

第 36 回経営委員会議事概要

1. 日 時：2020 年 1 月 9 日（木） 9：00～12：30
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 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
・高橋理事長
4. 議事概要

【議決事項】

（1）「報酬等及び給与等の支給の基準の変更について」

2019 年 8 月 7 日付人事院勧告に基づく国家公務員の一般職の職員の給与に関する法律の改正に準じ、職員給与規程を改正することについて、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。

質疑等はなかった。

（2）「事務所の賃貸借契約の更新について」

現在入居中の事務所の賃貸借契約について、契約更新するために申込書の提出及び契約締結手続きを進めることについて、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。

質疑等はなかった。

【審議事項】

（1）「次期基本ポートフォリオの策定について（11）」

厚生労働省及び委員から説明があった。

（2）「第 4 期中期計画について（4）」

中期計画策定の前提となる GPIF を取り巻く外部環境、経営ビジョン（GPIF の目指すべき姿）、経営資源配分方針等について、執行部から説明があった。

また、第 4 期中期計画期間（2020 年度～2024 年度）におけるオルタナティブ投資に関して、今後 GPIF が各オルタナティブ資産において採るべき投資戦略、投資可能額、必要とされるリソース等を取りまとめたブループリントについて、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 A PE の過去のリターンはここに示されているとおりだと思うが、今後について考

えるときに、過去から将来を投射することについては、慎重に考えたほうがいいのか。

大規模なファンドはリターンが安定的に高いという説明があったが、成功したところが大きくなったという側面もあると思う。事前に選んだところが今後そのようにうまくいくとは限らない。

大きな方向性については、私もオルタナティブ投資は伝統的資産と並んで分散投資の一環として推進すべきだと思っているが、PE については、余り急がずに、堅実なステップを踏んで進めるのがいいのではないかと。

執行部 委員の御指摘のとおり、大規模ファンドについては、成功したファンドが実績を上げた結果として、大型化しているという面もあると思う。我々としても、そのようなファンドが今後も安定的なリターンを維持できる体制を持っているのか、あるいはそういった手法を今後も駆使できるのかなどについては、慎重に見ていきたい。

また、リターンの歴史的な水準については、過去 100 年以上のデータがある伝統的資産と比較すると限定的ではあるが、過去 20 年間においても比較的良好な水準を上げており、この 2～3 年だけを見ている訳ではない。

委員 A 特に PE については、先行者利益の形で、過去数十年の歴史の中で大きくなってきた。今後も同じように展望できるのかは慎重に検討する必要があると思っている。

いろいろな側面で外部の専門家の知識、経験を活用するといっても、日本から海外に、特に個別色が強いバイアウトファンド等に投資をするということもあり、より慎重な対応が必要なのではないかと思っている。

理 事 基本ポートフォリオの策定においても、基本的には上場株は過去のデータから将来の期待リターンをシミュレーションしており、PE についても同じことではないかと思う。ただし、最近マーケットの伸びを反映して、今後のパフォーマンスについてはこれまでよりもやや保守的に見ている。

PE については、他のオルタナティブと考え方を変えて、外国株式のアクティブ運用として考えたほうがいいのかと思っている。委員から御指摘いただいた海外に投資する際のいろいろな不自由さについては上場株式にも存在しているし、本質的にはそんなに分散効果はないと思っているが、これまでの実績として α が出ているので、これが継続できる間はふやしていくべきだと思っている。ボラティリティに影響されず長期間持てるというのはマーケットにおいて有利なので、当面、PE の有利な状況は残るのではないかと。

ファンドのサイズについては、毎回 LP と GP では激しいやりとりがある。サイズが大きくなると今までのようにリターンを獲得できないのではないかと LP 側はずっと懸念してきたが、結果としては、GP 側が LP 側の懸念を覆してきた。サイズが大きくなるとそれだけよいディールにアクセスできるといったプラスのほうがかれまでは大きかったということだと思う。

委員B 厳密には計算できないのかもしれないが、オルタナティブ投資にあたっては、ヒト・モノ・カネをかなりかけることになるので、全体の費用対効果が一定程度明らかにならないと、こんなに人員、お金をかけていいのか判断ができないと思っている。

