

第4回経営委員会議事概要

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 大会議室
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. 議事概要
議事に先立ち、議事概要（11月1日開催分）の公表について承認を得た。

【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」

コンプライアンスに関する規程改正等について、議決を行い、10名の全委員の賛成により承認された。

委 員　　前回の議論を踏まえて、執行部に2点確認したい。

まず、検討課題の「1. 経営委員の講演等の扱いについて」は、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いか。

次に、「2. 利害関係者の範囲」については、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わら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、それでよいか。

執行部　　経営委員会の御判断であれば、そのように取り扱いたい。

委 員　　それでは、私が申し上げた取り扱いを前提とすることとしたい。

(2)「年度計画（予算）議決前の調達手続きについて」

年度計画（予算）議決前の調達手続きについて、議決を行い、10名の全委員の賛成により承認された。

委 員　　イメージが湧かないが、具体的に言うとどういうものなのか。運用資産なのか、それとも通常の各部門が担っている業務に必要なものなのか。

執行部　　例えば、運用のベンチマークとして用いるインデックスデータなどは継続的に取得しなければいけないが、年度単位で契約をしているので、事前の手続がない

と、4月1日からインデックスデータを取得できなくなるというもの。

委員 予算は4月1日より前に議決するのではないか。

執行部 実際に予算について議決するのは、3月になるので、例えば、その議決の前の12月中に公告をすると、それはおかしいのではないかと疑問が生じるかもしれないということ。

執行部 経営委員会としての予算の議決を経る前に、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るので、ルール化を図ってやっていくことを議決したいという趣旨である。

委員 必要性が高いものについてという大前提があるのか。

執行部 民間では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するのだと思うが、私どもの場合は毎年調達し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。

委員 予算がついていないのに実際はお金を使うことになるので、4月1日から必要だという前提がないといけない。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う。

執行部 個別の案件については、監査委員の方々も入った契約審査会で、きちんと予算の手当てがされているか、必要なのか、あるいは4月から始めるのではなく夏から始めてもいいものであれば公募を遅らせることもできるのではないかなどの審議をする。先ほどの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とか、様々な投資環境の情報提供などのルーティン的なものになる。

委員 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か。

執行部 基本的には、5年間の中期計画の中で予算化されている。ただし、ベンチマークそのものが変わることがあるし、投資環境のデータ提供分野が変わることはあるが、基本的には中期計画の大きな費用項目の中に入っているので、中期計画で計上済みの案件として捉えている。

委員 毎年こういう手続をやらなければならないということか。

委員 原則論としてここでルールを決めれば、ずっと何年間もそれでいくということになる。

(3)「総合評価に係る議決事項」

総合評価に係る議決事項について、議決を行い、10名の全委員の賛成により承認された。

委員 前回の経営委員会の議論を含めて整理されたということなので、全般的に私は問題ないと思う。定量的な実績を勘案した定性評価項目がこれだけあるが、全ては定量的な実績を勘案できない。定量的な実績を勘案することになるのは、主に

どの評価項目なのか。

執行部 これらの項目のうち、運用プロセスと組織・人材のところが肝であると考えている。この運用プロセスに合理性があるのかを見るに当たっては、このプロセスによって運用した結果は当然配慮しなければいけない。

併せて、組織・人材については、運用を統括している運用組織の中心となるキーパーソンが運営しているファンドのトラックレコードがとれるので、その人物の属性を判断するに当たっては、その人物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。

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。

委員 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が、その際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を具体的にわかるようにしてほしい。

委員 このように整理されたことについて異論はないが、以前、過去の定量評価が必ずしも将来のパフォーマンスを表さない、より組織などが重要だという説明があった。その理論が正しいのかも、将来的には説明してほしい。

執行部 御指摘の点については、コンサルタント会社等からバックワードで評価するとこういう結果になると言われている。過去の実績を見て、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ことははっきりしている。定性を重視した方向に変えていくが、それによって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ついては、経営委員の方々にモニタリングをしていただき、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れば見直すことになる。

委員 運用会社のモニタリングはどの程度の頻度で行われるのか。

執行部 モニタリングは、年に1度、総合評価を行うことがルールづけられており、その結果は毎回報告する。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きているが、経営委員会への報告の頻度としては、総合評価の報告をして、それ以外に何か必要性が出た場合には逐次報告したい。

