

第 77 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2023 年 2 月 21 日 (火) 13:55~16:35
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 : ・山口委員長 ・新井委員長代理 ・板場委員 ・内田委員 ・逢見委員
・尾崎委員 ・加藤委員 ・小宮山委員 ・根本委員
・宮園理事長
4. 議事概要

【報告事項】

- (1) 「2022 年度第 3 四半期運用状況 (速報)」
2022 年度第 3 四半期運用状況 (速報) について、執行部から報告があった。
質疑等はなかった。
- (2) 「運用リスク管理状況等の報告 (2022 年度第 3 四半期)」
運用リスク管理状況等の報告 (2022 年度第 3 四半期) について、執行部から報告があった。
- (3) 「令和 4 年度計画予算の執行見込み及び令和 5 年度計画予算 (案) の主要項目について」
令和 5 年度計画予算 (案) の策定につなげていくための令和 4 年度計画予算の執行見込み及び令和 5 年度計画予算 (案) の方向性や主要項目の検討状況について、執行部から報告があった。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 A 業務経費について、人件費の増分は別として、物件費等については、業務の効率化及び経費の節減が予算策定時にも掲げられている。新たなシステムの投資はこれからということだが、それに伴って、効率化が見込める部分もあると思うが、効率化と経費の節減は、どのように数字上は出てくるのか。

執行部 次回の経営委員会で、経費節減部分について、予算目標の 1.24%節減できているかどうかを説明させていただきたいと考えているが、現段階では、対前年比で 1.6%節減できるような予算を組もうと考えており、目標は十分達成できると考えている。

理事 補足させていただくと、おっしゃるとおり、人件費、システム費、新たに始めた事業の費用を除く、その他の費用につきましては、節減目標を踏まえ

て節減していくという形になっている。

委員B 特に異論はないが、人件費の計画には、今の賃金上昇やベアの状況を加味しているのか。新聞では、新入社員の給与の引き上げというニュースも聞く。特に IT 人材、専門人材というのは、なかなか人を採りにくいと思うがどうか。

理事 独立行政法人においては、中期計画予算の変更等をしない限りにおいては、中期計画期間の費用の中でやりくりするという事になっている。ただ、今、委員から御指摘いただいた話は、これから高度化等を図る上では非常に大きな課題だと考えているので、3月に給与体系の見直し、IT 人材、金融工学にたけた者等、高度な専門性を持つ人材を採用することについてお諮りしたい。

全体的な費用については、やりくりの中で考えていくしかないということである。

(4) 「オルタナティブ投資におけるシングルファンドの検討状況について」

オルタナティブ投資において取り組みを予定しているシングルファンド投資（投資一任契約に基づく委託運用、および、LPS（リミテッドパートナーシップ）投資）について、執行部より報告があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員C 国内不動産のシングルファンド投資について、投資一任契約の相手方として選択されている会社は、不動産会社の100パーセント子会社である。したがって、このスキームは、形の上では投資一任契約によるものではあるが、実質的には、個別の不動産開発案件にビルド・トゥ・コア型の投資をするという決定をGPIFが実施するものであり、GPIFが投資先の不動産を決定するものではないか。こうしたスキームは、GPIF法に反するのではないか。

理事 本件は、投資一任契約の下、LPSのリミテッドパートナーシップの受益権を取得するものであり、GPIFが直接不動産を取得するものではない。また、GPIFとして個別の案件に関わりすぎないという観点から、個別の案件につきGPIFが50%を超える出資割合を取得しないというルールも守っている。

委員C また、法的な問題以外にも、いくつかの問題がある。1点目として、選定の合理性をどのように確保し、被保険者をはじめとした国民にどう理解してもらうのか。2点目として、GPIFが投資するとなると、巨額投資案件になり、当然、社会経済的、政治的なインプリケーションを持つということ。そういう中で、GPIFがこういう選択をしたということになる。3点目として、こういうことがGPIFで決められるとなると、政治的圧力、社会的圧力にさらされるということ。最後に、こういうことはあってはならないことだし、ないとは思いますが、腐敗、癒着の問題。実際にはないにしても疑惑を招く可能性がある。この解釈については、再考していただきたい。

委員長 本件がGPIF法に抵触するかどうかについて疑義があるのではないかと

う議論が出ているが、厚生労働省はどのように考えているか。

厚生労働省 今回のスキームは、いかなる不動産に投資するのか、GPIFがあらかじめ決定しているものではなく、投資判断は全て一任されていると評価でき、法律的に違反はしていないと解釈している。

