

第5回経営委員会議事録

1. 日 時：平成30年1月22日（月）10:00～12:30
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：・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
 - 1 開会
 - 2 議決事項
 - (1) 「次期基本ポートフォリオ検討作業班（PT）」の設置について（案）
 - (2) バンクローンの運用開始
 - 3 審議事項
 - (1) インハウスでのデリバティブ取引について
 - (2) オルタナティブ投資に係るLPSスキームの取り組み
 - (3) 管理運用業務の議決事項の整理（第2回）
 - 4 報告事項
 - (1) 監査委員会活動報告（平成29年度第3四半期）
 - (2) 実績連動報酬体系の見直し
 - (3) アクティブ運用の運用制約緩和
 - (4) 第2回 GPIF Finance Awards の実施について
 - 5 その他事項
 - 6 閉会

○平野委員長 これより、第5回「経営委員会」を開会いたします。

議題に入る前に、第4回「経営委員会」の議事概要及び議事録について、内容が関連しておりますので、まとめて事務室から説明をお願いします。

●辻経営委員会事務室長 第4回「経営委員会」の議事概要及び議事録について御署名をいただいたところがございます。つきましては、経営委員会において第4回の議事概要の公表の承認を得たということですのでよろしいでしょうか。

（「異議なし」と声あり）

●辻経営委員会事務室長 それでは、了承を得ましたということで、議事概要の公表の手続を進めさせていただきます。なお、公表次期につきましては、1月29日月曜日頃を予定

しております。

以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

続きまして、議題は議決事項となります。議決事項1「『次期基本ポートフォリオ検討作業班（PT）』の設置について」、私から説明します。

お聞きいただきます。これがいわゆるPTの設置案でございます。

趣旨は、次期基本ポートフォリオ策定に関連する所要の検討作業を行い、経営委員会の審議に資することを目的として設置する。

PTの位置づけでございますが、PTは経営委員会の直属とします。

PTは所要の検討作業を行うに当たり、経営委員会にかわり作業に必要な資料作成等の指示、これにはコンサルタントの活用を含みます。それを行うことができる。

PTの構成でございます。新井委員にヘッドをお願いいたしまして、加藤委員、根本委員がメンバーとなります。

前回の基本ポートフォリオ策定作業に関わった堀江委員には、アドバイザーとして参画いただくということでございます。

事務局は、経営委員会事務局が務めます。

その他でございますが、PTの検討状況等につきましては、適宜、経営委員会に報告します。経営委員会におけるPTの報告内容等については、原則非公開とするということでございます。

執行部は、経営委員会あるいはPTの指示に基づきPTの作業に必要な資料作成等の支援を行う。

簡単ではございますが、このような趣旨でPTを設置したいと思っておりますけれども、いかがでございましょうか。

○高橋理事長 執行陣の一員としまして、こういう形で早目に次期の基本ポートフォリオの議論を行っていただけるのは大変ありがたいことであります。そうはいっても、日常的ないろいろなサポートも含めて、所要の人員を経営委員会事務局等に兼任発令する等、執行陣としてもきちんとサポートを行っていきたいと思っておりますし、必要であれば、このPTをサポートするコンサルタントの契約等についても、十分な対応をしていきたいと考えておりますので、どうぞよろしくお願いいたします。

○平野委員長 どうもありがとうございます。

ほかにございますでしょうか。

どうぞ。

○岩村委員 原則非公開と書かれていますが、報告内容等についてという限定なのですが、設置自体も非公開にするということでしょうか。

○平野委員長 今、御指摘のありました点でございますが、本議決事項につきましては、「年金積立金管理運用独立行政法人の業務運営、財務並びに会計並びに人事管理に関する

省令」第一条の四第2項第2号に基づきまして、平成29年度の基本ポートフォリオの定期検証の公表時まで非公表といたしたいと思います。

この点も含めまして、よろしゅうございますか。

それでは、議決をとりたいと思います。

いつものことですが、議決の手續につきまして御説明します。

議決に当たっては、委員長を含め、各委員は「賛成」「反対」「棄権」のいずれかの意思表示をしていただきます。

「賛成」または「反対」のいずれにも挙手されなかった場合は「棄権」とします。「棄権」は出席委員数に含めた上、「可否」の「否」として扱います。

また、意思表示をせず退席される場合は、出席委員数には算入しないことといたします。退席される方はいらっしゃいますか。よろしいでしょうか。

それでは、原案について、特段の修正御意見はございませんでしたので、原案につきまして議決をとりたいと思います。

本案の承認に「賛成」の方は挙手願います。

本案の承認に「反対」の方は挙手願います。

それでは、議決結果の報告につきまして、経営委員会事務室からお願いします。

●辻経営委員会事務室長 10名の全委員が賛成でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

よって、賛成する委員の数が過半数でございますので、本案につきましては、原案のとおり当委員会として承認することに決まりました。ありがとうございます。

それでは、次の議題に移りたいと思います。

議決事項2「バンクローンの運用開始」についてではございますが、この案件は、報告事項（2）「実績連動報酬体系の見直し」、報告事項（3）「アクティブ運用の運用制約緩和」の案件と関連していることから、これらの報告とまとめて執行部から説明をお願いします。

