

第6回経営委員会議事概要

1. 日 時：平成30年2月19日（月） 9:45～12:15
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
・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（1月22日開催分）の公表について承認を得た。

【議決事項】

（1）「会計規程の変更について」

会計規程の変更について、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 GPIFのPLにとって重要性がないので今回は問題ないが、もともとの会計規程が一般の企業会計と異なっていたので早く改定すべきである。

委 員 固定資産の総額はどれぐらいか。

執行部 残存価額で、29年度末時点で4億円程度の見込みである。

委 員 中身はどのようなものか。

執行部 一番償却期限が長いものは、耐火金庫だが、それ以外にも机や椅子、キャビネットなどがある。

委 員 事務所を借りるときにリース会計は適用していないのか。事務所を借りる場合は、返却するとき、原状復旧費用がかかるので、原状復旧費用を取得価額に乗せて、耐用年数で償却しなければならないのではないか。

委 員 資産除去債務は、監査法人と相談の上、計上しないことになっていると理解している。

（2）「インハウスでのデリバティブ取引について」

インハウスでのデリバティブ取引に関し、従来より可能なデリバティブ取引に加え、法改正により可能となったデリバティブ取引について、デリバティブ取引に係るリスク管理方針（案）に基づき実施することを議決事項とし、人員や経費については次回以降に審議・議決することとし、修正内容の確認については委員長一任として議決を行い、出席した9名の全委員の賛成により承認された。

委 員 87年のブラックマンデーや2月5日から始まった1週間の株価の大暴落について、ブラックマンデーの時はポートフォリオ・インシュアランス、今回はリスク

パリティがかなり影響を与えたと言われている。GPIF は、運用規模が非常に大きいので、デリバティブの利用に関しては、GPIF のリスク管理のためのデリバティブの売買が市場の変動をより大きくして、自分で自分の首を絞めることがないように、十分留意して、利用してほしい。

委員 どのようなトランザクションを前提に専任で担当する方を配置するのを想定しているのか。

執行部 例えばニュージーランドのスーパーアニュエーションファンドでは、デリバティブ取引の執行や流動性の管理を行うチームに 49 名、デリバティブ取引の照合・証拠金の予測を行うチームに 13 名いるが、ここはアセット全体に対してデリバティブを使って大規模にエクスポージャーの管理をしているところであり、GPIF ではここまでの体制は必要ない。しかし、デリバティブを含めたリスク管理体制を拡充するという意味では、一定の人員増が必要だろう。

委員 2 つ質問があるが、1 つ目は、トランジション・マネジメントの際に使うとのことだが、外部のトランジション・マネジャーを採用して、トランジション・マネジメントをするときではなく、内部でやるときに、デリバティブのトランザクションをするということでもいいのか。2 つ目は、何らかのトランザクションを行ったときに、そのオペレーションをどのように評価するのか。

執行部 1 点目については、インハウスでのデリバティブ取引についての審議なので、いわゆる外部のトランジション・マネジャーとは別の話である。2 点目の効果測定については、なかなか難しい。

執行部 様々なデリバティブを使ったリスクヘッジの方法がある中で、トランジション・マネジメント以外のものについては、委員のご指摘のとおり、私たちの相場観を入れることになるので評価をするべきだが、今回の法律改正では、トランジション・マネジメントだけが認められたので、うまくいった、いかないの計測は余り意味がないと思う。

こんな人数で始める必要があるのか、もっと小さくという御意見もあるのは理解しているが、逆にそんな人数でやって大丈夫なのか、危ないのでやらないほうがいいのではないかという批判を受けることになる。GPIF の場合は、100 億円のトランザクションをする意味はなく、最初からある程度大きな金額のトランザクションをしなければならないので、多目だと思われるが、きちんとした人数を確保してスタートしたい。

委員 トランジション・マネジャーについては、プロの間でも巧拙がある。実際に、運用機関については評価しており、また、トランジション・マネジメントはある意味では短期間の運用と考えることもできるので、評価するのは当然ではないかと思う。

委員 チームを雇ったときには、評価は当然行うので、一般的な運用会社と比べて、デリバティブ取引がきちんとできるかという観点での評価は行っていくし、オペレーションに対する評価についても、非常に短い期間ではあるが、何回かトラン