委員長 ただし、非常に個別性が強く、この資産運用会社について、GPIFとしての運用が妥当であるかどうかの判断というのは非常に難しく、第1次審査、第2次審査、第3次審査をクリアすれば十分だということにはならないということか。

厚生労働省 本件に限らず、これまでの伝統的資産を含めて利益相反の排除が必要な運用形態もある中、特に、オルタナティブの不動産のように個別性の高いアセットについて投資する場合、利益相反の排除等どのように行えば良いのかという点については、今回初めてということもあり、引き続き投資のモニタリングをする中で、工夫をしていただくことは必要と考えている。

委員長 金融庁の監督指針との関連はどう整理するのか。

理事 本業者については、金融商品事業者として適正に監督を受けており、金融商品取引法上、何も問題ないと考えている。

委員D 本件において、個別案件に対する出資割合が50%以下であるという業務方法書のルールはクリアしているのか。

理事 業務方法書の50%ルールはクリアしている。

委員D 既存のファンド・オブ・ファンズストラクチャーは、出来上がりのフィクスト・インカムに近い形のポートフォリオを構築していくため、これではなかなか運用の効率向上につながらないということで、今回、ビルド・トゥ・コア型投資を行うことについては、GPIFの投資の方向性として十分理解できる。やはりプロフェッショナルな投資家としての道を目指していくべきであり、その動機は十分分かる。

また、ご説明頂いたように、コンフリクトをしっかりと管理していくという覚悟を持って臨んでいくということ自体については理解をしたい。コンフリクトをしっかりとチェックし、フェアな取引が確保されるようにして、被保険者の利益向上に努めていただきたいと思います。

理事 世界の投資家の潮流としては、オルタナティブに関しては、ファンド・オブ・ファンズを始めて、今、皆様から御指摘いただいているような点がきちんとクリアできるようなリスク管理ができるという段階で、シングルファンドの投資に切り替えていくというのが通常であり、GPIFもそのステップを踏みたいというのが今回の趣旨である。ファンド・オブ・ファンズだけの運用では、ポートフォリオ全体に自ら責任を持って運用するという点で被保険者のための利益を達成しにくい形式であることから、GPIF自身で、ある程度マクロのリスクをマネージしていく必要がある。

委員C 実質的な危険や法律上の疑問等を考慮し、リターンを求めて本当に本件を

実施すべきかどうか、疑問を持っている。

いずれ、資金運用部会で説明されるのだと思うが、本当にきちんと説明できるのか、私は非常に危惧を覚える。

委員D 伝統的資産でアクティブファンドを選定するときも、一定のテーマとか投資手法を評価して個別マネジャーを選定することからすると、今回も超過リターンの獲得を含め、対象地域とか、不動産タイプとか、クライテリアを決めて選定しているということだと思うので、その説明しっかり行って欲しい。また、GPIF 自身の選定プロセスの骨格がいかにかしっかりしているかということが問われると思うので、遺漏なきように今後もお願いしたいと思う。

委員長 本報告事項についての各委員の疑問・指摘も理解出来る一方、オルタナティブ投資を行う上でその範囲を慎重に考えた上で一定のリスクを取る事は理解する。また厚生労働省の GPIF 法上問題無いという解釈をしている点を見ると経営委員会として本件を差し止めるものではないが、本件実施の内容・状況を次回の資金運用部会でも充分説明し、その議論の帰趨を見て行く事をしっかり行って欲しい。

理事長 コンフリクトはやはりリスク管理の一番の課題になってくると思うので、投資開始段階と投資期間中のモニタリングから出口まで、一貫通貫で満遍なく管理をしていくということがリスク管理の一番重要な点だと思っている。初めての案件でもあるので、執行部から経営委員会にできるだけ詳細に、回数多くして、経過を御説明、御報告したい。

理事 頂いた御懸念等が実現しないよう、また資金運用部会においてもしっかりと説明したい。

委員長 GPIF 法上、やっていいのかどうか、そこに疑念があるという話なので、出発点を問うている。本件は報告事項なので、経営委員会で議論するのはここで止めたい。既に厚生労働省としては一定の答えを出しておられるので、いま一度の確認を含め資金運用部会での議論をしっかりとやっていただき、それに基づいて GPIF は運用を行っていくということになるので、そのように進めていただくということでもよろしくお願ひしたい。