●陣場市場運用部長 それでは、iPad資料の08の報告事項（2）「実績連動報酬体系の見直し」という資料をご覧くださいと思います。

実績連動報酬体系の見直しということでございますけれども、アクティブ運用の超過収益獲得の強化を狙いまして、アラインメントの強化、セルフガバナンスの向上を目的としまして、本格的な実績連動報酬体系を導入したいというものでございます。

11分の2ページをご覧くださいと思います。現状の固定報酬、あとは一部で実績連動も入っておりますが、非常にマイルドな体系でございますけれども、現状の体系に対する問題意識でございます。

真ん中の「目標αの信憑性」という箱をご覧くださいと思います。私どもは、過去3年間の実績で運用機関が目標αを達成している事例がわずか18%しかないというのが厳しい現実ということでございます。この要因としては、現実的なαが設定されていないの

ではないかということが考えられるわけでございます。

2つ目の課題としまして、「運用キャパシティの管理」ということでございます。固定報酬ですと、運用機関としては残高の維持、拡大を目的にしまして、運用できる能力を超えて受託をしてしまうといった課題が常につきまといっているということでございます。

こうした問題を解決するために、私どもが考えたのが、11分の4ページをご覧ください。11分の4ページの下にグラフが書かれてございます。X軸が運用機関の上げる超過収益率、Y軸が運用機関への報酬率という関係になります。今の固定報酬ですと、灰色の線になりますけれども、超過収益とは関係なくフィーを払っているか、また、青線のマイルドな実績連動報酬の体系となっているところでございます。

今回、アクティブ運用につきましては、赤と緑の線で表現される報酬体系にしたいと考えているものでございます。超過収益が上がらなければ、パッシブ並みの基本報酬、赤線で表現されています。超過収益が出てくれば、それをシェアしていこうという考え方でございます。一事例でございますけれども、こちらのグラフですと2%が現在の目標超過収益率です。目標超過収益率が達成できれば、今お支払いしている固定報酬、実績連動報酬はきちんとお支払いをする。それを超えれば、どんどん報酬率が高まっていくという体系になっているわけでございます。

11分の5ページをご覧ください。新しい制度においてはキャリーオーバーということございまして、獲得した超過収益額がすぐに支払われるということではなくして、例えば55%はプールをしておいて、45%ずつ支払いをしていくということございまして、こうすることによりまして、長期的なリターンに対してフィーをお支払いするということが実現されることになるわけでございます。

11分の7ページをご覧ください。Q&Aということで、この報酬体系の裏にある考え方について、大きな転換が図られているものでございます。

Q&Aの②をご覧ください。こうした体系をとりますと、運用機関サイドからは、アクティブ運用についてはアナリスト、ファンドマネジャー等を置いてコストがかかっているのですよというクエスチョンが投げかけられるわけですが、私どもの考え方としては、運用機関のコストをカバーするためにフィーを払っているのではない。私どもの考え方は、アクティブ運用の報酬はパッシブを上回る付加価値に対してお支払いするのだと。コストカバーから付加価値に対して払うということで、実は考え方の大きな転換が図られているということに御留意いただければと考えてございます。

簡単ではございますが、実績連動報酬の説明については以上でございます。

●森市場運用部次長 引き続きまして、アクティブ運用の運用制約緩和について御説明したいと思います。09番のファイルでございまして、17分の1のページをご覧ください。

エグゼクティブサマリーに書かれておりますけれども、アクティブ運用機関がGPIFから受託して運用していますファンドとその運用機関が運用しています代表ファンド、コンポ

ジットと呼んでおりますけれども、こちらとの運用成績の差異を調査しますと、年間700億円ほどの差が生じている。こういった分析も踏まえまして、運用機関の能力が発揮され、期待される目標、超過収益率が達成されるように運用ガイドラインの緩和を行いたいというものでございます。

具体的には、一定のリスク管理体制のもとで永久債、無格付債、これは発行体格付があるものに限ろうということでございますけれども、加えてバンクローン、これは投資信託を通じて運用するものに限ろうと考えております。これらを新規に認めるとともに、フルインベストメント、集中投資制限といった制約を緩和しようと考えておるものでございます。

目標としましては、先ほど御説明いたしました新しい実績連動報酬体系の導入と相まって、目標超過収益率の達成が促されることを期待するものでございます。

左下の戦略プランをご覧いただきたいと思いますが、運用機関の能力が発揮されるように、できるだけ代表口座の運用制約に近づけようと考えておるわけでございますけれども、一方で、リスク管理をしっかりしていくという観点から、下の①から④の方針でやっていきたいと考えております。

①が、リスク管理体制が整っているアクティブ運用機関に限定をしようということでございます。

②としまして、リスク管理目標であるTE、トラッキングエラーは変えない。要するに、既に認められているリスクの範囲内でやっていただくということでございます。これに伴いまして、目標超過収益率、リターンの方の目標も変えないということを考えております。

③ですけれども、新しい運用商品の組み入れにつきましては、当面、上限を設けようと考えております。

あわせて、各運用機関のリスク管理をGPIFみずからもAladdinを使いまして、その遵守状況をチェックしようと考えておるものでございます。

2 ページに、もう少し具体的に書いております。内外債券のアクティブ運用につきましては、まず永久債を認めようということでございます。右側のほうに運用機関からの要望がありまして、比較的多くの運用機関から要望が出ているところでございます。こちらの運用は、リスク管理体制が整っている運用機関でやっていただく。また、同一資産クラスのアクティブ全体の %以内に抑えようと考えております。