委員 モニタリング自体を第三者委託するという考え方はあるのか。

執行部 コンサルタント会社を2社採用しており、年に1度、私どものチームが評価するとともに、コンサルタント会社からも評価してもらうこととし、評価は大体並んだ形で出ると思うが、コンサルタント会社と違う評価をする場合にはより説明責任が高まるので、比較できるような報告の仕方にしたい。

委員 例えば、採用した機関あるいは運用額を増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の定量的なデータ等も示してもらえるのか。

執行部 マネジャーエントリー制度では、プールされている同じストラテジーのファンドから一番いいものを選ぶ作業が必要になる。コンサルタント会社からも指摘さ

れているが、今あるファンドや、過去に契約のあったファンドとの比較だけをしていて、もっとほかにもいいファンドがあるのかという比較ができていないので、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ファンドを選んでいるかという考え方にしていきたいし、それができるだけ伝わるようにしたい。

また、先ほどご意見があったが、例えば、株式であれば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ことは証明されており、1年に1回きちんとチェックはしていくものの、1年間のパフォーマンスが悪いというだけで切るということはしないというメッセージがこの定性評価にすることに含まれている。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いたいと思っており、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、を任せた上で評価をするということとを同時にやっていきたいと思っている。

委員 ここに挙げられている項目のそれぞれについてたまたもう少し細かい項目があるだろうと思う。どこかでどういう項目を見ているのか報告してほしい。

執行部 長年の経験でつくってきたデューディリジェンスや質問事項の項目に加えて、先ほどのコンサルタント会社に追加で必要な項目を加えてもらっている。何かの機会でご報告したい。

委員 何度も言っているが、投資戦略ごとに KPI をある程度きめ細かくつくってほしい。リターンは当然だが、それ以外にも重要な KPI はある。バリ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は当然 KPI は違ってしかるべきなので、投資戦略ごとの KPI をつくってほしい。リターンだけでは、どうしてもフィードバックループはうまく働かないと思っているので、きめ細かな 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して、選んだ理由が正しかったの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る。

執行部 その点については、以前と違いコンサルタント会社の意見を入れてやってきている。それぞれのマニフェストごとの KPI をどう決めるかということは、一つ一つ具体的に決まっているわけではなく、難しいものもあるのではないかと考えている。また、マニフェストごとの KPI まで入ると、かなりテクニカルになる。

委員 そんなに複雑にならないと思っている。

委員 点数配分についても、ある種のルール側面はあるが、どういう理由でこれを報告事項としているのか。

執行部 この比率を変えると、選ばれる会社がそもそも変わる可能性があるもので、まさに運用会社やコンサルのノウハウそのものであり、我々も経験の中でこれはもう少し増やしたほうがいいかなとか思いながらやっている。これに関しては、経営委員会レベルで、一律的に決めてしまうよりも、調整しながら、コンサルタント会社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る。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、経営委員会

で議決していただいて、この割合に関しては報告としたい。

委員 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って、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ことか。

執行部 コンサルタント会社に聞いても、この割合は事前に決めていないと言っている。ただし、我々はどうしても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が、これは公的機関なので決めざるを得ないのでやっていると思っただくのが正確だと思う。

委員 結果がどうかチェックするためには、先ほど委員の指摘があったように、投資戦略ごとに 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必要がある。そのメカニズムが働いていれば、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はわかるし、修正することもできる。

執行部 マンデートによってはそんなにシンプルではないと思っているが、委員と意見交換をさせていただいて、モニタリングがしやすいような工夫をしたい。

委員 新しい試みなのでモニタリングがしやすいような工夫はお任せするが、タイムリーに経営委員会に報告していただきたい。

【審議事項】

「管理運用業務の議決事項の整理」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 中期計画の記載を踏まえ、いくつか目安をつくっておくが、その都度これは重要だと委員会が決めれば、議決事項になるという整理でよいか。

執行部 そのとおり。

委員 例えば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するとあるが、新たな運用手法を導入することそのものも議決事項ではないのか。比べて高い場合というのは、どれだけ高い場合なのか、その水準はどうなのかという議論になるがどのように考えているのか。

執行部 新しい運用手法を導入する場合は、当然だが GPIF 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くことになる。例えば、オルタナティブに関して、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、何を測るかということ合意して、これはリスクを余分にとりにいくのではないかということになれば経営委員会にかけるとことになる。なぜリスクが高い場合なのかというと、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が、商品の名前が違うという場合もあり、そういうものに関してわざわざ経営委員会で議決をとることが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ある。実際に案件が出てきてやっていく中で、これは違うのではないかということがあればそこで言っていただいた方が、よく

