後掲の別紙-1 に《参考資料》として掲載した。

もとより、議事概要はあくまでも概要であって議事録ではなく、「議事録は、各委員会の開催日から起算して 7 年を経過した後に」公表のことになっていることから (GPIF 経営委員会議事録作成及び公表規程)、現時点において経営委員会の審議の内容を正確に把握することは出来ない。

したがって、断定することは出来ないものの、第 10 回および第 11 回の経営委員会議事概要には、経営委員会が、平成 29 年度の複合ベンチマーク対比のパフォーマンスがマイナス 0.37%と不本意な結果に終わった原因を究明し、必要な指示、命令をするために、ポートフォリオ管理 (マネジメント) の視点から、理事長あるいは執行部に対して「投資判断」あるいは「意思決定」について問い質し、その合目的性を監視した事実の記載は無かった。

もとより、指示、命令などの事実の記載は無い。

したがって、平成 29 年度の業務実績の評価について、経営委員会が、その職務である「監督」を履行した事実を確認することは出来ず、GPIF の自律的な PDCA サイクルにおける Check のフェーズは、有効に機能していない可能性がある。

しかも、第 11 回の経営委員会議事概要においては、「今回の業務実績の評価の中で、経営委員会とか監査委員会の活動をどう評価するかというのは大きなポイントではないかと思っている。」とする委員の発言に引き続いて、経営委員会の設置により透明性の向上が図られている旨を如何にして業務実績として盛り込むかについて、一しきりの質疑があった旨の記載となっている。

KPI（重要業績評価指標）である複合ベンチマーク対比のパフォーマンスがマイナス0.37%と不本意な結果に終わった以上、経営委員会は、何はさておき、その原因を究明すべきにもかかわらず、KPI について一切言及することなく、かかる質疑に執着することに、違和感を禁じ得ない。

さらに、第 11 回の経営委員会議事概要には、自己評価書の作成について、「この作業によるアウトプットとかアウトカムというのは、役員の退職金評価のほかには、何も使われないのか。」とする委員の発言が記載されている。

まことに遺憾ながら見識が問われる内容であるが、かかる発言に対する理事長および厚生労働省の回答が、これまた心許ない。

本来理事長および厚生労働省は、当事者として、「通則法第 32 条第 2 項に基づき作成する自己評価書は、国民に対する説明責任の履行及び法人の自律的な業務運営の改善への活用等を目的とする。」（総務大臣決定「独立行政法人の評価に関する指針」）と即答して然るべきであるが、曖昧な回答に終始している。

そしてさらに、今般、ダメを押す、決定的な事実が判明した。

先ごろ 4 月 8 日に公表された、第 19 回経営委員会議事概要にある、つぎの委員の発言である。

第19回経営委員会議事概要（平成31年2月15日）抜粋（下線筆者）

(4) 「運用リスク管理状況等の報告（2018年度第3四半期）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 複合ベンチマークに対する超過収益率として資産配分要因が示されている。
四半期ごとでも1年ごとでも構わないが、執行部としてこういう判断でアセットアロケーションをしたという説明をしてほしい。

経営委員会が設置されてからすでに1年半が経過するが、GPIFの執行部は、これまで経営委員会において、アセットアロケーション（資産配分）に係わる意思決定プロセスについて、何ら説明をして来なかったことが、判明したのである。

かかる事実を踏まえれば、7年後の議事録公表を待つまでもなく、GPIFの業務実績の評価について、経営委員会が、その職務である「監督」を履行していないことは、明白であり、それ故に、GPIFの自律的なPDCAサイクルのCheckのフェーズは、有効に機能していないことになる。

(3) GPIFの事務・事業のKPIに係わる誤解

先に述べたとおり、GPIFの事務・事業についてのKPI（重要業績評価指標）は、複合ベンチマーク対比のパフォーマンス、すなわち複合ベンチマーク収益率の確保であ

るが、一部に誤解の混乱を招いている。

おって、GPIFの前身組織である、年金資金運用基金による公的年金の自主運用が開始された、平成13年に厚生労働省が発出した、厚生労働省告示第百八十三号「厚生保険特別会計の年金勘定に係る積立金及び国民年金特別会計の国民年金勘定に係る積立金の運用に関する基本方針」は、つぎのとおり、運用の評価に関する事項として「基金の運用状況の評価」について、「(略) 資産全体について基本ポートフォリオと各資産のベンチマーク収益率から計算される複合市場収益率と運用結果を比較する。」と明記していた。

平成十三年厚生労働省告示第百八十三号抜粋（下線太線筆者）

第4 年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用の評価に関する事項
一 年金積立金の運用評価の基本的な考え方
公的年金においては、実質的な運用利回りが維持される限り、基本的には、年金財政は影響を受けないことから、運用の評価は実質的な運用利回りについて行う。
二 基金の運用状況の評価
運用結果は各資産ごとに各々のベンチマーク収益率により評価する。
その上で、 <u>資産全体について基本ポートフォリオと各資産のベンチマーク収益率から計算される複合市場収益率と運用結果を比較する。</u>
各資産のベンチマークについては、市場に近い構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等の条件を満たす適切な市場指標を用いる。

しかしながら、平成18年に至り、年金資金運用基金から年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に組織が変更された後の、GPIFの第一期中期目標においては、「運用状況の評価」ではなく、「運用の目標」の一つとして「市場平均収益率の確保」を掲げ、「各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。」とした経緯がある。

その結果、「運用状況の評価」、延いてはKPIが曖昧になり、今日あたかも、かかる「運用の目標」の一つとして掲げられた、「市場平均収益率の確保」が、KPIであるがごとく、一部に誤解の混乱を招いている。

おって、拙稿平成30年7月25日付調査研究レポート「GPIF平成29年度業務概況書の読み方について」および平成30年11月12日付「GPIFのPDCAサイクルは機能しているか（計画編）」において論点整理のとおり、GPIFの設立から12年間の運用成果は、その97%以上をポートフォリオの資産配分要因によって説明することが可能である。

したがって、予定積立金額を確保するためには、個別資産要因に過ぎない「各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率を確保するよう努める」のみでは事足らず、運用成果の大半を決定付ける資産配分要因を反映する複合ベンチマーク収益率の確保、すなわち複合ベンチマーク対比のパフォーマンスが、重要になる。

3. 乖離許容幅管理に係わる「監督」の履行状況について

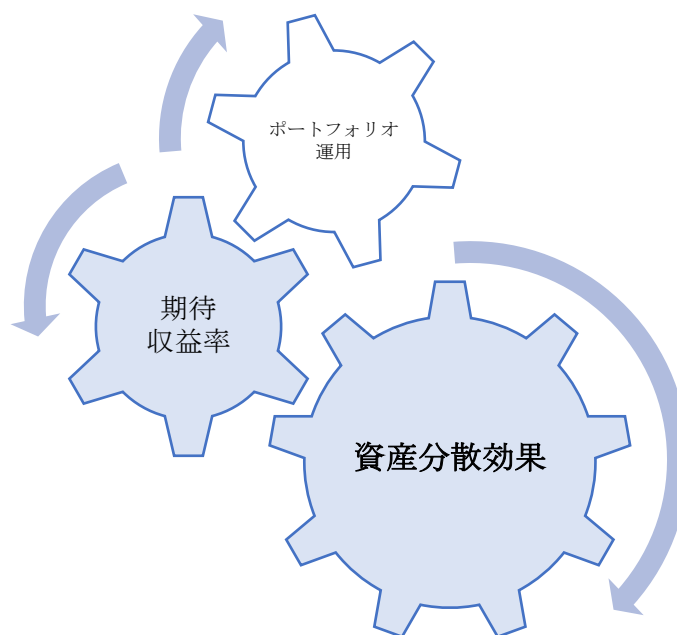
(1) 問題認識

GPIFは、平成30年9月19日厚生労働大臣に、「当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用すること」とする旨の平成30年度計画の変更を届け出た。

GPIFは、かかる年度計画の変更の理由について、平成30年9月26日に公表の理事長コメントにおいて、「現在の市場環境を鑑みますと、償還金等を国内債券に機械的に再投資することは、必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることから、経営委員会での複数回の審議を経て年度計画の変更を議決し、厚生労働大臣に届出を行いました。」とした。

察するに、現在の市場環境を鑑みて、すなわちマイナス金利を忌避し、国内債券の資産構成割合を、基本ポートフォリオの35%から、乖離が許容されている下限の25%を超えて、さらに引き下げることを可能にする趣旨と解される。

ここで留意しなければならないのは、ポートフォリオ運用において、国内債券に資産配分することの目的である。



二つある。

一つには、期待収益率の確保であり、今一つは、「資産分散効果」である。

ただ単に期待収益率を確保するのみならず、ポートフォリオ運用として資産間の分散効果を確保することも、重要な目的である。

したがって、マイナス金利対応として、やみくもに、国内債券の構成割合を引き下げることは妥当ではなく、ポートフォリオ管理(マネジメント)の視点から、引き下げに伴い「資産分散効果」を損なうことになるデメリットについて、あらかじめ十分に調査、分析の必要がある。

上記のとおり、理事長コメントには、「経営委員会での複数回の審議を経て年度計画の変更を議決し」とあることから、経営委員会が、「議決」に先立ち、「資産分散効果」を含めどのような審議をし、GPIFの役員の職務の執行についての合目的性を監視したのか、「監督」の履行について確認をすることにする。