無格付債券は、発行体格付があるものに限ろうということでございますけれども、こちらでもリスク管理体制が整っている運用機関に限るということでございます。

なお、こちらにつきましては、外国債券につきましては既にBBB未満の運用を行っておりますけれども、国内債券につきましても同様にBBB未満の運用も可能になるというところでございます。

3つ目がバンクローンでございます。こちらにつきましても、リスク管理体制が整っている運用機関に限ろうということでございまして、アクティブ全体で %以内に抑えようということでございます。こちらにつきましては、議決ということもありますので、後ほどさらに詳細に御説明したいと思います。

金利スワップ・CDSにつきましても、外国債券では既に実施済みなのですが、国内債券でも認めようということでございます。こちらは

、こちらが整い次第、開始したいと考えております。

全ての資産のアクティブ運用共通のことでございますけれども、1つ、フルインベストメントという制約を現在、かけております。ただし、運用上、合理的な理由がある場合につきましては、少し現金を持つことも認めてほしいという要望が来ております。こちらも基本的には認めようと思っておりますけれども、ただ、円につきましては現在、マイナス金利という状況でございますので、円以外のものについて認めようと考えているところでございます。

最後に集中投資制限ですけれども、こちらは現在、運用機関ごとに分散投資を促すという

という制限がかかっております。

ただ、アクティブ運用につきましては、もう数年前から、個々の運用機関の運用手法に依拠しまして、個別に緩和を認めてきておりまして、現在ではほぼ全ての運用機関で、実質上、集中投資制限を緩和しているような状況でございます。したがって、全体的にこの制限は解除をしまして、GPIF全体の集中状況を把握していこうと考えているところでございます。

リスク管理につきましては、お願いします。

●西原運用リスク管理室長 17分の3ページにつきまして御説明させていただきます。

運用制約緩和対象の債券、永久債とか無格付債は、いわゆる資本性証券ということでございまして、平常時では一般的な債券として扱われるのですが、ある一定の条件を達したときに、資本性としての役割を果たす債券ということで、そういう意味で、ストレス環境下における性質の変容がリスク管理上の重要なポイントではないかと執行部として考えています。

2 ポツ目、定量分析ということで、Aladdinで平常時のリスク量を計算いたしますと、おおむね横ばいとなりますので、リスクが減らない中で全体のリターン向上ということであれば、リターン・リスク効率は向上する可能性があるということでもあります。

一方、ストレス環境下ですと、Aladdinでは現状、捕捉できませんので、17分の17ページをご覧になっていただきたいのですけれども、簡易的な分析にとどまっていますが、いわゆる平常時と性質の変容、ある条件に達した場合の追加的なリスク損失がどれぐらいかということを見積もっています。

前提条件をこちらに書いていますが、それぞれの債券が 比率 を前提として、性質の変容のところでは、危機時のリスク特性という意味ではリーマンショック並みという相当保守的な前提を置いています。そのもとで、例えば永久債ですと、デフォルトといえますか、そういうイベントが発生する状況になるとか、バנקローンにつきましては、 LGDというのは大まかに言って1 マイナス回収率でございますけれども、回収できない損失が、

バーゼル銀行監督委員会の国際的に認められている数値を仮置きとして置いています。

○平野委員長 LGDは、Loss Given Defaultでしょう。

●西原運用リスク管理室長 はい。

○平野委員長 こういうテクニカルタームみたいなものについては、その都度、説明をやっていただけますか。

●西原運用リスク管理室長 今、委員長がおっしゃったようにLGD、Loss Given Defaultはデフォルト時の損失等ということで、例えば元本が100あって、LGDが35%と書いている場合には、35を損失するという意味です。

リスク量という意味では、

追加的な損失が生じるということです。

3 ページ目に戻っていただきまして、こういった前提条件を考えて、ストレステストを保守的な状況のもとで簡易的に実施した結果によりますと、「■定量分析」の下の方の2つ目の➤に「ストレス環境下（性質の変容）」と書いていますが、

もしこういった厳しい環境が生じた場合に、 失う可能性があるというインパクトということで試算しています。

こういったものを前提といたしまして、GPIFのリスク管理といたしまして、こういった制約緩和によりクレジットリスクの増加が見込まれますので、ハイ・イールド債の投資と同じような形で、一体として全体を管理していきたいと考えています。

具体的には 債券をGPIFの中で合算いたしまして、現状、国内債券全体の %、外国債券全体の %を当初想定というふうに考えていますので、こ

の中に収まっているということを目安に、月次の運用リスク管理委員会でしっかりとモニタリングを行ってまいりたいと思います。

こういった配分比率を超過する場合には、再度リスクレビューを行わせていただきまして、まずは投資委員会でクレジット戦略について審議をしていきたいと考えています。

●森市場運用部次長　続きまして、2ページにお戻りいただきまして、今回、報告ということで挙げさせていただいておりますけれども、このうちバンクローンについては議決をしていただいておりますけれども、このうちバンクローンについては議決をしていただいておりますけれども、このうちバンクローンについては議決をしていただいておりますけれども、このうちバンクローンについては議決をしていただいておりますけれども、新しい運用商品の場合、議決をしたかどうかを考えているわけでございます。

