

## 第12回経営委員会議事概要

1. 日 時：平成30年6月28日（木）9:15～11:00
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席委員等：・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員  
・小宮山委員 ・根本委員 ・堀江委員  
・高橋理事長
4. 議事概要  
議事に先立ち、議事概要（5月28日開催分）の公表について承認を得た。

### 【議決事項】

#### （1）「平成29年度業務実績評価について（案）」

平成29年度業務実績評価について、議決を行い、出席した9名の全委員の賛成により承認された。

#### （2）「平成29年度業務概況書（案）」及び（3）「保有全銘柄開示（平成29年度末時点）」

議決事項2及び3については、関連する事項であることから、まとめて説明し議決をとることで了承を得た。

平成29年度業務概況書（案）及び保有全銘柄開示（平成29年度末時点）について、議決を行い、平成29年度業務概況書（案）の修正内容の確認については委員長一任として、出席した9名の全委員の賛成により承認された。

委 員 全銘柄開示はいつから始めているのか。また、全銘柄開示に至った経緯を教えてください。

理事長 開示することによっていろいろな憶測を与えるのではないかという議論があったが、厚生労働省とも相談して、2年前から全ての銘柄を開示することになった。開示の仕方については、段階的に行うことし、2年前は、1年前の3月末のデータを開示して、その前後でマーケットに動きがあるかどうかを調査して、価格に影響を与えていないということを確認した。その半年後には、半年前のデータを開示して、もう一回調査をして確認し、3回目になる昨年は、3月末のデータを開示して、調査して影響がないことを確認した。

委 員 時価総額を開示しているが、例えば企業に対する影響力という意味では、持ち株比率を示した方がわかりやすいのではないか。

執行部 法案の審議の中でGPIFの透明性を高めるようにとの指摘があり、透明性を高めるために全銘柄開示を始めたが、先ほどの説明のとおり、マーケットインパクトがないように慎重に進めてきた。何を開示するのか、いろいろな議論があったが、

持ち株比率は、持ち株の分母をどれにするかなど数字を正確に出すのが難しいというテクニカルなハードルなどがあったため、議論を重ねた結果、時価総額を開示することになった。

委員 新聞などでは、日銀の持ち株比率がかなり大きい割合を占めているといった報道も出ている。

理事長 日本銀行の場合は、金融政策のためにETFの形で持っているものだが、GPIFの場合は、1つの目的でAという銘柄の株式を持っているわけではなく、いろいろなマネジャーがそれぞれの立場で運用として保有している株式の合計を出しているため、GPIFと日本銀行では、少し質が違うものだと思う。GPIFの側から持ち株比率を出すことが適当かどうかについては議論が必要だと思う。

委員 時価総額だけでは、その意味づけがいま一つよくわからない。

委員 正確には難しいが、ざっくりした数字であれば、持ち株比率は計算できるので、この情報を出すことによって持ち株比率を黙示的に出しているのと同じである。明示的に出すと議論を呼ぶこともあり得るため慎重に考えているということか。

執行部 いろいろと試してみたが、テクニカルにいろいろと難しい点があるため、正確な数字を出すことができる時価総額だけを出すということになった。メディアによっては自分で計算して持ち株比率を出している人もいるし、企業側は自分で計算できるので、透明性というニーズは十分満たしていると考えている。

委員 保有銘柄開示のインパクトがどの程度あるかという分析を行った際に、TOPIXに占めるウェイトとGPIFの保有ウェイトが、どの程度ずれているかというアクティブウェイトの一覧表が作成された。それを見ると両者のウェイト間に、ほとんど差異は無いという結果が出ている。すなわち、個別銘柄ごとの持ち株比率は、東証時価総額に対するGPIFの保有時価総額の比率とほとんど差異がない。

#### 【議決事項】

- (4)「平成 29 事業年度財務諸表並びに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会計に関する重要事項について (案)」

#### 【報告事項】

- (1)「平成 29 年度監査委員会監査報告について」

平成 29 事業年度財務諸表、平成 29 事業年度事業報告書、平成 29 事業年度決算報告書、平成 29 事業年度利益の処理の 4 つの事項については、関連する事項であることから、まとめて説明し議決をとることです承を得た。