(2) NOMURA-BPI と TOPIX の月次リターンに基づく相関関係

GPIFの国内債券についてのベンチマークは、複合インデックスであるが、その基礎となる野村証券金融工学研究センターが算出、公表のNOMURA-BPI総合と、国内株式についてのベンチマークである、東京証券取引所が算出、公表のTOPIX(配当込み)との分散効果を観測するために、各々の過去1年間の月次リターンに基づく相関係数について、公的年金の自主運用が開始された平成13年4月から、今日(平成31年3月)までの18年間に亘り、筆者が試算した結果を、以下の表および図に示す。

表-1 NOMURA-BPI と TOPIX の月次リターンに基づく相関係数の分布(筆者試算)
(平成13年4月から平成31年3月まで)

相関係数		サンプル数	
$0.7 \leq r \leq 1.0$	強い正の相関がある	2	(0.93%)
$0.4 \leq r \leq 0.7$	正の相関がある	4	(1.85%)
$0.2 \leq r \leq 0.4$	弱い正の相関がある	8	(3.70%)
	(小計)	(14)	
$-0.2 \leq r \leq 0.2$	ほとんど相関がない	53	(24.54%)
$-0.4 \leq r \leq -0.2$	弱い負の相関がある	54	(25.00%)
$-0.7 \leq r \leq -0.4$	負の相関がある	79	(36.57%)
$-1.0 \leq r \leq -0.7$	強い負の相関がある	16	(7.41%)
	(小計)	(202)	
	計	216	(1.00.00%)

図-2 自主運用開始以来の NOMURA-BPI と TOPIX の相関係数 (筆者試算)

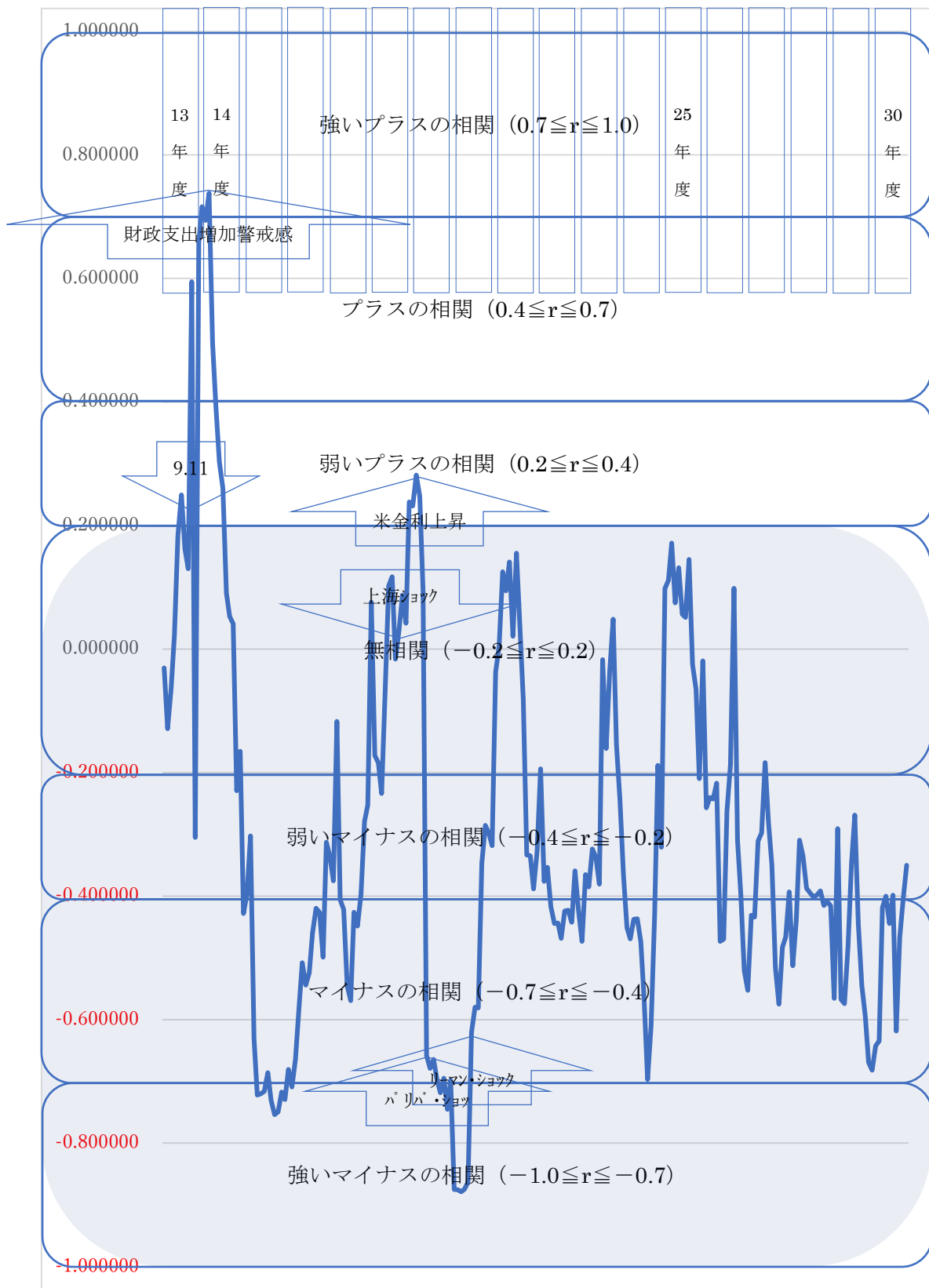


図-3 GPIF 設立以来の NOMURA-BPI と TOPIX の相関係数 (筆者試算)

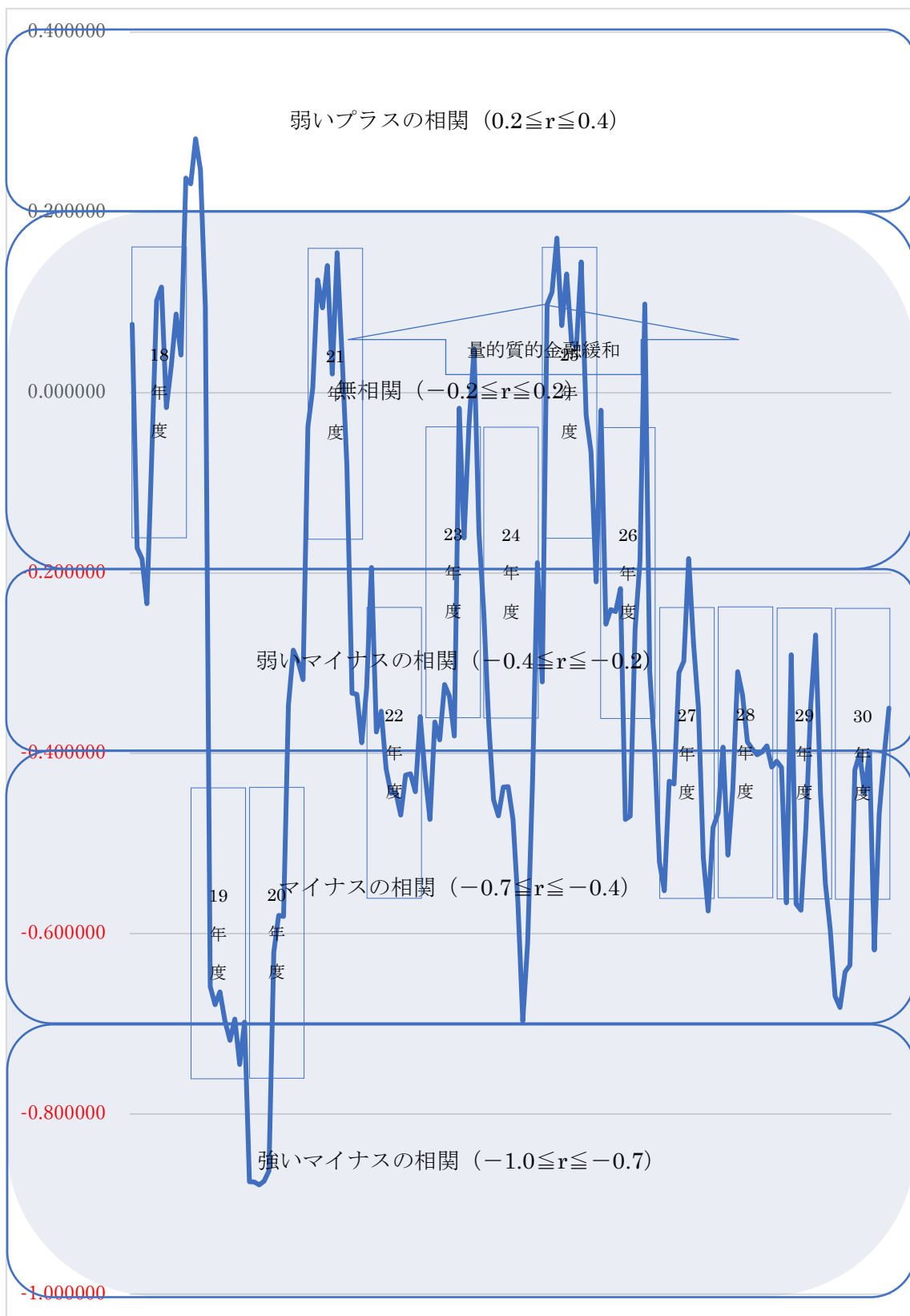
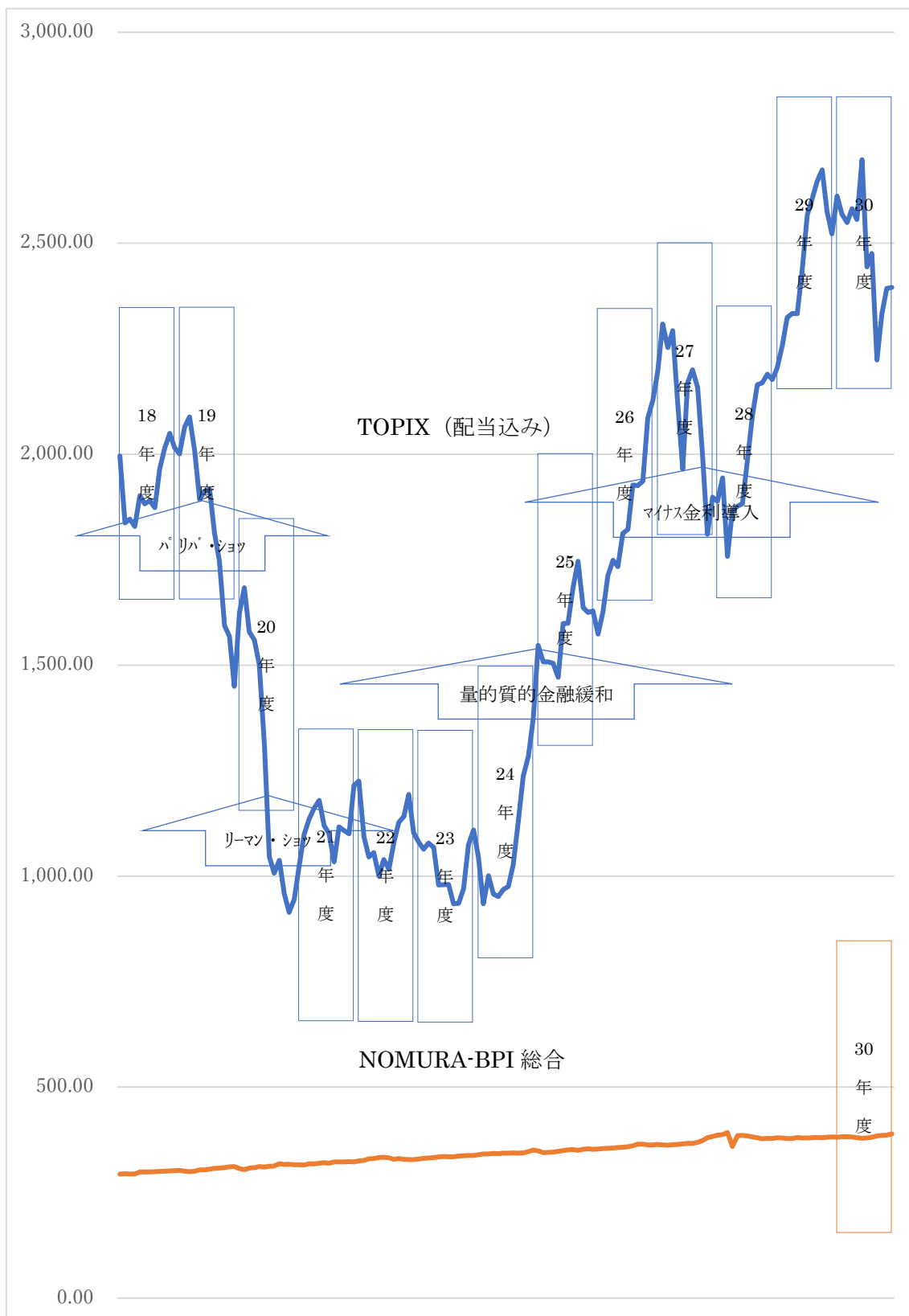