一方で、永久債、無格付債券につきましては、現在でも一部、例えば永久債であればベンチマークに入っているような永久債、あるいは無格付債券については、例えば金融債などにおきましても発行体格付であるものについては認めるなど、債券の一種としまして既に取り組んでいる部分もございますので、議決対象としてはバンクローンではないかと考えているところでございます。

これについての詳細につきましては、03のファイルが議決の関係のファイルでございますので、開いていただきたいと思います。

9分の1ページは、先ほど御説明したことと同じことが書かれております。

9分の2ページでございますけれども、今回、議決していただく内容を書いております。

運用対象の資産といたしましては、債券アクティブ運用、主に外国債券でございます。

投資スキームでございますけれども、GPIF法で認められております投資一任契約で考えますと、金商法の中でバンクローンというのは有価証券に当たらないということもございまして、直接には対象にならないということがございます。このために、投資信託を通じた投資ということに限って認めようということでございます。

リスク管理の方法につきましては、先ほど御説明したものと同じでございます。

少し細かく御説明いたしますと、9分の4ページはその市場規模になっております。米国ハイ・イールドに次ぐような規模になってございます。

9分の5ページでございますけれども、リターンでございます。黒い線が外国債券全体を示します収益率のグラフでございます。バンクローンはオレンジ色の線になってまいります。一番上に緑の米国ハイ・イールドという線がございますけれども、これよりは下でございますが黒い線よりは上、長期で見るとそのような形になります。

ただ、2008年のリーマンショックの一番左のほうを見ていただきますと、いずれの資産も黒い線よりも大きく下がるということで、先ほども御説明がありましたように、イベント時には大きな損失が一時的には生じるというような性質の資産でございます。

9分の6ページでございますけれども、バンクローンの商品概要でございます。主に格付がBBB未満の大型企業がM&Aなどに関連して銀行から資金調達を行うようなものでございます。

ハイ・イールド債券が固定金利であるのに対して、これは変動金利でございます、その分、利率は低くなるのですけれども、一方で金利上昇には強いという性質がございます。

数字的な性質を

ハイ・イールドと比較してい

執行部からの説明は以上でございます。

○加藤委員 バンクローンのお話ですが、長期投資家として高いクレジットリスクをとりにいくということは決して反対ではなく、いいのではないかと思いますのですが、非投資適格債の投資に踏み込むということで、2つほどお聞きしたい。

●陣場市場運用部長 バンクローンの考え方でございますが、今回、アクティブにおける運用制約の緩和ということでございまして、外国債券のアクティブにおける射程距離を広

げようということでございます。

どうしてこのようなことを申し上げるかと申しますと、アクティブの運用にしてもハイ・イールド特化型にせよ、いわゆるグローバル総合型にせよ、ハイ・イールドでクレジットに踏み込み、また、金利が上がってくる局面においてはバンクローンに乗り出しているということで、バンクローン、ハイ・イールドはかなり連続的なリバーシブルな資産としてアクティブ運用者は捉えておりますので、別の資産ということではなく、外債のアクティブのオフ・ベンチマークの資産として許容範囲を広げていく。そういう考え方にのっとりまして、射程距離を広める。

したがって、ベンチマークにつきましても、それぞれのハイ・イールドの運用者に与えられているベンチマーク、それからグローバル総合型ですと、バークレイズのアグリゲートというベンチマークになりますけれども、そのベンチマークのオフ・ベンチの投資対象として運用を認めているという考え方でございます。

○加藤委員 最初の質問については。

●水野理事 アセットクラスに関しては、GPIFの場合、アセットクラスは基本ポートフォリオのレベルで決まっているので、経営委員会でお決めになれば別だが、この4つの資産以外のアセットクラスをつくることは基本的にはできないので、このどれかに位置づけることになります。

なので、オルタナティブ投資についても同じですが、4つの資産のどこかに位置づけるということですので、そうであれば、今回のオフ・ベンチでやる部分に関しても、自然に考えればそれぞれのもとのアセットクラスに位置づけるということだろうと考えております。

2つ目は、一歩引いて、大局観を少しお話しさせていただければと思うのですが、今回のものに関しましては、GPIFが今、追加でリスクをとりたいということで考えて提案しているというよりは、今、私どもが委託しているマネジャーが、彼らが同じような投資家から預かっている資金に対して出しているパフォーマンスに比べて、それがコンボジットと呼ばれているものですが、700億円ぐらい我々が負けているという状態が現実としてあって、その原因は何ですかということを運用会社とやりとりをしていく中で、他の公的年金やお客さんはこういうものが認められているけれども、GPIFは認められていないのでこの差が出ますと言われたものを今回、認めようと思っているということです。

なぜ、これをこのタイミングでやるのが重要かといいますと、先ほどもう一つ報告させていただいた実績連動報酬が、まさにパフォーマンスを上げなければ払いませんということになっていますので、それを私どものほうから運用会社に言う限りは、運用会社がパフォーマンスを出せない原因がGPIF側のルールにあると言っているところに関しては基本的に直そうということです。それを今、同時にやっておりますので、あくまで今回のアクティブ運用の運用制限緩和で出ているリストは、何社からと書いていますけれども、具体的に運用会社にGPIFの運用制約によってパフォーマンスの足かせになっているものがあつた