(5) 「2022 年度調査研究進捗報告及び 2023 年度調査研究計画」

2022 年度調査研究進捗報告及び 2023 年度調査研究計画について、以下のとおり執行部から報告があった。

<2022 年度調査研究の進捗> 「①投資における ESG 及び SDGs の考慮に係る調査研究」、「②株式レンディングの市場への影響にかかる定量分析」、「③基本ポートフォリオ策定における主要論点にかかる海外年金等調査」、「④売買取引の短期流動性やマーケットインパクトの推計、及び最適執行アルゴリズム等の研究・開発」の 4 テーマを計画。

テーマ①及び②については、2022 年度中に委託調査研究が完了する見込み。

テーマ③については委託調査とせず、基本ポートフォリオ検証等 PT において調査を実施。

テーマ④については推計モデル構築の実現性が認められる候補者が存在しなかったため、委託先を選定せず、計画を中途終了。

<2023 年度調査研究の計画> 「①インフラ資産の公正価値評価にかかる調査研究」、「②ステークホルダー等の GPIF に対する見方等に関する調査研究」の 2 テーマを選定。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 E ステークホルダー等の GPIF に対する見方等に関する調査研究について、ここでステークホルダーとして考えられている対象について教えていただきたい。また、中期計画作成のための参考にといいことだが、漠然としているので、より具体的に御説明をいただきたい。

執行部 まず、ステークホルダーについては、前回の調査を参考にすると、有識者の方、経済、金融、資産運用、経営管理等の分野の有識者の方をステークホルダーとしてアンケート調査を行った。

また、前回の調査で、例えば外部環境を分析した結果どういうトレンドがあるかとか、また外部の有識者の方が GPIF にどういうことを期待しているかということ調べて、それを基に中期計画をつくるというもの。例えばオルタナティブ投資をもっと増加させるべきではないか、ESG 投資はもっと行うべきではないかという意見を参考に、現中期計画に盛り込んでおり、同様のことを今回も考えている。

理事 中期計画は中期目標に基づいて、執行部が案を出して経営委員会を中心に作成するが、前回については、経営委員会から、関係者の意見も聞きたいという依頼があり、執行部で有識者調査を行ったという経緯がある。

今回についても、あくまで中期目標、中期計画を達成するためのものだが、経営委員会、もしくは執行部が主体的に検討していく上で参考にさせていただくものと考えている。

委員 E ステークホルダーという言葉がここで使われているが、誤解を招く表現に感じる。有識者ということであれば、そのように掲げたほうがよいと思う。

委員 A 私も同様で、GPIF が最も考えなければいけないステークホルダーは、専ら被保険者であるので、ステークホルダーという言葉を使わずに、有識者としたほうがよいと思う。

執行部 執行部内で、次回調査研究会議を行う際に、名称を、有識者等、誤解のない表現にするように変更して計画を行うこととしたいと思う。

委員長 有識者の定義はどうするのか。

執行部 運用に関する有識者ということで、具体的には経済、金融、資産運用と、そういった知見のある人たちと言うことはできると思う。

理事 前回は、ステークホルダーは関係者ということで、運用受託機関はどう思

っているか、年金審議会や資金運用部会の委員はどう思っているのか、一般の方に聞いたかどうかという御意見をいただき、そのように実施した。そもそも経営委員会からいただいた依頼でもあるため、御意見等を踏まえて実施していくことになると思う。

理事長 ステークホルダーという表現を使ったのは、新聞、雑誌の報道等のマスコミや、国会等様々なところで GPIF が取り扱われる。それらを AI を使って分析して、どのようなキーメッセージが浮かび上がってくるのかというのも、次の計画に重要な資産になるということで、外部の力を借りて分析するという点も含まれている。

委員 E そのところに、少し疑問に思うところがある。マスコミ報道を見ると、率直に申し上げてリテラシーが不足しているのではないかというような記事も少なからずあるので、それをあまり気にしても仕方がないのではないか。一方で、しっかりした専門的な知識をお持ちの方々に、今後の GPIF の在り方について御意見を頂くということは大賛成である。

執行部 どのような人たちに話を聞くのかということは、誤解のないような言い方にしたいと思う。

委員長 どのようにステークホルダーを定義するか、どのような表現を選んでいくのか、その辺り、よく考えて対応していただければと思う。

(6) 「足元の運用リスク管理状況及び業務執行状況について」

足元の運用リスク管理状況及び業務執行状況について、理事長及び理事から報告があった。

【その他事項】

・議事録の作成及び議事概要の公表（11月8日及び12月12日開催分）について承認を得た。

以上