ジションするので、その都度きちんとしたパフォーマンスが上がっているかについて、評価の方法や頻度についてはいろいろあるとは思いますが、定期的に御報告したい。

委員 基本的には賛成だが、注意しなければいけない点がある。GPIF は株式については現物を持てないという縛りのある中で、先物だけを使って、オーバーレイをやらなければいけないという特殊性がある。GPIF 自身が先物取引だけを使ってオペレーションすることと、オーバーレイマネジャーを採用して、現物と先物を両方できる人を雇った場合を比較して、本当にメリットがあるのか、GPIF が先物取引だけを使って本当にできるのかというデザインができる人をまずスタッフとして採用して、そのステップが本当に機能するのかどうかを検証した上で、進めてほしい。現在の体制でできるとは思っていないので、スタッフの採用・増員が必要だということについては、十分に理解しているが、慎重なステップで進めるべきではないか。また、リスク管理体制だけではなくて、オーバーレイ運用の基本方針をしっかりとつくってほしい。

執行部 オーバーレイ運用のためにデリバティブを使う訳ではない。

委員 トランジション・マネジメントではあるが、先物取引のみを使って、配分変更のオペレーションをするということは、オーバーレイなのではないか。

執行部 例えば、アクティブマネジャーAからBであるとか、パッシブマネジャーからアクティブマネジャーへの配分変更であればトランジション・マネジメントのスキルが要求されるが、今、想定しているのは、パッシブファンドに資金配分するときに、現在だと執行の依頼をして、その後、マネジャーが現物を購入しているものを、その場でインハウスで先物を買って建て、現物を購入するのと同じタイミングで先物を反対売買するだけなので、オーバーレイ的なリスクマネジメントは入らない。

委員 オペレーションを変えて、もっと早くマネジャーに伝えれば、ラグは縮小できるのではないか。

委員 少なくとも、投資委員会で意思決定を行って、それから運用会社に通知して、通知を受けて運用会社が動き始めるので、ご指摘のとおり、自分たちで株式なりのポジションを持っていないので、どうしてもラグが出てしまう。事前に、こういうオペレーションが起こるかもしれないとは言えないので、資産配分のラグのリスクを最小化するために先物取引をするだけである。ただそれだけのことをするだけだが、少なくとも、徐々に、なれてきたらというのでは非常に危なくて、為替のリスク、株のリスクを先物でとるのであれば、最低限の人数は揃えた上で始めたい。

委員 小さく構えて必要に応じて増やしていくということとはできないのか。

委員 例えば為替を1億円取引する場合にも、最低限、事務、リスク管理、フロントの3名が必要だが、10億円でも1,000億でも、基本的には最低限の3名の体制は必要になる。

新たに種類が増えるので、特に公的機関では、バック、リスク管理について体制をつくらないといけないと思っており、体制はきちんとそろえた上で、金額を制限するということはあると思うが、金額が1億円だから3人のところを2人でやってくれというのは、難しい。

執行部 採用という観点で申し上げると、日本の金融機関であれば内部の人事異動で済むので、うまくいかなければ戻せばいいが、私どもの場合は外からリスクをとって来ていただくので、GPIF がデリバティブを使ったリスクヘッジ等をやっていくという方向性を明確にせずに採用をするのはかなり難しい。

委 員 パフォーマンスの評価をすれば、これだけリスクが下がったのだから、これだけの人員が必要だと正当化できるので、評価するべきだと思う。

委 員 GPIF ではなくて年金部会で決めることかもしれないが、将来的にはトランジション・マネジメント以外のデリバティブを使ったリスクマネジメントへの活用への展望はあるのか。個人的には、マーケットインパクトに留意した上で、デリバティブは活用すべきだと思っているし、資料に挙げられているものに順次、広げていくべきだと思っているが、もしそうしないのだとすれば、先ほど来、提案されている雇った人が暇でやるのが何もないのではないのか。

執行部 年金部会でも申し上げたが、GPIF は、今、できるのかと必ず聞かれるが、法律で認められていないからできるわけがない。では、発展させる方向でこのぐらいの人員整備という議論をすると、そんなに要らないのではないと言われて、堂々めぐりになってしまう。外部から人を採用しながらやっている今の GPIF の現状からすると、そこは本当に難しい。