ら教えてくださいと出して出てきたものを今回、緩和しようとしておりますので、彼らからしてみたら特段、別のことをやるというよりは、GPIFだけやっていなかったことを今回やれるようにするという意味合いだということで御理解いただければと思います。

○加藤委員 GPIFは今まで、ある意味で非投資適格債のリスクをとらないという決定をしてきているわけだと思うのです。要するに、バンクローンとかハイ・イールドのリスクを原則としてはとらなかったということですが、それを今度とるという理解ですね。

●水野理事 ちょっと違いまして、GPIFは運用会社に対してリスク・バジェットとしてトラッキングエラーを与えていて、そのトラッキングエラーを活用してパフォーマンスをどれだけ出せるのかを彼らは目標 α として我々に提案しているのですが、先ほど、陣場が申し上げましたとおり、実際18%の運用機関しか、最初にこれぐらい出しますというのを出してくれていないという状況です。その原因を調べていたところ、一つには、我々がこれだけリスクを使ってもいいですよと言ったものに対して全然使っていない。それが、私たちがリスクを使わないようにとめたというよりは、GPIFはリスクをとるのを嫌がるだろうという前提のもとにとっていないか、感じており、私たちとしては、こういうパフォーマンスフィーに変わりますから、私たちが与えたリスク・バジェットは使ってくださいということをもとにまず提案した。

そうすると、彼らから返ってきたのは、実際にこういうところに投資ができないからリスクがとれないのですということで、では、それも使えるようにしましょうということにしているのです。加藤委員がおっしゃったようなGPIFとして意識してリスクを抑えてきたということではなくて、もしそういうことがあったとしたら、実際に使っていていいですよと言ったリスク量と、私たちが認めている投資の対象が、マッチしたものにしていなかったということなのかもしれないです。

ただ、そういう形でリスク・バジェットを与えたものを今回増やすわけではないので、もともとは使ってもいいですよと言ったリスクを使ってくださいというところですから、そこは変わらないです。

○加藤委員 もともとリスク・バジェットとしては与えていた。

●水野理事 与えていました。

○加藤委員 アセットクラスとしては、基本的には外国債券、ベンチマークとしてはWGBIを与えていたのだけれども、リスク・バジェットとしては、もうちょっと高目のものを与えていたという理解ですか。

●水野理事 私たちの評価ベンチマークはWGBIで、マネジャーにはどのベンチマークで評価してほしいですかと聞いていまして、それが大体、バークレイズ総合とかなのです。それからのリスク・バジェットを与えているのですが、ここの利用率が極めて低いというのが今までの現実だということです。

さきにいろいろ御説明したときに、御提案もいただいて、文章も正確に直したのですが、まさにコンポジットとの比較というのはどういうことかということ、同じようにマંデート

を与えているはずなのに、何でGPIFのパフォーマンスだけ低いのかというところを、この1年間ずっと調べてきて、そのうちの一つの大きな理由がこういう今リストアップしているような投資が行えないということで、今回提案していますけれども、繰り返しになりますが、全体のリスク・バジェットはこれによって変化しないです。

○岩村委員 今は700億ぐらい負けているというのですけれども、状況が変わると、大きな損をしないという意味で、例えば10年遡ればプラスになった時期もあるのではないですか。

●水野理事 10年遡っても、確実に負けていると思います。

○岩村委員 もうずっと負けているという理解なのですか。それとも、そういうリスクをとらないことによって損が非常に縮まった時期もあるのか。長期的に見たときに、本当にいいのか。

●陣場市場運用部長 17分の7ページをご覧くださいだと思います。

●水野理事 17分の7ページをご覧くださいと、2008年からやっていたとすると、2008年のリーマンショックのときには確かにベンチマークに負けていますけれども、結局、2017まで持っていたとすればベンチマークに勝っており、長期で見れば認めるべきであったということになるのだと思います。

私どもの場合、長期で見ざるを得ませんので、長期で見て考えていくということだと思いますが、運用会社が実際にはこのままに持つわけではないのです。先ほど陣場も申し上げましたけれども、状況に応じて、選択肢がたくさんあれば移してやっていくわけですので、GPIFが求められている運用会社のノウハウを最大限に活用するという観点でいうと、こういう選択肢がないことは、彼らのノウハウを最大限に活用できていないというリスクがあるということです。

○古賀委員 違う角度からいいですか。

そうしたら、今までの運用制約は、そもそも何をスタンダードにして運用制約していたのですか。何で今の運用制約が決定したのか。

●水野理事 なぜこういう制約があったということですね。

○古賀委員 それがあって、それが実態と合わないから今、緩和しようとしているわけでしょう。今までの運用制約というのは、何をスタンダードに決めてこられたのかというのを少し整理してお聞かせ願えますか。

●水野理事 長年の結果として、今のものになっているので、ここのメンバー全員がそれぞれ決定に関わったわけではありませんが、過去には同じように運用会社からこういうものをやりたいのだけれどもという提案があって、その時々に関々に判断をして、まだそこはリスクをとり過ぎではないかななどと言いながらやってきたのではないかと思います。