図-4 GPIF 設立以来の TOPIX (配当込み) と NOMURA-BPI 総合の推移 (筆者作成)



翻って、リーマン・ショック（2008年9月15日）を契機として、金融経済環境が大きく変動し、リスク資産が一斉に買われたり売られたりする傾向が顕著になったことから、資産間の相関の高まりが問題視された経緯がある。

たとえば、2013年4月15日掲載の日銀レビュー「リスク資産間のクロス・アセット相関の高まり」（金融市場局小林俊、中山興）は、こうした状況について理論的に整理した上で、「クロス・アセット相関の高まりには、リーマン・ショックや欧州債務危機といったマクロ的な不確実性の高まりが影響している可能性が示唆された。このほか、世界的な金融緩和の中で中央銀行にリスクが移転されていることや、新たな取引戦略およびリスク管理手法の変化、価格インデックスを参照する取引の増加なども、クロス・アセット相関の押し上げに影響している可能性が考えられる。」とした。

しかしながら、ここで留意しなければならないのは、クロス・アセット相関の高まりが観測されたのは、あくまでもリスク資産相互についてであり、リスク資産と安全資産すなわち国内株式と国内債券についての相関が高まったわけではない点である。

表-1に示すとおり、公的年金の自主運用が開始された平成13年4月から、今日までの18年間（216ヶ月間）について、NOMURA-BPI総合とTOPIX（配当込み）の、各々の過去1年間の月次リターンに基づく相関係数の分布を見てみると、強弱を含め相関関係（連動性）を観測することができたのは、18年間の216サンプルにおいて、14サンプルであり、パーセンテージにして6.48%に過ぎない。

したがって、216サンプル中の202サンプル、パーセンテージにして93.52%については相関関係（連動性）を観測できなかつたのであり、換言するとNOMURA-BPI総合とTOPIX（配当込み）のポートフォリオ運用には、分散効果があったことになる。

ちなみに、図-2において強いプラスの相関関係（連動性）が観測された2002（平成14）年5月は、前年に9.11同時多発テロが発生し、株価が低迷する中、わが国の財政支出の増加警戒感から、長期金利が上昇した時期であり、一時的現象であった。

また、2013（平成25）年4月4日に日銀が「量的・質的金融緩和」を導入して以降、アベノミクス相場で、国内株式と国内債券の逆相関が失われるとの観測レポートが出されたこともあった。

モーニングスターの2014年1月14日付アナリストの視点は、「アベノミクス相場で株価が上昇基調を強める中、相関係数はマイナスからプラスに転じた。（略）依然として高い連動性とは言えないものの、-1に近かつた2012年末に比べ分散効果は薄れて来た。」とした。

しかしながら、図-3に示すとおり、やはり一時的現象に過ぎなかつた。

図-4に示すとおり、NOMURA-BPI総合の値動きはTOPIX（配当込み）の値動きに左右されにくい。

したがって、国内株式と国内債券のポートフォリオ運用においては、株価下落局面で

は国内債券が下値抵抗力を発揮し、株価上昇局面では国内株式がパフォーマンスを牽引することになる。

まさしく、ポートフォリオ運用のメリットの「資産分散効果」である。

おって、GPIFの現行の基本ポートフォリオは、短期資産を除いた4資産で構成されているが、短期資産を含む5資産とした場合の「資産分散効果」について付言する。

GPIFが、平成26年10月31日に現行の基本ポートフォリオに変更をした際に、過去20年のデータを用いて推計したとして公表の相関係数は、つぎのとおりである。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
国内債券	1.00				
国内株式	-0.16	1.00			
外国債券	0.25	0.04	1.00		
外国株式	0.09	0.64	0.57	1.00	
短期資産	0.12	-0.10	-0.15	-0.14	1.00

短期資産と国内株式についての相関係数は、国内債券と国内株式のそれよりマイナス値が小さく、短期資産の分散効果は、国内債券よりも劣る。

そして、GPIFの最新の運用状況である「2018年度第3四半期運用状況」によると、年度ベースの収益率は、国内債券が0.36%、短期資産は、マイナス0.00%であり、第3四半期までの収益額は、国内債券が1,491億円である一方、短期資産は、マイナス4億円を計上している。

(3) 「監督」の履行状況について

したがって、マイナス金利対応として、年度計画を変更し、「国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用すること」として、国内債券の構成割合を、基本ポートフォリオの乖離許容幅の下限を超えて、さらに引き下げることを想定する場合には、ポートフォリオ管理(マネジメント)の視点から、マイナス金利を忌避して期待収益率の低下を抑制するメリットと、「資産分散効果」を損なうことになるデメリットとについて、比較衡量の必要がある。

では、経営委員会は、その職務である「監督」、すなわちGPIFの役員の職務の執行についての合目的性を監視し、必要に応じて指示、命令をする観点から、かかるメリットとデメリットについて十二分に比較衡量のうえ、「国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用すること」が妥当と結論付けたのであろうか。

審議の状況について議事概要を確認のこととする。

おって、長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行うことを旨とする、GPIFの事務・事業において、合目的性とは、基本ポートフォリオの属

性であるリスク・リターン特性を確保することである。

GPIFは、平成30年9月18日に、「平成30年度計画の変更について」を議決事項として、第14回経営委員会を開催し、平成30年度計画の変更について、議決を行い、出席した9名の全委員が賛成し、承認をしたが、これに先立ち、平成30年7月31日に、「乖離許容幅管理について」を審議事項とする第13回経営委員会を開催し、理事長が、国内債券について「通常の投資行動の中で乖離許容幅管理に少しアローワンスをいただくという方向で検討していただきたい。」と計画の変更に繋がる発議をした経緯がある。