また、報告事項 1 については、議決事項 4 と関連する内容であるため、議決に先立ち報告があった。

平成 29 事業年度財務諸表並びに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会計に関する重要事項について (案) について、議決を行い、出席した 9 名の全委員の賛成により承認された。

委員 厚生労働大臣からの寄託金について、貸借対照表では運用寄託金となっているのに対し、キャッシュ・フロー計算書では年金特別会計寄託金となっている。どうしてそうなったのかなど来年度の財務諸表の作成までに検討して整理してほしい。

執行部 ご指摘の点については、経緯も含めて確認して検討したい。

委員 会計監査人がどのように選定されているか教えてほしい。また、監査委員会は内部統制の有効性について、会計監査人が十分やっている、相当であるということはどうやって判断しているのか。

執行部 会計監査人は GPIF が推薦したものを厚労大臣が選任することになっているが、推薦にあたっては、総合評価落札方式による一般競争入札で公募し、3名の外部委員によって評価されている。

委員 それは毎年やっているのか。

執行部 財務諸表の大臣の承認を得るまでであるが、中期計画期間と合わせて5年間を前提として公募している。大臣の承認は毎年いただかなければいけないので、毎年審査、再評価して、問題がなければ同じ会計監査人を厚生労働大臣に候補者として推薦し、承認いただくことになる。

委員 内部統制の仕組みを見る場合には、リスクをどうやって評価するかということが重要だが、基本的に業務リスクについては、内部監査を行っている監査室で重大なリスクについての監査が行われており、その意見を踏まえて確認している。投資リスクについては、投資委員会等に出席して、その中で議論が適切に行われているか等を確認している。

執行部 会計監査人は、会計基準としてある内部統制基準に基づいて監査し、判断している。

## (2)「平成30年度監査委員会監査計画について」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 不正・不祥事の未然防止という観点から、通報制度は整備されているのか。自分の上司といったライン以外のところに通報先があるなど匿名性が保たれているのか。

執行部 内部通報及び外部通報制度があり、通報があれば直ちに役員、監査委員等に報告するとともに、実際に通報の内容についてコンプライアンス・オフィサーが事実確認をし、調査の結果が出れば必要な措置が講じられるといった規定を設けている。

委員 監査委員には通報等の情報は伝わっているのか。

執行部 通報は直ちに監査委員に報告する。また、コンプライアンス・オフィサーの調査結果も監査委員に報告している。

理事長 コンプライアンス委員会では、内部通報等についてまとめてその処理の結果な

り対応も含めて報告しているが、監査委員にも出席いただいている。

(3)「オルタナティブ資産（グローバル不動産）の運用受託機関採用及び投資マンデートの付与について」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 マネジャーが投資家と同様に投資に参加する仕組み（セームボート投資）について説明があったが、役員保険やプット・オプションのようなものはあるのか。合理的なマネジャーであれば、自分の資産をかなりのリスクにさらしているのに、市場にあるのであれば、プット・オプションを買うとか、投資保険をかけるといったことをやりたいのではないかと。もしそういったことが可能であるのなら、リスクを抑制するための手段の有効性が低減するのではないかと。

執行部 実はプライベートエクイティなどでも同じような議論があり、GP が個人で出資しても、裏でショートしているのではないかとと言われるが、現実にはわからない。類似のアセットを探してリスクヘッジしている人がいるかもしれないが、個人でリスクをとって一緒にやるという意識が強いのではないかと思う。セームボート投資は、プライベートエクイティの世界では当たり前だったが、コア不動産の世界では、今までは活用されていなかったものが、今回は交渉の中で、同じリスクをキーパーソンにはとってほしいと強く要求して入ったものであり、今回は個人として同じリスクをとっているという強い認識があると思う。

執行部 海外のジョイント・ベンチャー等でGP が共同投資をするというのは何度も見てきたが、私が知っている範囲ではヘッジをしている人は見たことがない。個人で長期間の投資につき合うのは非常に難しいので、彼らが退職した場合には、会社が責任を持ってそれを引き受けて、後任者に引き継ぐという仕組みを導入している。

委員 オルタナティブ資産なので、株式と債券に適宜振り分けるのだと思うが、ファンドの定性的な特性を見ているのか。あるいは、リスクモデルなどから算出された定量的なリスクレベルも使って分類されているのか。