委 員 方向感を勝手に GPIF で議論するのは難しいが、経営体として考えた場合、向こう10年、20年どのような組織になっていくのか、準備するという発想も必要になる。例えば、仮にトランジション・マネジメント以外のアセット・オーバーレイなどが認められた場合に、初めてチームをつくるのと、今、トランジション・マネジメントで基礎的なチームをつくっておいて、それを基礎として乗せていくのと、どちらがより効果的、効率的なのかという議論は、一考の余地があると思う。

いろいろ議論があると思うが、ここで議論の整理をしたい。議論の中で、デリバティブを活用するという方向感については、ほとんど異論がなかったもので、今回は、従来より可能なデリバティブ取引に加え、法改正により可能となったデリバティブ取引について、デリバティブ取引に係るリスク管理方針（案）に基づき実施することを議決事項とし、人員や経費については、平成30年度計画の予算と一緒に次回以降に審議、議決したい。修正内容の確認につきましては、私に御一任いただきたい。

評価については、何をもって評価とするかということについて、定義づけで若干のギャップがあるように思うが、一般的にはやったことについて、その効果を評価するというのは当然の方向であるので、オペレーションの評価については、その都度、経営委員会において報告をいただきたい。

(3)「オルタナティブ投資に係る LPS スキームの取り組み」

オルタナティブ投資に係る LPS スキームの取り組みに関し、LPS 投資を実施するための LPS 出資に関するルールについて議決事項とし、人員や予算については次回以降に審議・議決することとし、修正内容の確認については委員長一任として議決を行い、出席した 9 名の全委員の賛成により承認された。

委員 オルタナティブ資産は、全体の資産の 0.1%という微々たるものにも関わらず、これだけの人員が必要なのか。また、オフィスの拡充が必要とすれば、その部分の費用は入っているのかという意見がある。

執行部 オフィスの費用については含まれていないが、今後、必要になるものについては、次回以降の経営委員会の予算の審議の中で、本当に必要なのか御説明をする予定である。

委員 ゲートキーパーに支払う予定の管理報酬が LPS 投資へ置きかわることによって削減可能と記載があるが、既に契約済みの案件については当面の間、契約形態の変更を行うことができないため、誤認を与えかねないのではないかという意見がある。

執行部 ただいま募集を行っている投資一任契約形態の投資については、このまま契約を完了して、投資を粛々と進めていきたい。本資料で御説明しているのは、それ以降のオルタナティブ投資を投資一任契約でやった場合は、ゲートキーパーに支払う費用がかかるところ、LPS 投資でやることによって、ゲートキーパーに支払う費用が削減できるという趣旨である。

執行部 最初の 0.1%未満という点については、先ほどデリバティブのところから委員から御指摘いただいた点と同じであり、今後も 0.1%であれば LPS は必要ないが、今後 5%、さらには世界の年金基金の常識的な数字としてはもっとオルタナティブのアロケーションは多いので、その方向性に向かっていくということを考えると、LPS は絶対に必要になる。

委員 特に費用対効果という面でいろいろまだ詰めることが多いので、2018 年度前半から人を採用するのは拙速ではないかという意見もある。オルタナティブは 5%まで認められているので、5%体制を念頭に置いたときに、どのようなインフラが必要かというイメージは、当然、持っておく必要があるが、今回の提案はどういう位置づけになるのか。

執行部 今、想定をしているのは、ただいま契約を進めているゲートキーパー／ファンド・オブ・ファンズを通じた投資一任契約、それから今、御議論させていただいている機関投資家との共同投資、個別のファンド投資という 3 つの流れがある。ゲートキーパー／ファンド・オブ・ファンズを通じた投資については、今の中期計画の中でお認めいただいている人員体制で走りたいと思っている。機関投資家との共同投資と個別ファンドの投資の体制は、今、御議論いただいているところ

で、当面、中期計画の中でという前提ではあるが、お認めいただくと、この3つの方向性については推進していくことが可能になると考えている。

委員 今やっているファンド・オブ・ファンズスタイルだけでは5%にならないので、委員のご発言にあったように、どのような着地になるかを考えると、共同投資とセパレートアカウントでの投資も含めて、最低は何人でというところでお出ししている。