第13回経営委員会における質疑の概要は、つぎのとおりである。

第13回経営委員会議事概要（平成30年7月31日）抜粋（下線筆者）

審議事項

「乖離許容幅管理について（2）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 いろいろな評価基準があると思うが、現場で対応されている方の意見を伺いたい。

理事長 国内債券の投資環境で、機械的に投資するののかについては、内部でも随分検討した。

基本ポートフォリオを変えるのか、ルールそのものを変えるのかについては、あと1年半経つと次の基本ポートフォリオの策定があるので、その議論に委ねる部分は委ねて、あと1年半をどうこらえるかということに集中する。通常の投資行動の中で乖離許容幅管理に少しアローワンスをいただくという方向で検討していただきたい。

委員 理事長のご発言は非常に適切だと思う。

委員 私もそのとおりだと思う。専ら被保険者にとって利益にかなうのかという観点からすると、特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として認めることを中心に考えるべきだと思う。ただ、いつまでやるのかという期間については共通認識に立っておくべきだと思うし、仮に乖離許容幅の下限に達した場合には、透明性ということからも、社会保障審議会の関連部会に報告することが必要ではないかと思う。

委員 規範的な面から意見を言うと、結論は同じだが、説明ぶりはきちんと整理したほうが良いと思う。基本ポートフォリオが守るべきルールであるならば、それを簡単に変えるというのはおかしいし、例外が恒常的にあるのもおかしいと思う。したがって、特殊状況下での、緊急避難的な、あるいは時限的な対応なのであるという整理をすべきではないか。当然ながら特殊状況が解消されたらと

きには原則に戻るという考え方に基づいて当面は対応するという事ではないかと思う。

執行部 規範的なところについては、本来であれば基本ポートフォリオを定めている中期計画を変更して、例外的な取り扱いをすべきではないかという意見もあったが、厚生労働省とも相談をして、今回は、各委員からご発言があったように、時限的あるいは一定の条件下で、例外的な取り扱いをするものである。

恒久的な措置でないのであれば、例えば年度計画は毎年経営委員会の議決を経て厚生労働大臣に提出するので、年度計画の中で例外的な取り扱いを位置づけることもできる。今回はマイナス金利下である、あるいはキャッシュインが非常に大きく発生するという特殊状況下で生じている問題でもあり、キャッシュアウトの状況等を年度単位でモニターするので、年度計画で例外的な取り扱いをするというやり方があるのではないかと厚生労働省とも相談をしている。もしその方向性でよろしければ、次回以降に経営委員会で具体的な年度計画の変更案を議論いただきたい。

委員 とりあえず次のところまでのものは、基本を変えるのではなくて例外的にしたほうがいいのではないかと思う。合理的に考えれば、次の中期計画にあわせて、もう一回市場の方向感がきちんと定まったときに決めればいいのではないかと思う。

委員 大きな方向感においては合意があったと思う。特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として認める、具体的には執行部から発言があったように、年度計画の修正という対応をする。執行部に具体的な案をつくってもらい、次回の経営委員会で決めたいと思う。

以上のとおり、まことに残念ながら、経営委員会における審議の内容は、計画の変更のための手続論に終始しており、ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点から、国内債券の構成割合を、乖離許容幅の下限を超えて、さらに引き下げた場合における、期待収益率の低下を抑制するメリットと、「資産分散効果」を損なうことになるデメリットとについて、比較衡量した事実の記載は見当たらない。

なお、マイナス金利対応としての乖離許容幅管理については、上記のほかに、平成 30 年 9 月 18 日に開催した第 14 回の経営委員会議事概要に、報告事項として若干の質疑の記載があるが、やはり、かかるメリットとデメリットについて、比較衡量した事実の記載は見当たらない。

したがって、経営委員会は、その職務である「監督」を履行することなく、全会一致で平成 30 年度計画の変更を承認した可能性が高く、**GPIF**の自律的な**PDCA**サイクルの**Check**のフェーズは、**マイナス金利対応としての乖離許容幅管理**についても、有効に機能していないことになる。

ちなみに、経営委員会は、平成30年4月26日に開催した第9回の委員会において、基本ポートフォリオの定期検証の結果を踏まえ、10名の全委員の賛成により、平成26年10月以来の基本ポートフォリオについて、変更することなく、承認したが、今回の定期検証において、現在の市場環境を反映するように前提条件を変更のうえ導き出した、基本ポートフォリオの属性は、名目リターンが、4.42%であり、標準偏差（リスク）が、12.24%である。

基本ポートフォリオの国内債券の構成割合は、35%であるが、マイナス金利対応としてあえて15%にまで引き下げるとともに、短期資産を20%とした場合のポートフォリオの属性について試算して見ると、名目リターンは、4.30%になり、標準偏差（リスク）は、12.43%になる（その他詳細拙稿平成30年12月26日付調査研究レポート「GPIFのPDCAサイクルは機能しているか（実施編）」をご参照）。

	基本ポートフォリオ	マイナス金利対応
国内債券	35%	15%
短期資産	—	20%
名目リターン①	4.42%	4.30%
標準偏差②	12.24%	12.43%
①/②	0.361	0.346

リターンが下がったにもかかわらず、リスクが下がらないのは、「資産分散効果」が損なわれるからである。

4. 問題の解決ではなく規程の整備に偏った審議事項

(1) 経営委員会とは

GPIFは、「平成29年度業務概況書」69頁に項番2組織・内部統制体制と題し、経営委員会および監査委員会の設置によるガバナンス改革について、つぎのとおり説明を施している。

平成29年度業務概況書69頁項番2組織・内部統制体制（下線筆者）

2016（平成28）年12月に、公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律が公布され、その一部施行により、国民から一層信頼される組織体制の確立を図り、年金積立金をより安全かつ効率的に運用する観点から、管理運用法人法が2017（平成29）年10月に改正されました。この法改正により、管理運用法人に、「独任制から合議制への転換」、「意思決定・監督と執行の分離」を目的として、経営委員会及び監査委員会が新たに設置されました。

同改正以前、管理運用法人では、独立行政法人通則法に基づき、理事長が「法人

の長」として法人を代表し、その業務を総理することとされており、理事長が法人のすべての意思決定に責任を持ついわゆる「独任制」が採られていました。理事長の下には、外部有識者で構成する「運用委員会」が設置され、基本ポートフォリオを含む中期計画の作成・変更といった重要事項は、運用委員会の議を経ることとされていましたが、この運用委員会の位置付けはあくまで理事長の諮問機関に留まっていた。

これに対し、同改正に基づく新たなガバナンス体制では、経済、金融、資産運用、経営管理その他の管理運用法人の業務に関連する分野に関する学識経験又は実務経験を有する専門家9名と理事長の合計10名によって構成される経営委員会が、審議の上、管理運用法人法第5条の3第1項第1号に基づく「議決」を通じ、重要な意思決定を行うこととなりました。すなわち、経営委員会は従前の運用委員会とは異なり、管理運用法人の重要な方針に係る意思決定を自ら行うこととなります。経営委員会が行う「重要な意思決定」には、基本ポートフォリオ・中期計画の作成のほか、年度計画の作成、業務概況書の作成、組織や定員に関する重要事項の決定、理事の任命に際しての同意などのような管理運用法人の運営に関わる重要事項が含まれています。また、経営委員会は、同項第2号に基づき、理事長以下の役員の職務の執行を監督することとされています。

経営委員のうち3名が監査委員（1名が常勤）を兼務して監査委員会を構成し、管理運用法人法第5条の9第1項の規定により読み替えて適用する独立行政法人通則法第19条第4項に基づき、管理運用法人の業務を監査するほか、管理運用法人法第5条の9第2項に基づき、経営委員会の定めるところにより、理事長又は理事による管理運用業務の実施状況の監視を行うこととされています。

理事長は、このような経営委員会等の監督、監視の下、同法第7条第1項に基づき、管理運用法人を代表し、経営委員会が定めたところに従い、その業務を総理します。

このような新たなガバナンス体制の下で、管理運用法人が適切に業務を遂行し、国民の皆様からより一層の信頼を得ることが求められています。

（2）審議事項の偏り

すでに述べたとおり、経営委員会の職務には、「議決」と「役員の職務の執行の監督」の二つがあり、両者は法律上、別の職務である。

「議決」はすなわち意思決定であり、「監督」は、役員の職務の執行の合目的性を監視し、必要に応じて指示、命令などを行うことである。

ガバナンス強化の観点から「議決」も「監督」も、経営委員会の重要な職務であるが、「監督」は、GPIFが自律的に継続的改善のPDCAサイクルを回すうえで必要不可欠な、正しくドライバーである。

ところで、経営委員会が設置された平成 29 年 10 月から今日（平成 31 年 3 月）までの、議事次第に基づいて、経営委員会における審議事項を洗い出して見ると、つぎの表-2 のとおりである。