ただ、これは公的な年金の一つの弱点でもあると思うのですが、金融業界は新しい商品ができたりマーケットがいろいろ変わっていつているので、その変化についていけてなかったのではないかと、過去に決めたものがずっとそのまま残っていたということだと思います。

あとは、運用会社にもここ2年間、こういう制約になっていることがあったら言ってほしいと我々もずっと言っていたのですけれども、なかなか彼らも遠慮をして出てこず、ようやく今回、コンポジットとの比較をして、私たちの分は負けているではないですかと言って、初めて出てきたという側面もありますので、これは先ほど大局的な説明をさせていただきたいと言ったのですが、フィーを実績連動型に変えて、運用制約を緩和していくという全体の中で、私たちと運用会社の意見や利益のすり合わせが今、起きているということだと思いますので、今までのものだと正確には説明できないのですが、今回、一斉に見直しを行うということで、リストで御報告させていただいています。

○古賀委員 ただ、先ほどの説明の運用会社からの要望みたいな数字がありましたね。あれは商品の要望を聞いたのか、運用を緩和すべきだという要望を聞いたのか、どのような聞き方をしたのかわかりませんが、現実、大半の運用機関になっていませんね。だから、運用機関から多くの要望があって緩和をするのだという道筋はちょっとおかしいのではないかという気がするのです。

●森市場運用部次長 17分の2ページをご覧くださいと思うのですけれども、この右側のほうが、各運用機関からどのぐらい要望があったかということでございまして、永久債、無格付債券、バンクローン、金利スワップなどにつきましては、非常に複数の金融機関からの要望が寄せられております。

聞き方という意味で言いますと、先ほど来、説明しておりますように、目標 α を達成するためにはどういったところを緩和すると達成できるかというところを聞いてまいったところでございます。

○高橋理事長 1点だけ、これはアクティブ運用の中で、得意分野で勝負するマネジャーに聞いているわけで、例えば金利が上がりそうだったら、自分はハイ・イールドからバンクローンにシフトする戦略が得意だったら、その人は絶対にこれを認めてくれと言っていますけれども、不得手な人は、それは関係ないという話になってきます。

○平野委員長 根本委員、お願いします。

○根本委員 私は、実績に応じた報酬率というお考えは、運用会社のモチベーションを高めるという意味ですごくいいと思ひまして、日本の運用会社というのは新しいものに対して少し消極的な印象を持っているので、グローバルの基準から見ても、一般的な商品をやっていくものはそんなに問題はないのではないかと思いますのですけれども、御質問としては、バンクローンの場合、アメリカでは格付もあって、モニタリングというか簡単にできるのですけれども、日本では余り透明性とかがないのではないかと思いますので、そのあたりはいかがでしょうかということと、商品のところで、期限前償還が可能で、コベナントがあり、抵触すると返ってくるみたいなどのリスクは、そんなに考慮をしなくてよろしいものなのか、お伺いしたいのです。

●水野理事 まず、バンクローンのマーケットは、根本委員が御指摘のとおりで、欧米に比べて日本はマーケットの成熟が全く進んでいないということは事実としてあると思ひま

す。これは内外の債券のマネジャーに認めるという話ですけれども、先ほど高橋理事長が申し上げましたとおり、それぞれのマネジャーが自分のエリアで有効だと思えば使うので、全員が使うわけではないですし、当然マーケットが立ち上がらないところでは、あまりマネジャーは使わない可能性が高いということだと思います。

もう一つは、ローンの場合は、確かにコベナントにすぐヒットしますが、すぐヒットするかわりに、債券よりもリカバリー率が高いということでもあります。バンクローンのメリットもあれば、例えば流動性が低いとか、いろいろなデメリットがありますので、それもアクティブのマネジャーが、その時々状況に応じてどちらがいいか判断してやっていくということだと思います。先ほどの表でお見せしたように、バンクローンの一番のメリットとしては、Loss Given Defaultがすごく少ない。デフォルトしても、かなりの分を銀行は取り返して、残った分を債券の保有者が分けるということになります。安定性が高いので、やるべきだと思っていますが、あとは、大概の銀行のローンは発行者の格付がついておきますので、リスク管理はそちらから全体として行っていきます。私たちはAladdinも入れまして、全体のリスク管理を徐々に西原のところのリスク管理室がやっておりますが、中の一部一部はマネジャーの判断に任せたいというのが正直なところでもあります。

○根本委員 わかりました。ありがとうございます。

○堀江委員 私は、内容は賛成ですが、議決と報告の切り分けについて1点、これまでの経緯をお尋ねします。実績連動のところで、資料08の11分の4ページにある超過収益率と報酬率の関係の中で、今回、キャップつきではなく青天井でやるという変更は、普通に考えれば重要な運用会社との関係変更となり、私は議決事項ではないかと思います。報酬率の傾きとかパッシブ並みの報酬率の水準といった項目は、運用会社との厳しい交渉で決定されるものであり執行部で決めていただく項目だと思われます。実績変動について全部一括で報告にするというのは、これまで運用委員会でさんざん議論したからということでしょうか。