委員 今回の議決の方向について提案をしたい。いろいろまだ詰めるべきことがあるようにも思うので、今回はLPS投資を実施するためのLPS出資に関するルールについて議決事項とし、人員や経費については、平成30年度計画の予算と一緒に次回以降の経営委員会において審議、議決したいと思う。修正内容の確認につきましては、私に御一任いただきたい。

【報告事項】

(1)「平成29年度資産管理機関の総合評価結果について」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 業務体制が、事務過誤等がまだ発生しているということで低い評価になっているにも関わらず、内部統制に高い評価がついているのは、整合性がないのではないかな。

執行部 ガバナンス、コンプライアンス、アドミニストレーションというのがあり、今回の評価は、コンプライアンスのところはできたけれども、実際のアドミニストレーションのレベルでミスが起きているので切り分けた。例えば何か事故が起きたときに、それが上層部まで報告されているかは、コンプライアンスのイシューであり、今回はそこはできているが、事務過誤をなくすところまでは事務チームの習熟が進んでないので、そこで分けたということである。

委員 事務過誤を発生させないために、内部統制組織をきちんと構築していくのだが、内部統制の記載を見ると、形式的にチェックされているように感じて、個人的にはすっきりしていない。

委員 委員の御疑問は多分、総合評価の方法の業務体制と内部統制の定義にかかってくると思う。ここで書いてある内部統制は、言ってみれば法令遵守中心なので、非常に狭義の内部統制である。今、委員がおっしゃっている内部統制は、こちらのほうが普通だと思うが、法令遵守だけではなく業務体制も含めて全体としてインターナルコントロールが効いているかである。

執行部 総合評価を行う上で、透明性や説明責任のために各項目で細かく分けられてしまっているので、違和感はあるかと思うが、資産管理機関とのコミュニケーション上では当然、内部統制と一体として話をしている。

委員 いろいろ指導して、改善されているのもわかるのが、今回警告を受けた資産管理機関は、他の資産管理機関と比べ対応が遅い印象を受ける。資産管理機関が少

ないのは基本的な問題だと思うが、集中リスクをどのように考えているのか。

執行部 資産管理銀行は、運用会社のように、よくないので来月切るということができない。通常、どのアセットオーナーも、資産管理銀行あるいはカストディアンの変更には数年かけて準備をしているという状況であり、いろいろと指示をして直すように言いつつ、すぐに変えられないというジレンマがある。その対応として、現在、複数化を図っているところである。

委 員 資産管理機関の総合評価については、運用会社と同じように、点数などは執行部にお任せするが、総合評価の項目については、次の総合評価の前に議論した上で、議決すべきではないか。

執行部 運用会社のところで決めたように、評価項目を議決していただくということか。

委 員 警告とは、具体的にどういう警告なのか。改善要請は当然しているのだと思うが、改善要請しなかった場合にはこうすると書かれているのか。

執行部 通知に改善要請は記載している。また、警告自体は、業務方針において、資産管理体制の変更と資産管理能力に問題が生じた場合ということで、資産管理能力に問題が生じたときには当該資産管理機関に警告し、一部回収・解約するものとする定められており、その警告である。

委 員 業務方針は資産管理機関も知っているので、警告の通知と合わせ技で読むということかもしれないが、警告が一部回収・解約を前提としたものであれば、通知に書き込んで警告の形を整えたほうがいいのではないか。

委 員 手数料をカットする方法はないのか。

委 員 手数料は、すでに十分低くなっている。資産管理業界は恐らく世界的には相当淘汰されるので、そのときに、我々の中でもプロジェクトをつくって、GPIF のような巨額のアセットを持っている年金基金が、業界の再編の中で、資産管理機関へ預けるときに、どのような形で預けるのが一番いいか。当面、複数化を進めながら、今後どのような形にするかステップを置きながら、きちんと一番いいところをお願いするという方向で対応していきたい。