表-2 経営委員会における審議事項

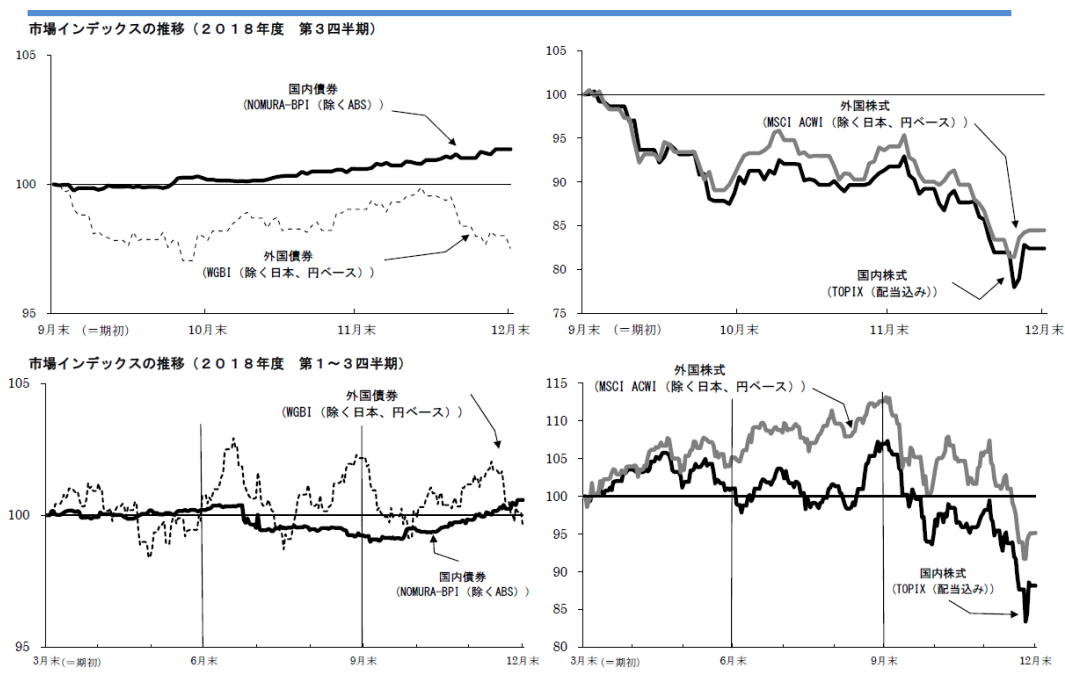
経営委員会	審議事項
第 1 回(H29.10.1)	
第 2 回(H29.10.2)	コンプライアンスに関する主な規程について
第 3 回(H29.11.1)	コンプライアンスに関する主な規程について 2
第 4 回(H29.12.15)	管理運用業務の議決事項の整理
第 5 回(H30.1.22)	インハウスでのデリバティブ取引について
	オルタナティブ投資に係る IPS スキームの取り組み
	管理運用業務の議決事項の整理 2
第 6 回(H30.2.19)	
第 7 回(H30.3.14)	業務方法書の変更について
	平成 30 年度計画(案)について
第 8 回(H30.3.30)	基本ポートフォリオの定期検証について
第 9 回(H30.4.26)	
第 10 回(H30.5.28)	平成 29 年度業務概況書(案)
第 11 回(H30.6.18)	平成 29 年度業務実績評価について(案)
	平成 29 年度業務概況書(案)
	平成 29 事業年度、会計に関する重要事項について(案)
第 12 回(H30.6.28)	
「平成 29 年度業務概況書」公表《超過収益率-0.37%》(H30.7.6)	
第 13 回(H30.7.31)	乖離許容幅管理について
日銀、金融政策修正（長期金利の変動容認）(H30.7.31)	
第 14 回(H30.9.18)	
平成 30 年度計画の変更に係る高橋理事長コメント(H30.9.26)	
第 15 回(H30.10.15)	現行規程の点検プロジェクトの実行
第 16 回(H30.11.19)	投資判断用データの収集・活用について
	現行規程の点検プロジェクトの実行 2
第 17 回(H30.12.17)	現行規程の点検プロジェクトの実行 3
第 18 回(H31.1.21)	現行規程の点検プロジェクトの実行 4・2
	現行規程の点検プロジェクトの実行 5
	業務方法書の変更について

	投資判断用データの収集・活用について 2
第 19 回(H31.2.15)	現行規程の点検プロジェクトの実行 6
	現行規程の点検プロジェクトの実行 7
	平成 31 年度委託調査研究計画(案)
第 20 回(H31.3.7)	平成 31 年度計画(案)について
	現行規程の点検プロジェクトの実行 8-2
第 21 回(H31.3.29)	元号改正に伴う関係規程の整備等

杞憂かもしれないが、経営委員会の関心が、GPIF の役員がその職務の執行において、まさしく現在直面している問題を解決することよりも、現行規程の点検プロジェクトなど、「議決」のための規程の整備、言わばあるべき姿の追求に偏っており、「監督」が疎かになっているように見受けられる。

GPIF が平成 30 年度計画を変更した後、市場環境が大きく変化をし、平成 30 年度第 3 四半期の運用実績が 14 兆 8,039 億円のマイナスと、四半期ベースで過去最大の赤字額を記録したにもかかわらず、その間に開催の経営委員会において、ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点から、GPIF の役員の職務の執行の合目的性を監視し、指示、命令などをした事実を確認することが出来ない。

GPIF2018 年度第 3 四半期運用状況（速報）抜粋



(3) ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点からの審議不足

では、なぜに「監督」が疎かになるのか。

平成26年10月15日に開催された第26回社会保障審議会年金部会の席上、厚生労働省の大臣官房参事官（資金運用担当）が、GPIFのガバナンス体制についての検討課題として、つぎのように述べた経緯がある。

第26回社会保障審議会年金部会議事録（平成26年10月15日）抜粋（下線筆者）

○大臣官房参事官（資金運用担当）運用担当の参事官、森でございます。

資料3「GPIFのガバナンス体制」をよろしくお願いします。

「GPIFのガバナンス体制についての検討課題」でございます。

(略)

私どもでつくった表でございますが、13ページ「年金積立金運用のあり方と専門性」というものがどのようなイメージになるかということをつくってみました。

あえて言えば、左下の丸というのが今のGPIFの立ち位置でございますけれども、一番下、ポートフォリオの関係でございます、運用実績の9割は基本ポートフォリオによって説明されるといっていますが、この戦略的ポートフォリオ、これはそのポートフォリオの割合というのを機械的にある程度ずっと維持していく。それよりももっと乖離許容幅等を利用しまして、柔軟にポートフォリオを動かしていくという形ですと、よりポートフォリオ管理の専門性が高まる。

もしくは「運用対象・手法に関する専門性」、斜めでございますけれども、市場に応じてパッシブ運用を行うよりは、市場の動向を見つつアクティブ運用をやっていくとするとより専門性が高まる。もしくは市場性のある資産からなかなか売り買いしにくい流動性の低い資産という形で運用対象を変えていくとなると、それなりの専門性が必要、また、GPIFは委託運用が中心と先ほど申しましたが、自家運用に変えていくということになりますと、やはりファンドマネジャーとかという形で、運用方式に適した専門性が必要になるということ整理してみました。

(略)

すなわち、年金積立金の運用において自家運用と、委託運用とでは、求められる「運用方式に適した専門性」が異なる。

また、市場性のある資産と、流動性の低い資産とでは、求められる「運用対象に関する専門性」が異なる。

さらに、パッシブ運用と、アクティブ運用とでは、求められる「手法に関する専門性」が異なる。

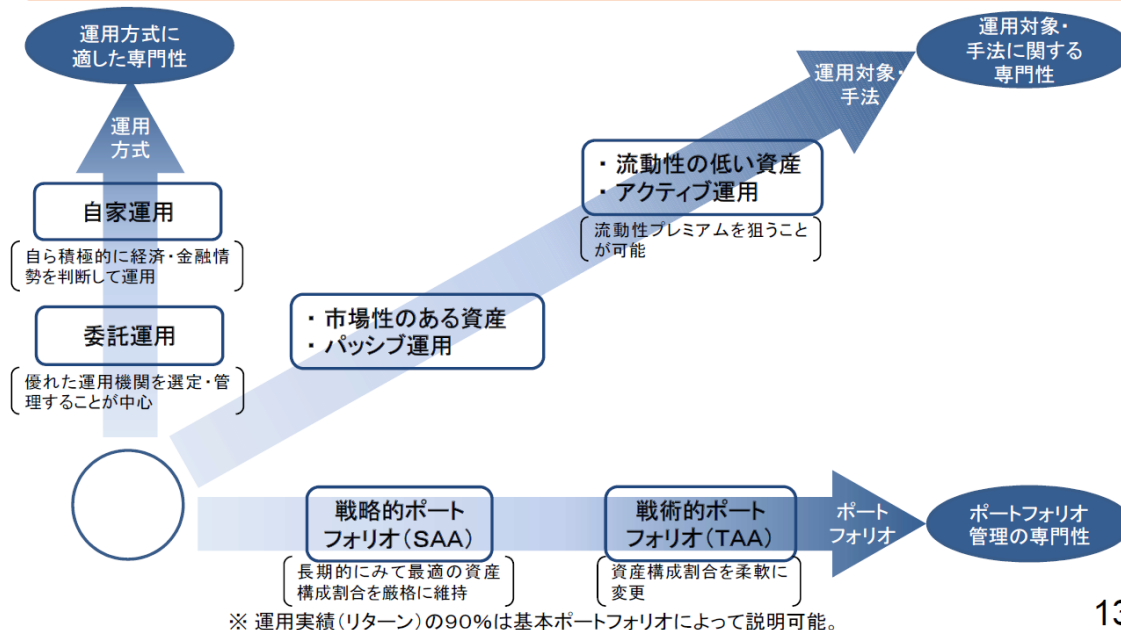
戦略的ポートフォリオと、戦術的ポートフォリオとでは、求められる「ポートフォリ

オ管理（マネジメント）の専門性」が異なる。

第26回社会保障審議会年金部会資料（平成26年10月15日）抜粋

5. GPIFガバナンス強化の視点 －年金積立金運用のあり方と専門性(イメージ)－

○ 運用方式や運用対象・手法、ポートフォリオ管理方法等によって、求められる専門性は異なり、それに応じたガバナンス体制の検討が必要。



13

事ほど左様に、年金積立金の運用のあり方によって、求められる専門性は異なり、それ故に年金積立金の運用のあり方に応じてきめ細かく、ガバナンス体制を構築して運用する必要がある。