執行部 不動産については、投資プランの中で、デットへの投資あるいはレバレッジの低い安定したコア不動産への投資を債券型と定義している。一方で、いわゆる Value add と呼ばれる改装工事を行ってテナントを入れかえたり、開発を行ったものを株式型と定義している。

委員 マネジャーが活用しているリスク分析システムの数値について、GPIF でも活用する予定はあるのか。

執行部 基本ポートフォリオ上の位置づけについては、先ほど説明があったとおり、こういうものを債券型として扱うかは、レバレッジの水準によって決めることになっている。不動産のポートフォリオについてどのような定量的なリスク管理ができるかについては、今後、モニタリングをしていく中で、彼らのやり方などを勉

強していきたい。

委員 リターンが正規分布に従うことを仮定して「67%の信頼区間」という文言になっているのだろうと思うが、そもそもオルタナティブ、不動産投資のリターンが正規分布するかは難しい問題である。投資対象の特性に合わせてCVaRのようなものを考えないといけないのではないかと。定量化するのはよいが、伝統的資産の延長線上で定量化すると、オルタナティブ投資のリターン特性を無視した分析となるので今後の課題としてほしい。

委員 歴史的に見ると、2008年のGlobal Financial Crisis以降、世界的に金融緩和が進み、現状は歴史上類例を見ないような金融緩和環境にある。その中で、サーチ・フォー・プレミアムと言われるように、普通の投資では期待するようなリターンが得られないので、プレミアムを求めているいろいろなところに資金が流れていて、不動産市場もマクロ的に見ればその一つだと思う。その結果として、リスクがミスマッチされているのではないかと議論がある。今後、金融環境が変わる中で、いろいろな変動が起こり得ることについてどう考えているのか。

理事長 オルタナティブ資産の一番の特性は、伝統的資産との間で相関がなく、安定した収益が見込めることだが、一番犠牲を払っているのは流動性である。リーマン・ショック以降、流動性を放棄して買っているにも関わらず、それに見合ったリターンがあるかどうかについては、きちんとした検証がされていないように思う。先買った者勝ちで、高いと言っても、そのときに買った人が結局勝っている状況が10年以上続いている。

委員のご指摘にもあったとおり、オルタナティブ資産を伝統的な4資産に無理に分けるといことが本当に適当なのかは、次の中期計画のときに御議論いただきたいと思っている。恐らく一般の金融機関や投資家は、オルタナティブ資産は売れないものとしてくくりにしていて、売れないことを犠牲にしたことに見合ったリターンを得ているのかを常に検証しながら、得ていないのであれば流動化したほうがよいのではないかと流動化計画を立てている。買うときに売れるものを買うなどの動的なマネジメントにしたほうがよいと思う。

トータルリスク管理は株、債券に寄せるが、流動性管理といったオルタナティブ資産としての管理については、オルタナティブ資産としてくくってリスク管理なり投資方針を考えたほうがよい。一方でインフラストラクチャー、不動産、プライベートエクイティというそれぞれ異なる特徴に従ったくくりによる管理もしたほうがよいのではないかとと思う。

委員 先ほどの金融危機の話に関連して質問するが、仮に大きな金融危機が起こってしまった場合、基本的には持ち続けるのだと思うが、もしそういう危機が起こったときに、こういう対応をしようというアクションプランのようなものはあるのか。

執行部 非流動的な資産に関しては、マーケットがクラッシュしたときにどうしても売らなければいけない人たちが底値でどんどん売り始めるので、GPIFのような投資

家の場合、そこで逆に買う側に回ることができないといけないのではないかと  
思っている。将来値段が落ちたときには、また追加で安い値段で買うことができ、  
継続的に投資する投資家だからこそ、多少マーケットの高いところでも入ること  
ができると考えている。

委員 アメリカの大学の基金のようにオルタナティブを積極的に投資していた先が、  
Global Financial Crisis の後、どのような対応をしたのかについても調べてほし  
い。

執行部 一般論としては、そこで売らなかった人たちが結果としては好成績を収めてい  
るということはわかっている。それぞれの年金等がどういうアクションをして、  
それぞれのアクションの結果どうなったというところまでは、実際にはなかなか  
公表もされていないのでわからないが、ほかのアセットオーナーとの会話をして  
いく中で経験を積み重ねていきたいと思っている。

以上