確認です。

○平野委員長 私はそういう理解をしておりますが、どうぞ。

●森市場運用部次長 まず、運用委員会で議論してきているというところが一つ大きいところとしてあります。

今おっしゃった青天井の部分はという意味は、予算。

○堀江委員 運用会社との契約関係を非常に大きくドラスティックに変える変更だから、これは経営委員会で議決したほうがいいのかと思います。

総合評価も、重要度に応じて説明事項と議決事項を分けました。今回、キャップをなくして大きく報酬体系を変えることは議決に相当し、報酬率の傾きや報酬率の最低水準などは報告事項にするという切り分けのほうですっきりするのではないかと個人的には思っています。

●森市場運用部次長 これは執行部の理解ですけれども、前回、総合評価の中で何を議決

にし、何を報告するかという整理をしたときに、報酬というところにつきましては、その合理性について評価項目にするのだということで、評価項目の一つに入れておきまして、評価項目にすることについては議決をいただいたという理解で、合理性をどう判断するかという具体的なところは執行部のほうに任されたという理解をしている中で、このように提案ということで、もし青天井というところが予算と関係するからとか、別の切り口だとすると、また考えなければいけないのかもしれないのですけれども、一応、我々の理解はそういう切り口で、これは報告というふうに判断していると思っています。

●水野理事 青天井にするというところに焦点が当たるとそのようにお感じになるかもしれないのですけれども、これは私どもで議論をしまして、青天井にすると、運用会社がとにかくリスクをとってパフォーマンスを上げようとなるのではないかということは、最初にコンサルも言ってきたことなのです。

一方で、その議論の中で、結局、先ほど加藤委員の質問にもあったのですけれども、全体として運用会社に許しているリスク量が変わっていないので、経営委員会の方々には、リスクが増えるときにはきちんと見ていただくということで、運用会社と我々の利益をどうアラインメントして、交渉していくかというところにかかっているので、内外の年金の例を見ても、このあたりは執行部が運用会社とのやりとりの中で決めていくことだろうと実務的には判断しています。

ただ、先ほど申し上げたように、リスクが増えるような変更であれば、これは経営委員会の方々にきちんと見ていただくようなものだと思います。

○平野委員長 どうぞ。

○岩村委員 リスクは非常に大事だと思いますけれども、報酬はどのような考え方のもとに支払われているかということも非常に重要なのではないかという感じはするのです。

国民から見たときに、要は運用されている中でどれだけ、どういう形で報酬が支払われているのかというのは非常に重大な関心があるのではないかと。それについて、方針を変更するのであれば、それは基本的な議決事項にするという考え方が普通ではないのかなという感じがするのです。

●水野理事 多分、この業界ではあまり普通ではないと思いますが、重要だと判断すれば経営委員会が議決できると書いてありますから、重要だから議決したいという議論もあるかと思いますが、この辺のフィーのストラクチャーについて、いわゆるボードレベルやトラスティーボードで議決をしているというのは、業界的には相当めずらしいというか、多分、ほとんどないのではないかと思います。

○平野委員長 運用委員会での議論を確認しておきたいのですが、資料はお持ちですか。

●陣場市場運用部長 資料は08の11分の9ページ以降でございます。3ページにわたって前回の議論を御紹介してございます。

●森市場運用部次長 最後の11分の11ページのところが締めのところになりますけれども、いろいろな質問、コメントが出たけれども、基本的には本日事務局から説明があった方針

に従って、質問、コメント等に留意しながら進めてほしいという話になっているところでございます。

○新井委員長代理 様々な意見も出たと思うのですが、最終的にはこのまとめにありますような形で、運用委員会としては了承という結論だったと思います。

ただ、議事要旨にも紹介されているように、コメントが様々なアングルからあったのも事実です。概念的にはリーズナブルだと思うのですが、実績連動報酬というものが本当に効果的か否かということについては、率直に申し上げて証拠は何もないということであります。実証研究等に裏付けられたものではないわけですから、方針としてかなり慎重に取り組むべきかと思います。例えば実績連動について、私が運用委員会で申し上げたのですが、株でいえばバリューとグロースとか、債券でいえば国内債と外債、それぞれベンチマークをアウトパフォームするのがどれほど容易かということについては相違がある。それについては、実績連動のスキームで、先ほどあったような連動する場合の報酬の傾きを変えるとか、そのようなことで対応なさるという御説明を受けたのですが、対応するというのは結構だと思うのですが、適切な調整は実際には相当難しい。実績連動にしたからといって、良い運用成果が出るかどうかというのはなかなか見えないところがある。私は報酬の増加というような堀江さんが挙げたポイントに加えて、報酬率のスキームを変えたり工夫したりするためにスタッフを増やすとか、そのような側面も、実際にやろうと思ったら必要だろうと思うのです。

ただ、スタッフを増やすということについては、かなり慎重に取り組んだほうがいいのではないかと。これを取り入れて効果があるということであれば、積極的にどんどんスタッフも増やしてやるということだと思うのですが、インセンティブを高くしたからといって、高いパフォーマンス成果があるかどうかは定かでないわけであります。インセンティブが強くなって、皆が努力するようになったら、アルファは、ある種、ゼロサムゲームみたいなところがありますから、市場の効率性が高くなってアウトパフォームできなくなるというのもキャピタルマーケットの特性であります。そういうこともあるので、私はスタッフィングを初めとするようなコスト増を伴うことを余り急速にやるというのは、どうかと思います。実績を見ながら、効果があるのかどうかを見ながら、着実にお進めになるのがいいのではないかと思います。