まことに残念ながら、これまで開催された経営委員会においては、ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点からの審議が不足しており、それ故に、複合ベンチマーク対比のパフォーマンス、あるいは「資産分散効果」に思いが至らず、「監督」が疎かになったのではないだろうか。

平成30年12月17日に開催された第17回経営委員会の議事概要の中に、注目すべき発言があった。

現行規程の点検プロジェクトの実行に係わる審議における質疑として、つぎのとおり「（略）この投資をやるべきだ、やるべきではないという議論は投資委員会に差し戻せばよいのではないかと、委員自らは、投資についての意思決定には、一切関与しないとの趣旨と解される発言である。

第17回経営委員会議事概要（平成30年12月17日）7頁抜粋（下線筆者）

委員 投資委員会の位置づけやミッションをはっきりさせなければならないと思う。理事長は執行会議の議長ではなく、執行の最高責任者であり、GPIF の経営に責任を持つ最終責任者なので、責任はそれ相応に負わなければならない。投資委員会は、GPIF 中の決定機関なのか、諮問機関なのかといえば、理事長の意思決定に対する諮問機関であり、拘束規定があるというのは理解ができない。

理事長と他の理事の意見が投資委員会で分かれて、最後まで決まらないというものは、どちらも大きなリスクがあると思うので、それについて議論を深めるしかないのだろうと思うが、それでも、やはりこれはやるべきだということを決める、決めないというのは、理事長の総理する責任だと思う。

最後にこのリスクをどうとるかについては、その議論の過程では経営委員会で出てくるべきものだが、経営委員会あくまでもガバナンスの面から評価をするものであり、この投資をやるべきだ、やるべきではないという議論は投資委員会に差し戻せばよいのではないか。

そもそも、経営委員会および監査委員会は、意思決定・監督と執行の分離を目的として設立されたはずであり、かかる発言には違和感を禁じ得ない。

「この投資をやるべきだ、やるべきではないという議論」を、経営委員会が執行部に差し戻してしまっていて、意思決定と執行の分離は成り立つのか。

何のための経営委員会なのか。

当該委員には、ポートフォリオ管理（マネジメント）に取り組む主体性が無く、かかる発言に至ったものと思われる。

長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行うことを旨とする GPIF の事務・事業において、根幹をなす専門性は「ポートフォリオ管理の専門性」であり、経営委員会においては、ポートフォリオ管理（マネジメント）の観点から審議を尽くす必要がある。

それ故、今日の混乱を招いている原因は、ポートフォリオ管理（マネジメント）の観点からの審議不足であると思われる。

5. まとめ

① 監督とは

GPIF の経営委員会の職務は、「議決」と「監督」である。

換言すると、「意思決定」と「監督」である。

経営委員会および監査委員会は、平成 29 年 10 月の法改正により、ガバナンス強化の観点から、意思決定・監督と執行の分離を目的として、設置されたものである。

GPIF の自律的な PDCA サイクルを有効に機能させるためには、経営委員会が、その職務である「監督」の履行に、十二分に意を用いる必要がある。

すなわち、「監督」とは、経営委員会が、GPIF の役員の職務の執行について合目的性を監視し、必要に応じて指示、命令をすることである。

② 業務実績の評価について

たとえば、業務実績の評価について、であれば、経営委員会は「監督」の履行として、KPI（重要業績評価指標）である複合ベンチマーク対比のパフォーマンスの測定結果に基づき、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因を分析のうえ、GPIF の役員の職務の執行について課題・問題点を洗い出し、必要な改善策あるいは是正措置を指示する必要がある。

ところが「平成 29 年度業務概況書」および「平成 29 年度業務実績報告及び自己評価書」の案文について審議をした、第 10 回および第 11 回の経営委員会議事概要には、「監督」の履行に該当する事実の記載が無い。

平成 29 年度の複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、マイナス 0.37%と不本意な結果に終わり、GPIF は、自ら業務概況書および自己評価書において、不本意な結果に終わった要因の一つとして、「投資判断」を明記したにもかかわらず、かかる議事概要には、ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点から、GPIF の役員に対し、「投資判断」について問い質し、課題・問題点を洗い出した後、是正措置について審議をした事実の記載は無いのである。

③ 乖離許容幅管理について

つぎに、マイナス金利対応としての乖離許容幅管理について、であれば、経営委員会は「監督」の履行として、国内債券の構成割合を基本ポートフォリオの乖離許容幅の下限よりも引き下げることの妥当性について、ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点から、期待収益率の低下を抑制するメリットと、「資産分散効果」を損なうこととなるデメリットとについて、比較衡量の必要がある。

ところが、「国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用すること」について審議をした第 13 回の経営委員会議事概要に、かかるメリットとデメリットとについて審議をした事実の記載は無い。

もとより、リスク対応策、あるいはロスカット・ルールを指示した事実の記載も無く、あるのは、手続き論ばかりである。

ポートフォリオ運用において、国内債券に資産配分する目的は、期待収益率の確保と、「資産分散効果」である。

したがって、国内債券と国内株式のポートフォリオ運用の分散効果について何ら検証することなく、ただ単にマイナス金利を忌避し、国内債券の構成割合を引き下げるこ

とは、基本ポートフォリオにおいて想定した「資産分散効果」、延いては GPIF の事務・事業の目的であるリスク・リターン特性を損なうリスクがある。

翻って、GPIF は、そのホームページにおいて数ページに亘り、「分散投資の意義」を説いているのであって、経営委員会における乖離許容幅管理についての審議のあり方は、かかるアナウンスメントと相容れない。

④ ポートフォリオ管理の視点からの審議不足

以上のとおり、GPIF の自律的な PDCA サイクルにおいて、経営委員会による Check は、有効に機能しているとは言い難い。

では、何故に、このような機能不全が起きてしまうのか。

ガバナンス体制の整備に前向きに取り組んできた大企業において起きた、過去の失敗事例から、学ぶ必要があるのではないだろうか。

「仏作って魂入れず」の教訓である。

意思決定・監督と執行の分離により、GPIF のガバナンスについてそのフレームワークは強化された。

しかしながら、フレームワークに加えて強化すべきは、GPIF の事務・事業である年金積立金の運用において求められる専門性と、それに応じた審議のあり方であり、対応が不十分な場合には、ガバナンスは機能しないことになる。

年金積立金の運用において求められる専門性は、運用方式や運用対象・手法、あるいはポートフォリオ管理（マネジメント）方法などによって異なることから、審議のあり方は、それらに応じたものでなければならない。

長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行うことを旨とする GPIF の事務・事業において、取り分け重要な専門性は、「ポートフォリオ管理の専門性」であり、経営委員会においては、ポートフォリオ管理（マネジメント）の視点から審議を尽くす必要がある。

上記のとおり、今日経営委員会は、GPIF の政策すなわち基本ポートフォリオは妥当であるとする一方、政策と役員の職務の執行の不一致について容認する結果となっている。

このような不合理は、早急に是正措置を講ずる必要があるが、経営委員会は、有効な指示、命令をしていない。

かかる今日の混乱は、まさしくポートフォリオ管理（マネジメント）の視点からする審議の不足が、原因であると思われる。

GPIF の事務・事業に係わるすべての関係者は、ポートフォリオ運用において、最大のリスクは、市場の動向などではなく、政策と執行の不一致である点に、今一度思いを致す必要がある。

⑤ 対応策

かかる状況を打開するうえで、何よりも重視すべきは、公的年金の自主運用開始以来、一貫してポートフォリオ管理（マネジメント）の基礎を築いて来た、現場の知識および経験の活用である。

平成 29 年度末時点において、GPIF には 45 名の証券アナリスト有資格者が在籍している。

今日の混乱を解消するとともに、この後、GPIF の自律的な PDCA サイクルを有効に機能させるためには、現場の知識および経験を活用する、“現場主義”の導入が、急務であると思われる。

ただし、「監督」すべき立場に、執行部門から登用したのではお手盛りになってしまうことから、工夫が必要である。

（付記事項）

本稿のシリーズは、独立行政法人制度の枠組みにおいて、執行機関である GPIF の単年度の評価、あるいは PDCA サイクルの有効性について論じるものである。

また、本稿は、GPIF の政策である基本ポートフォリオの妥当性について論じたものではなく、経営委員会が、政策は妥当であるとしながら、政策と異なる役員の職務の執行を容認することの矛盾について論じたものである。

留意すべきは、基本ポートフォリオからの乖離は、上方であれ下方であれ、いずれも基本ポートフォリオが想定のリスク・リターン特性を損なうリスクがある点である。

おって、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではありません。

以上

《参考文献》

- GPIF 中期目標（第 1 期）
- GPIF 平成 30 年度計画
- GPIF 平成 31 年度計画
- GPIF 平成 29 事業年度事業報告書
- GPIF 「平成 27 年度業務概況書」
- GPIF 「平成 29 年度業務概況書」
- GPIF 「平成 29 年度業務実績報告及び自己評価書」
- GPIF 第 10 回経営委員会議事概要（平成 30 年 5 月 28 日）
- GPIF 第 11 回経営委員会議事概要（平成 30 年 6 月 18 日）
- GPIF 第 13 回経営委員会議事概要（平成 30 年 7 月 31 日）