わかるのではないかと思っている。

運用会社の取締役会と執行部の関係で言うと、リスクが上がる場合には許可をとるとするのは多分一般的ではないかと思う。

委員 基本的には、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ると受け取ったが、どちらかという、もっと大きな枠組み、ルール化するものあるいは大きな方針を決めるものは経営委員会の仕事であり、そのルールを適用するのは執行部の仕事であるという大きな整理があると思っている。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、アプローチの仕方が違うのではないかと思う。

執行部 運用に関わるルールはたくさんあるので、ルールかルールではないかということよりも、経営委員会で議決するようなルールかという視点がまずあると思う。それが今のところ明確に示すのがなかなか難しいので、中期計画で出てきたものを我々なりに解釈して提案しているが、結局は、経営委員会で議決するということは、経営委員会の責任であり、議決しないということは我々が責任をとることになる。そこを見るのに少し具体的な案件がないと説明しづらいので、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、議論を進めながら見ていくしかないと思う。

委員 そういう意味でも目安であり、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と思う。

委員 リスクが高くなったから経営委員会に諮るというのは実務的ではないと思う。例えば、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線で引いたほうがいいと思う。

委員 金融機関の場合は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る。あとは自己資本や収益に対しての許容度である。それはまさに委員のご発言のようにインパクトのありそうなものは上げて、それ以内のものであれば裁量内でやるといったルールがないと、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と思う。

執行部 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はいけないリスクが決まっていて、その中で全体を管理するということだと思うが、新しい法律ができたときに、例えば、デリバティブや LPS について、経営委員会に諮るべきではないかという議論があった。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ると言われれば、そちらのほうが普通の運用会社の運用に近いと思う。

委員 枝ばかりで全体を見ないでもいいという議論に行ってしまう気がする。

委員 委員のご発言はそのとおりだと思うが、実際に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。リスクが大きいか大きくないかといっても、事前的に読めるリスクもあるが、読めないリスクもあるわけなので、それは執行部で判断するのがよいのではないかと。

委員 先ほど執行部から発言があったように、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ことが、一番合理的かと思う。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のが一つの例だが、具体的な案件を1月以降に議論する中で、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議論を重ねて、落としどころを探るといふことかと思う。

【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ニデート付与について」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 不動産の利益相反について、「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」とあるが、重要性がないものの利益相反はそのまま認めてしまうのか。

執行部 例えば、このファンドが投資する先の物件を仲介しているとか、あるいはそこにローンを提供しているとか、細かいものも含めて利益相反が起こり得るケースがあるが、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文書にしており、その文書に基づいて彼らが運用することについてデュディリジェンスで確認している。ここで諮問委員会をわざわざ設けているのは、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ある。

委員 リスクについては、どのように考えているのか。

執行部 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基本ポートフォリオの策定時には明確ではなかったもので、運用委員会での議論を経て、どういう基準、クライテリアをみれば債券、そうでなければ株式と分けていて、その分け方をもとに、簡便法ではあるが、オルタナティブ資産のリスクを測っている。

ただし、今回の場合、最初のマニデートについては、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としているので、通常想定されるようなオルタナや不動産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おり、受け入れる合理性があると思っている。

委員 オルタナティブ資産を伝統的資産との関係で分類することに、どうしても無理があると思う。相関関係という側面で、オルタナティブ投資については、伝統的な資産に対する分散効果はかなり期待できる。そういうメリットもあるので、内部的な管理として伝統的4資産に含めてしまうという以外の観点で分析することが必要なのではないかと思う。

執行部 コンサルタント会社とも話をしているので、いろいろな形でのリスク分析をしていこうと思っている。基本ポートフォリオ上のルールとしては、こうやって運用しているということで、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ないので、今後お示ししたいと思う。

(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」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 資産管理機関の複数化が柱になっているが、それによって、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厳しいが、その中でも比較的良い提案を選びたいということか。

委員 公表文だけでは理解できないところもあると思うので、応募者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いる。

(3) 「第3回企業・アセットオーナーフォーラムの概要」

質疑等はなかった。

(4) 「報酬等及び給与等の支給の基準の変更について」

質疑等はなかった。

【その他事項】

経営委員会規則第9条に基づき、事務局から経営委員の金融事業者からの寄付等について報告があった。

以上