(2) 「国内債券アクティブ運用における物価連動国債の取組について」

国内債券アクティブ運用における物価連動国債の取組に関し、委員からの提案を受け、評価ベンチマークの変更を議決事項とし、修正内容の確認については委員長一任として議決を行い、出席した 9 名の全委員の賛成により承認された。

委 員 物価連動国債の発行残高に対する GPIF の保有比率は何パーセントぐらいなのか。

執行部 物価連動国債については、現在、マーケット全体で大体 8 兆円ぐらいの発行残高があるが、GPIF は業務概況書でも公表しているが、28 年度末時点で 2 兆 5,000 億円ほど保有している。

委 員 物価連動国債に取り組む理由について、物価連動国債の市場参加者をふやし、価格発見機能の向上を通じ、適正な市場形成を図ることで、より効率的な運用に

資するというのは、GPIF の目的に即して考えると、説明としては不適切ではないか。厚生年金保険法等の趣旨を逸脱し、政府の政策のために他事考慮が行われているとの懸念を被保険者に与えかねない内容で目標設定が不適切だという意見がある。

執行部 ESG のときも同じような議論があったが、GPIF としては、市場全体のサステナビリティや効率性が高まるということが、市場で最も規模の大きな投資家としてのベネフィットであると考えている。GPIF が売り買いするときの市場へのインパクトということを考えると、投資する債券の市場が効率的でないという状態は、GPIF にとっては極めてデメリットがあるので、そういう観点から、参加者をふやして、物価連動国債の市場の効率性、流動性を高めるということは、まさに最大の保有者である GPIF にとっては直接的なメリットがあると考えている。

委員 国内債券の政策ベンチマークと評価ベンチマークの関係はどのようになっているのか。

執行部 国内債券の場合は、キャッシュアウト等対応ファンドのように、本来、収益目的ではないファンドも入っているので、政策ベンチである NOMURA-BPI をそのまま評価尺度とすると、キャッシュアウト等対応ファンドの評価が正当にできないという観点で、マネジャーベンチマークの集合体である複合ベンチマークが評価ベンチマークとなっている。

委員 政策ベンチマークと評価ベンチマークは同じほうがいいのではないかな。

委員 委員のご指摘のとおり、同じほうがいいが、それに加えてキャッシュを保有すべきという点も書かれており、評価ベンチマークは下駄を下げたあげないと、GPIF の評価としてはフェアではないのではないかな。

委員 それでは、複合ベンチマークを政策ベンチマークにすればいいのではないかな。

委員 ただ、それについては、長期間のデータが取れるのかという問題も生じてくる。

委員 今回の決定は、第3階層目のマネジャーベンチマークの変更であり、これは執行部で決めることだが、評価ベンチマークは複合ベンチマークになっているため、形式的には評価ベンチマークの変更になる。評価ベンチマークというのは GPIF を評価するベンチマークであり、経営委員会として議決するというのが、形式的ではあるが必要なのではないかな。

委員 物価連動国債と ESG は似たような説明になるということだったが、少し違うのではないかな。ESG の場合は、ESG 評価の高いものに投資するというある種の投資判断になるのに対し、物価連動国債の場合はその市場自体を大きくしようという議論なので、スタンスが違うのではないかな。引き続き検討すべきである。

執行部 フィデューシャリー・デューティーや他事考慮など、この2年間、ESG を通じて議論してきたのは、GPIF は1件1件の勝ち負けということよりも、全体の持続性が高まったり、全体的に底上げされたりするほうがメリットが受けられるということである。物価連動国債についても GPIF のインハウスだけよりも、マーケット全体がよりトレードが活発になったほうが、我々の自由度も高まるという意味で

一緒だと申し上げた。

委員 アクティブファンドというところに若干違和感がある。例えばインフレヘッジというのが重要な役割であり、物価連動国債というのは重要な投資対象だという前提があれば意味があるのではないか。アクティブでアルファを出すためという、若干矮小化されているように感じる。

執行部 パッシブについても検討したが、これだけ流動性がない、実際のマーケットにはほとんどものが出ていないという状況の中で、アクティブならばまだしも、パッシブ全体のベンチマークを変更すると大変なことになるので、そういった状況もヒアリングした上で、アクティブだけの提案になっている。