- GPIF 第 14 回経営委員会議事概要（平成 30 年 9 月 18 日）
- GPIF 第 17 回経営委員会議事概要（平成 30 年 12 月 17 日）
- GPIF「平成 30 年度計画の変更に係る高橋理事長コメント」（平成 30 年 9 月 26 日）
- GPIF2018 年度第 3 四半期運用状況（速報）
- GPIF ホームページほか公表資料
- 厚生労働省告示第 183 号「厚生保険特別会計の年金勘定に係る積立金及び国民年金特別会計の国民年金勘定に係る積立金の運用に関する基本方針」
- 厚生労働省第 5 回社会保障審議会年金資金運用分科会資料
- 厚生労働省第 6 回社会保障審議会年金資金運用分科会資料
- 厚生労働省第 26 回社会保障審議会年金部会議事録（平成 26 年 10 月 15 日）および資料
- 厚生労働省第 1 回社会保障審議会資金運用部会議事録（平成 29 年 4 月 21 日）
- 厚生労働省第 2 回社会保障審議会資金運用部会議事録（平成 29 年 5 月 12 日）
- 厚生労働省ホームページほか公表資料
- 行政改革推進会議「特別会計に関する検討の結果の取りまとめ（案）」（平成 28 年 11 月 28 日）
- 総務大臣決定「独立行政法人の評価に関する指針」（平成 26 年 9 月 2 日）
- 有斐閣法律用語辞典（法令用語研究会(内閣法制局)編集執筆）
- 大和銀行企業年金ノート「公的年金の自主運用について」（2001.5.No.397）
- 日銀レビュー「リスク資産間のクロス・アセット相関の高まり」（2013 年 4 月 15 日）
- モーニングスターアナリストの視点（2014 年 1 月 14 日）
- 野村証券金融工学研究センターNOMURA-BPI 日次投資収益指数およびポートフォリオ指標
- 野村証券金融工学研究センターNOMURA-BPI マンスリーレポート
- 野村証券金融工学研究センターホームページほか公表資料
- 日本取引所グループ統計月報
- 日本取引所グループホームページほか公表資料

《参考資料》

第10回経営委員会議事概要（平成30年5月28日）抜粋

審議事項

「平成29年度業務概況書（案）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 スチュワードシップ責任やESGに関する活動の項目が、パフォーマンスなどの客観的な数値情報の項目の途中に入っていることに違和感がある。まずは必要な数値情報を並べたほうがよいのではないかと。

理事長 数字の実績は実績で固めて、定性的な部分もあるスチュワードシップなりESGは、その後には置いたほうがわかりやすいのではないかとのご指摘かと思うが、その順番で検討したい。

委員 ページ数はどのくらいリジッドに考えなければいけないのか。全体を読んで、バランスを見て、またそこで議論するということか。バランスをとって、減らすとすればどの辺かなという目で見るということでよいのか。

執行部 ページ数は無尽蔵に増やせるわけではない。実物を見ないと重複感などは分らないかもしれない。今のところは一杯ですというところである。

委員 予定していたページ数を超えているということなら、その他の項目のページ数を削れないか。

理事長 内部の打ち合わせでは、用語の解説などはホームページをご覧くださいとするなどいろいろアイデアも出しているが、それでよいかも含めてまたご議論いただきたい。

委員 ページ数に制約があるとのことだが、それはお金の面なのか、それとも読みやすさの面なのか。

執行部 予算上の制約である。

理事長 例えば銘柄開示はホームページを見ればすべてわかるようになっているので、ホームページとの役割分担を考えて、ご指摘のように減らす部分を考えていくことは非常に大切なことだと考えている。

委員 実際に分析する人は、データをダウンロードして分析するので、紙媒体で情報を提示するよりも、エクセルなどでダウンロードできるようにホームページに載せたほうが、最終的にはユーザーにとってのサービスとなるのではないかと。

委員 基本ポートフォリオの定期検証の積立金見込みのグラフについては、業務概況書には一番重要な標準シナリオを1つだけ載せればよいのではないかと。

委員 業務概況書は法令上の要請なのか。

執行部 年金積立金管理運用独立行政法人法第26条において、財務諸表の提出後遅滞なく当該事業年度における年金積立金の資産の額及びその構成割合並びに運用収入の額その他厚生労働省令で定める事項を記載した業務概況書を作成し、これを公表しなければならないとされている。

その他厚生労働省令第18条において、業務概況書の記載事項が定められている。

委員 第18条第4項のその他管理運用に関する重要事項というところで読むことが結構多いということですね。

執行部 3年前までの業務概況書で法令の要請は十分果たしていたという認識であり、それ以降に足してきた部分に関しては、GPIFとして自ら進んで透明性を向上してきたという経緯があると思っている。

委員 いろいろと検討すると内容が増えてしまうので、どれをホームページで開示するかをきちんと決めないといけない。

また、独立行政法人の財務会計基準の改正の議論の中で事業報告書もこれまでの形式的なものから意味のあるものにする方向で議論が進んでおり、今後かなり事務が増える可能性があるので、作業を効率化してなるべく早く情報開示ができるようにしたほうがよいのではないか。

執行部 広報のあり方にもつながるが、業務概況書にどのような性格を持たせるかについては、以前は業務概況書1冊ですべてわかるというものだったかもしれないが、今はホームページもあるので、そういった役割も含めて考えていきたい。

委員 内容を入れ替えすぎると、定点観測として継続性のある資料にならない。資料価値が高いものなので、何年からこの資料が落ちている、この表が落ちているなど、慎重に検討してほしい。

第 11 回経営委員会議事概要（平成 30 年 6 月 18 日）抜粋（下線筆者）

審議事項

（2）「平成 29 年度業務概況書（案）」

審議事項（1）に先立ち、審議事項（2）について、審議することとした。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 ショートターミズムに関して、GPIF が超長期投資家であるということは十分理解しているが、例えば短期の利益を目的にするネットトレーダーなどがよくないということではないと思う。短期投資家にも流動性の提供とか、市場の効率性の向上などの存在意義があるので、そういうものはよくないという書き方はいかがなものかと思う。

執行部 もちろん、そういうプレーヤーの存在を否定するものではないが、GPIF の資金を預かる運用会社はショートターミズムで運用してもらったら困るということであり、そこは明確に言いたいと思う。ショートターミズムの是正というところが、そもそもスチュワードシップ・コードの最初の目的の一つでもある。

理事長 少なくとも超長期投資家とユニバーサル・オーナーとしての取り組みは引き続き行っていく。

委員 スチュワードシップ責任と ESG 活動は、一緒にしたほうが良いのではないか。スチュワードシップ責任の中にも ESG の引用をされているが、別ですみたくない構成に違和感がある。

執行部 ESG とスチュワードシップは別々の章立てのままにさせていただきたいと思っている。

委員 スチュワードシップ活動の中で ESG にも取り組むというのが投資原則の中で書かれているので、スチュワードシップ活動の中の一つの項目として ESG の活動を書くほうが据わりがいい。

もう一つ、GPIF がユニバーサル・オーナーであるとの定義はあるのか、それはどのように定義されているのか。

執行部 SWFT の記事には、GPIF は「A universal owner in the truest sense」と書かれていた。教科書的にも、GPIF は最もユニバーサル・オーナーの定義に近いと思っている。

理事長 ESG で書き込もうとすると、基本的な考え方はスチュワードシップの中に入っているので、重複感が出てしまい、スチュワードシップで全部まとめると、今度は長過ぎてしまって ESG にスポットが当たらないみたいところで、事務局としての折衷案としてこのように記載している。

委員 スチュワードシップ責任と ESG 活動の関係が明確に書き込まれているので、ロジックはしっかり通っていると思う。その上で、ESG 活動について相当いろいろなことをやっていて、ハイライトしたいということだろう。

それから、ユニバーサル・オーナーについても、世の中的に相当定着していると考えれば、ここで言葉としてはっきり出すということで、慣用句として使われるような方向でやっていったらどうかと思う。