また、経営ビジョンについては、財政検証のケースⅢを前提としているが、ⅣやⅤなどケースもリスクとして考えておく必要はないのか。

執行部 資料には委託手数料控除後のリターン、旅費・諸費の経費率についても掲載している。

理 事 長期の年金運用においてオルタナティブの資産の割合をふやして、リターンを安定させるとするのは国際的な常識だと思っており、方向としてはふやしていく方向に考えるべきだと思う。

執行部 経営ビジョンについては、財政検証のケースによって長いものもあれば短いものもあるが、例示としてケースⅢであれば積立金のピークまでの期間は約 60 年間であることを掲載している。

理事長 PE については、これからは上場、非上場あわせて外国の企業にどう対応するかというのが非常に大切だと思っており、PE についてもある程度戦略的に取り組むべきであると思っている。

独立行政法人通則法第 30 条第 1 項及び第 4 項の規定に基づき、第 4 期中期計画における予算を作成するにあたって、計画策定の方向性及び同計画期間における組織・人員について、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員C 人員が大幅に増員になるので、管理職をどうやって育てるか、どうやって研修するかなどいろいろ大変だと思うが、計画的に進めてほしい。

委員D 先端技術の活用についてはコストがふえているが、金融機関のように AI や RPA などで業務合理化されて、人を再配分できるという面もあるのか。

理 事 人員については、経営ビジョンにも示されているように、次期中期計画 5 年間はふやしたいと思っているが、それ以降は他の海外年金基金と同じようにふやしていくのか、委員の御質問のように RPA や AI などの効率化で人数を減らすことができるのか、当面 5 年間のいろいろな業務効率化の結果を見て考えたいと思っている。

理 事 現状は相当厳しい状態で運営しているので、こういう AI による業務効率化やアウトソースの取り組みによって、無理してストレッチしている分の回収という意味がある。今後効率化していけば、減らせる部分もあるとは思いますが、170 兆円のファンド・オブ・ファンズを運用しているということを考えれば、急にふやすというよりも今が足りなさ過ぎるのではないかと思っている。

委員E 第 3 期中期計画の予算に比べて実績は大幅に減っているにも関わらず、第 4 期

の予算は第3期の予算の比較になっている。実績は現在の活動がベースなのに、どうして5年前との比較になっているのか。人員が足りないのであれば、第3期の経費の実績、人員は実績がこうなっているので、とても大変なので増やしたいと説明するべきではないかと思う。予算をふやしているのは、交渉のときに減らされるからかもしれないが、この説明では理解できない。効率性の向上について努力していると思うが、その成果がどうして次の第4期に出てこないのか。

それぞれの課題があって、どのタイミングで、どういう状況が起きたらどのように方向転換するという事業の運営のベースが必要だと思うが、その仕組みが今回の説明にはない。何を KPI にして、この施策を評価していくのかという仕組みをこの中にきちんと入れていただいて、予算にしてほしい。

理事 運用手数料は、本来は別立てで予算をとるものではなく、ファンドのパフォーマンスの中で相殺するべきだと思う。特に今はほとんど全てのアクティブ運用が実績連動報酬に変わっているので、パフォーマンスが良ければ運用手数料はふえるし、悪ければ去年のように減ることになる。今回の下振れの一番大きな要因は、5年間でオルタナティブの残高が5%ぐらいまでふえるという前提だったものが、実際には1%に満たなかったのが一番大きなギャップになっている。どうしても5年間の予算をとらなければならないので、全てがうまくいき、思ったとおりのパフォーマンスが出て、思ったようにオルタナティブの残高がふえるという前提で予算をたてることになってしまう。

業務概況書を見てもはっきりわかると思うが、いわゆる通常の独立行政法人のように、同じような業務を繰り返して、5年間で徐々に効率を上げていくという業務をやっているわけではなく、業務のクオリティーそのものが劇的に上がっている。どこで効率が上がって、コストが下がっているのかというのは、GPIF のようにクオリティーを上げている組織にはなじまないのではないかと思う。

もし企業でも5年間の予算を計上するとなるとこうなってしまうのではないかと考えている。加えて GPIF の場合は現時点で5年先までこういうことをやるということをおそらく経営委員会で合意できないと考えているので、今の段階でできそうなことを中心に5年分、その成長分も含めて予算をとることになるので、どうしてもバッファとフレキシビリティは必要になる。