委員 委員から提案があったが、本報告事項の評価ベンチマークの変更はオートマティックではあるが、評価ベンチマークは議決対象であるという趣旨に沿って、評価ベンチマークの変更について議決をとりたいと思う。修正内容の確認につきましては、私に御一任いただきたい。

(3)「アクティブ運用の運用制約緩和（永久債、無格付債券、バンクローン）」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 これは意見になるが、前回、政策ベンチマークとの乖離について、アクティブリスクの範囲内で管理するという説明だったが、対象は非投資適格債であり、ある基金ではエクイティに分類してしまっているぐらいの話で、システムティックリスクのレベルが違ってくる可能性も十分ある。これは次期基本ポートフォリオのときの検討課題である。今のまま国債のベンチマークをベースにして、非投資適格債まで踏み込んでいくことについては、リスクとして気になる。

(4)「平成 29 年スチュワードシップ活動報告」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 パッシブ運用機関の議決権行使については、陣容やコストの問題を考えると、助言機関に依存することが大きい。助言機関の影響力が非常に強くなることについて、GPIF として、今後、どのように取り組んでいくのか。

執行部 そういうおそれのある議案推奨機関のガバナンスの問題、彼らの中で利益相反が起きていないか、あるいは業界での彼らの影響力に対して、過度な効果が起きないかを、運用受託機関が助言機関に対してエンゲージメントすることを求めている。間接的な形にはなるが、運用受託機関が助言機関の推奨に機械的に従うことがないか、推奨自体にガバナンスが疑われるようなケースがないかどうかという 2 点を含めて、常に運用受託機関には助言機関に対して目を配るということ、そして、何よりも、自らの議決権行使のノウハウやエンゲージメントのノウハウを上げることが求めている。

委員 助言会社に対して、例えば、どのような形でスクリーニングをかけて、助言をしているのかなどの情報を集めたりしているのか。

執行部 これまでは運用会社に対して、助言会社にきちんとデューデリジェンスやエンゲージメントをしてくださいと言うところまでだったが、まずは議論から始めている。指数会社について、以前は直接エンゲージメントしていなかったが、指数会社の重要性を認識して、いろいろと議論しているのと同じく、助言会社の重要性を認識しており、もう少しコミュニケーションを増やしていきたい。直接的な利害関係にはなく、最近は GPIF のようなアセットオーナーと直接意見交換したいと向こう側からも来ているのでできる範囲の中でやっていきたい。

委員のご指摘の集中リスクについては、運用会社の分散は考えているが、その運用会社が全部同じ助言会社を使っていた場合、分散がないということになるので、助言会社の分散という考え方もあると思う。

委員 執行部から発言があったように、非常に寡占化が進んでいる業界なので、特定の助言機関が実質上決めているようになったら、パッシブ運用機関にスチュワードシップ活動にもっと関与しようと言っても意味がないのではないか。実際の助言機関がどのように助言しているかなどについて、断片的な情報ではあるが、かなり機械的なスクリーニングでやっていると聞いている。

執行部 なかなか難しいが、私たちも委員の不安を共有しているところであり、先ほどのベンチマークの例と同じように、運用会社に対し、どのように助言会社を選んでいるのか、なぜ他社と比較検討しないのかと言い始めており、段階的にその意識は明確にしていこうと思っている。

委員 海外のアセットオーナーも認識は同じなので、グローバル・アセットオーナーフォーラム等も含めて、GPIF だけでなく他のアセットオーナーと一緒にできる部分もあるのではないかなと思う。

(5) 「取引先情報ダッシュボードの開発」

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 運用するには、インプットが適時適切に行われることが必要だと思うが、誰がインプットするのか。

執行部 最初に仕組みをつくる場所は誰かがやらなければいけなかったが、今後は、ミーティング等があると、出席者が必ずアップデートするという CRM 的な形で使っていくことになる。

執行部 同じ場所から出してきた、新しい情報を取り込み、反映してから同じ場所にしまうという設計のシステムになっており、古いものに新しいものが加わって、カードが増えていくイメージである。そして、それを検索ができるようになっている。

- (6)「平成 29 年度第 3 四半期運用状況」
- (7)「平成 29 年度第 3 四半期運用リスク管理状況等の報告」
質疑等はなかった。

以上