委員	アンケートの結果が出ているが、このパッシブは ESG インデックスではなくて、普通のマーケット・インデックス、つまり、マーケット・パッシブの話ではないかと思う。普通のマーケット・パッシブをやっている人が、気候変動とかダイバーシティとか不祥事とか資本効率に関心を持っているというのは本当なのか。
執行部	GPIF としては、私たちのパッシブマネージャーにアクティブオーナーであることを要請している。運用に関してはそうしたファクターを当然使っていないが、アクティブオーナーとして議決権行使やエンゲージメントを行うに際しては、重要な ESG 課題についてエンゲージメントしてくださいというスチュワードシップ原則で依頼をしている。その後パッシブマネージャーに、あなた方が思う重要な ESG 課題は何ですかと言ったら、これが出てきたということである。逆にアクティブにいわゆる ESG の ES のことがほとんど入っていないことについては、少し議論していかなければいけないと思っている。
執行部	「管理運用法人と主な海外公的年金との運用コスト比較」というコラムの有無等について、御意見をいただいている。
執行部	この図を最初につくったときの背景としては、GPIF は常に業界では手数料は安過ぎると言われている一方で、業務目標ではさらなるコストの引き下げが言われ続けており、GPIF のコストレベルはどのぐらいか、誰にも認識されていないというところがあった。このグラフからいろいろな議論が巻き起こるというようなことを期待してこのグラフをつくったところである。
委員	管理運用委託手数料の推移について、棒グラフが徐々に上がってきているが、これはどういう要因によるものなのかを説明しなくていいのか。
執行部	パフォーマンスがよくて運用資産残高が増えたため、それに応じて手数料額も増える等、幾つかの要因がある。
委員	要因については、主要なものだけでも書いたほうがいいのか。一番注目されるところで、幾らもうかっているかということと、幾らコストがかかっているかという 2 つだと思う。
執行部	私たちに与えられた中期目標でも、依然として、コストを抑えるようにとういプレッシャーがある。運用会社とはほかのところコミュニケーションできているので、一般の方々に対して、GPIF のコストは海外の年金に比べて低いということを言うことが必要だろうと思っている。
委員	うまくやっている、やっていないではなく、透明性を高めるために数値をきちんと説明してほしいという趣旨である。
委員	このグラフだけを見ると、ずっと右肩上がりで、平成 27 年度にジャンプしているのはすぐ目につくので説明を加えてはどうか。その上で、海外の公的年金との比較についても記載すれば親切なのではないか。
執行部	運用コストを海外の年金と比較したコラムの扱いは。
委員	これはこれでも構わない。現在のものにプラスして収益率の比較もうまく書ければいいと思うただけであるが、難しいのであれば、無理は言わない。

執行部	運用コストだけでなく収益率も比較してはどうかという提案であるが、単純に GPIF とほかの海外の年金を比べて、収益率が GPIF のほうが低いと言われても、そもそも目標リターンが全然違うことは理解いただきたい。
委員	その点はコストの比較についても同じではないか。
委員	本コラムを出す意義を一般の人にわかりやすくもう一度説明してもらいたい。
執行部	手数料率は 0.03%でも手数料額が 487 億円だと聞くと、一般の方々は高すぎるのではないかと思われる。本コラムは、GPIF の運用コストは実は海外の年金基金に比べると非常に低く、その理由はパッシブ中心の運用を行っているとか、職員規模が小さいからであると説明することになり、一般の方々の納得感も得られるのではないかと考えたものである。
理事長	手数料のグラフは、継続性を原則に、その都度、こういう理由で増えましたという説明をしたほうが良いと思う。 コラムについても、継続性の観点から、削除するのは難しいがどのように説明、開示していくのかということも含めて課題として認識させていただきたい。
執行部	GPIF としてこういうコミュニケーションをしたいというのが明確に出ているものがコラムになったという背景がある。
委員	パッシブが多いなど若干説明を加えたほうがわかりやすい。来年以降もそのように説明を加えていけばよいのではないか。
(1) 「平成 29 年度業務実績評価について (案)」	
質疑等の概要は以下のとおりである。	
委員	<u>今回の業務実績の評価の中で、経営委員会とか監査委員会の活動をどう評価するかというのは大きなポイントではないか</u> と思っている。 少なくとも独立行政法人の中では業務運営について格段に透明性が高まった。単に法律が変わったというだけではなくて、現にそれをきちんとやっている。かつ、事務方も含めて、それは大変な努力をしてそういう実績を今形成している。そういうことを透明性の向上という観点からは少なくとも自信を持って言えるのではないか。これをどこかで評価できないものかという問題意識がある。 一つは、I-4 の「透明性の向上」で書けないかと考えたが、ここは非常に技術的な透明性の問題で、定義自体が枠をはめられている。 そうであれば、例えば I-1 「管理・運用の基本的な方針、運用の目標」で、単に制度が入ったことだけではなくて、透明性が高まったこと、さらに非常に画期的なことであり、しかもそれを努力を重ねて実現しているということを盛り込んでどうか。
執行部	比較の対象、120%と言っているのはどこかというところ、10月2日に変えた中期目標なり中期計画で想定している経営委員会のイメージから、法が想定した経営委員会より 2 割増し以上ということであれば、書くとしたら、I-1 のところになるかと思っている。

委員	<p>経営的に見ると、法律ができたということと、法律の趣旨を踏まえて実行するというのは全然別の概念である。文字どおり、字句に忠実に解釈すればそうかもしれないけれども、組織の実態からするとどうなのだろうか、そういうふうな解釈でいいのだろうかという気がする。</p> <p>業務概況書には新しく、経営委員会及び監査委員会の設置を中核とするガバナンス改革により管理運用人の組織運営の透明性の向上が図られていると記載しており、経営委員会としての自己判断としては、透明性の向上が図られていると判断しているということだ。</p> <p>それがこの基準に照らして本当にそうなのかという議論はまた別にあるとは思う。</p>
委員	<p>透明性の向上は A 評価でいいと思う。この経営委員会の役割などのさまざま取り組み、ESG に関するパフォーマンスなどがある。前回 A 評価が B 評価になった、理由がわかれば教えていただきたい。</p>
執行部	<p>独法評価は、目標があって、実績で A 評価を得るためにはそれを 120%以上達成しなければいけないとかなり厳しく言われている。</p> <p>昨年も、例えば透明性の向上については、全銘柄の公開というのは、イベントスタディーを行って、市場への影響に配慮しつつ、最終的には個別銘柄の開示までに至ったので、顕著な功績だろうということで A 評価を出したが、資金運用部会から言われたのは、GPIF が海外に先んじて最初にやったのかとか、海外に準じてというのであれば、それで果たして顕著な功績と言えるのかと、かなり厳しく言われた。</p> <p>これ以上は経営委員会で判断されることなので、議論していただきたいが、A 評価の場合にはかなり厳しく問い詰められることになる。</p>
委員	<p>目標とすべきデジタルな数字がないが、一体どうやって評価できるのか。</p>
執行部	<p>定量的な指標がない場合は、原則は所期の目標を上回る成果があると言える根拠、理由を明確に示す必要がある。</p>
執行部	<p>想定を上回れば A であるとする、GPIF が一昨年やったことは当初想定されている以上のことをやっているのだから 120%で出したのですけれども、足りないと言われて B になったという経緯がある。</p>
委員	<p><u>この作業によるアウトプットとかアウトカムというのは、役員の退職金評価のほかには、何も使われないのか。</u></p>
理事長	<p>国全体とすれば独立行政法人を横串で刺して、それぞれのパフォーマンスのでこぼこで測るというのはあると思う。</p> <p>評価委員会の目線は、横串を刺して全部の独立行政法人がきちんと機能を果たしているかどうかという観点からやっていることなので、制度そのものが役に立っていないということではないと思う。</p>
厚生労働省	<p>独立行政法人評価の場合は、いろいろな有識者も含めた資金運用部会という全くのオープンの中で、独立行政法人の 1 年間の業績についてアピールをして、それに対しての意見が来るものである。昨年の中では確かに透明性の向上のところについては、GPIF として大変進ん</p>

だと考えたものが余り評価されなかったという面もあるが、一方で、例えば ESG やスチュワードシップについては、当時、その場でもよくやっているという言葉が複数の委員から出ている。オープンの中で第三者的な評価を聞き、それを法人にフィードバックする、そういうプロセスでもある。

これまでも独法評価委員会の場で、こういう意見が出たというのを生かしていきたいという形で、業務運営の中に反映させて PDCA が進んでいる。

ただ、S、A、B、C の評価について、B という余り褒められていない感じがするので、何となく実感と合わない部分があるのだと思う。プロセスとしては経営委員会というものができたというのは非常に大きなポイントだと思うがそれと同じような意味で、資金運用部会で毎年 1 回評価するというプロセスが重要なものだと思っている。A なのか B なのかは別として、ぜひ評価委員会の場でよくアピールしてほしいということがあれば、そういう趣旨を執行部に伝えていただければと思う。

委員 今までこうだったものがこういう透明性が増したのだということが2つでも3つでも大きな項目としてあれば、それは透明性の向上において堂々と書けばよいが、何となく向上したのではないかという抽象的な概念ではなくて、数字としてどうなっているのかというものが無いと難しい。

執行部 透明性の向上というのは、運用手法とか、管理運用委託手数料とか、年度の業務概況書等の公開資料をより一層わかりやすくするとか、運用受託機関の選定等に関しては経営委員会の審議を経て議決するとかという意味での透明性という整理なので、今の議論の透明性の向上というのをここで読むというのはちょっと違うのではないかという気がする。

委員 結果を付度して自己評価をするべきものではないので、我々が経営委員会として自信を持った見解があるのであれば、それはきちんと書くべきである。
最終的な評価をどう判断するかというのはそれぞれ委員によって違うのだろうが、経営委員会の活動を「透明性の向上」の欄で読むのは難しいという説明があった。入れるとすれば I-1 の自己評価の説明のところで、「国民から一層信頼される組織体制の確立に努めた」の前に、問題提起としての意味を含めて「透明性の向上に努めつつ」という言葉を入れればよいのではないか。

執行部 IV-1 の「その他業務運営に関する重要事項」で、平成27年度にガバナンスが向上したのではないかと考え、GPIF が A で出したが、評価委員会で B になった。今年度はガバナンスが改善したと言えるのではないか。

委員 「その他業務運営に関する重要事項」については自己評価を A として出したい。I-1 はそのまま、文章は直すこととしたい。

委員 国家公務員倫理法上、義務づけられていない、努力義務になっていない委員に倫理規定を適用したなどの極めて厳しい対応をしていることは評価できるのではないかと思う。