KPI をどう回すかについては、委員と同じく考えるべきだと思う。

委員E 最大限の経費を計上するというのは、今の仕組みからすると仕方がないのかもしれないが、実際の運営はそれとは別だと思う。本来、GPIF に求められているのは、国民から預かった年金資産をいかに増やすのかということなので、コストがかかっても、それ以上にリターンが上がればいい。何を KPI にしてこの施策は判断していくのかというのがなければ判断ができないので、その仕掛けを組み込まないといけないと思う。

委員A 先端技術の活用と並んで、サステナビリティ、スチュワードシップ関連の予算が増えているが、特にスチュワードシップ活動については、実際にスチュワード

シップ活動の大部分を担うのは運用機関だと思う。GPIF のモニタリングをするスタッフの増員やデータベース等も必要だと思うが、運用報酬についても、しかるべき活動をきちんとしているパッシブ運用機関には、それに見合うような運用報酬を払うという考え方を予算においても明示的に打ち出したほうがいいのではないかと思う。

理事 全体としては、アクティブ運用の実績連動報酬の部分が大きいので目立たないが、通常のコミュニケーションの中では、パッシブ運用のマネジャーには、きちんとスチュワードシップ責任を果たしてくれるのであれば、そのフィーについては検討するとはっきり言っている。せっかく御意見をいただいたので、どこにメッセージを入れられるのかわからないが検討したい。

委員長 いろいろと出た意見を踏まえて、今後、関係先と折衝するようにしてほしい。

委員F リーガル・内部牽制の強化のための採用とあるが、リーガルの運用専門職は弁護士のことだと思うが、内部牽制の強化のための正規職員の採用というのは具体的にどういう人をイメージしているのか。

執行部 想定では、業務リスク管理の経験者の採用を考えている。

委員F リーガル業務は、民事・商事の契約の締結に際して法的な調整をするので、これからオルタナティブ投資を拡大していくとなるとさらに需要が多くなるというのは理解できる。

一方でコンプライアンスなどについても、法的な素養はかなり必要になるので、企業での経験者を連れてきても、本質的には余り改善にならないのではないかと思う。リーガルという意味では、コンプライアンスを含めてリーガルなので、恒常的な業務としては、民事・商事の法務業務になると思うが、コンプライアンスの問題が発生したときにも、リーガルが出てきて対応するという側面は必要なのではないかと思うので、もう少し全体的なスキームを考えてほしい。

執行部 資金運用部会でもこの点について御意見をいただいている。リーガルの採用については、報酬面でかなり高い方がいるので、専門職と位置づけている。今後の採用については、御意見を参考に取り組みたい。

資金運用部会における GPIF の次期中期目標に関するこれまでの議論の整理等について、厚生労働省から説明があった。

また第4期中期計画を作成するにあたって、中期計画骨子案について、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A スチュワードシップ、ESG と並ぶ形で、リスク管理が挙げられているが、今後5年間を考えると非常に不透明な投資環境なので、リスク管理及び複合ベンチマーク対比のパフォーマンスの確保のための体制強化についても入れたほうが良いと思う。

執行部 明示的に入れるようにしたい。

委員F 方向性としては国際分散投資は必須であると思うので、運用の指針として織り込むことはできないか。

執行部 中期計画自体は、あくまでも中期目標を受けて策定することになるので、そのあたりをどこまで書くのかは次回以降の経営委員会の中期計画案の議論の際に相談したい。

【報告事項】

(2)「業務執行状況報告(2019年度第3四半期)」

(3)「運用リスク管理状況等の報告」

理事長及び執行部から報告があった。

(5)「コンプライアンス案件についての報告(2)」

委員から報告があった。

(4) 監査委員会活動報告(2019年度第3四半期)

コンプライアンス案件への対応を行ったこと、内部規程の見直しについて監査委員会として見直しの方向性の提案を行ったこと、業務監査ヒアリングを開始して各部室長と率直な意見交換を行っていること、契約審査会に6回出席して契約は適正に実施されていると考えていること、以上4点について委員から報告があった。

質疑等はなかった。

【その他事項】

議事録の作成(10月6日、10月11日、10月18日、10月24日及び11月18日開催分)及び議事概要の公表(10月24日及び11月18日開催分)について承認を得た。

以上