○平野委員長 今、新井委員がいろいろな論点を指摘されたと思うのですが、新井委員に御質問なのですが、仮にこの案件がスクラッチで出てきたとした場合に、この実績連動報酬体系の見直しについては議決か報告かと問われれば、それはどのように御判断されますか。

○新井委員長代理 詳細について、この経営委員会で議決するような性格のものではないと思います。個々のマネジャーごとに、この実績連動の傾きをどのぐらいにするとか、報酬の下限をどうするとかということまで、我々は十分な情報を持っていませんし、そのようなことについては、執行部の方々にお任せすることだろうと思うのですが、ただ、

これを進めていくについて、逐次、御報告いただく中で、どのようなスピード感で進めていくかということについても含めて基本的な考え方については議論をしても、詳細については経営委員会の性格になじむのかどうかというのは少し疑問です。何を議決するのかということだと思うのですけれども、私は適宜、御報告いただいて、経営委員の方からコメントをいただくということでもいいのではないかと思います。

○平野委員長 実績連動報酬体系そのものを導入するとか強化するということなのですが、それが重要な判断ということであれば、多分、議決事項になると思うのですけれども、今の新井委員の話だと、細かいところまでは実際、経営委員が全部判断することは無理であるのかという意味ですか。

○新井委員長代理 実質上、無理だと思います。

○平野委員長 しかし、実績連動体系を強化するという大きな方向感については、議決対象とすることはあり得る話ですね。そこはどのようなのでしょうか。

○新井委員長代理 イエスかノーかということについて、進めるか進めないかということについては議決が必要かと思うのですが、強化をするといったときに、議決になじむような形で文案ができるのか。文章になり得るのかということについては、わからないということで、率直に言って、できないのではないかと思います。

○平野委員長 ありがとうございます。

水野理事、先ほど何か。

●水野理事 ありがとうございます。

ちょっと申し上げたかったのは、多分、新井先生がおっしゃっている証明されていないというのは、インセンティブを与えたらパフォーマンスが上がるかどうかは証明されていないのですけれども、先ほど陣場も説明しましたけれども、これの最大の目的は、私どもと運用会社の利益のアラインメントを図るところにありまして、これにしたからパフォーマンスが上がるというよりは、私たちから資金を得るために、達成できそうもないような高い目標 α を提示するとか、AUMを増やすがために、どれだけでも受けるということが、このフィーになりますとかなり難しくなるはずですので、そちらのほうを期待しています。直接的にこれをやったら突然みんなが一生懸命働くようになるとは思っていないです。

○平野委員長 どうぞ。

○中村委員 11分の4ページの実績連動報酬のグラフでいうと、パフォーマンスが一定程度出なければ支払う報酬額が減り、一定以上に出れば報酬額が増えるということであれば、少なくとも過去パフォーマンスがネガティブなときに払っていたものが減る分と、増やす人間のコストがバランスしていれば、リスクはないのではないかと思います。

このグラフの右肩に上がる部分になれば、収益増加を折半でもメリットが増えるわけで、あとはブレークイーブン・ポイントがどこになるかがわかれば、良いのではないかと思います。

●水野理事 現状と変わらなければ、多分、支払いのフィーは下がってしまうのです。というのは、%しか当初約束したパフォーマンスを出していないということは、のマネジャーは今、支払っている金額よりも減るわけです。逆に、ブレイクイーブン・ポイントというのは、全部の投資会社が目標 α を達成したら、この金額を支払いますということになりますので、それを超えてくればハッピーな状況です。

○中村委員 だけれども、%しかなくなってないと言っていましたね。だから、過去の実績でこのグラフのブレイクイーブン・ポイントを試算すればわかりやすいと思います。今までこれだけ払ってしまっていたという部分が減り、そのかわり、雇用する分が増えるので、そこのブレイクイーブン・ポイントはどこかという、今の実績でやったとしても、ずっとこちらに行くから、多分、損はしないのではないかという気がするのだけれども、どうでしょうか。

●水野理事 現状と変わらなければ、損はしないと思います。

パフォーマンスがよければ減らないのですけれども、実際、よくないので減ります。人を増やすということに関しては、これを導入したことによって特に人が増えるわけではないです。これはフィーの計算だけですので、今、計算の自動化は進めていますけれども、運用管理室でマネジャーと数字の合わせる作業が必要になりますが、それに特に何人も雇うつもりはありません。

新井先生の質問にお答えしますと、当然、交渉にエネルギーがかかりますが、1回交渉が終わってしまえば、追加の人が要るようなものではありませんので、これによって固有のコストとか人員が発生するとは考えていません。

○新井委員長代理 私が思ったのは、先ほどのご説明にありましたようなことであると、平均残高は縮小するような形になるということになると思います。今までであれば残高を増やしたらフィーが入ってくるということだったのですけれども、そういうことでなくなってくると、アルファが取れるような適正規模の運用残高にするようになる。その結果、運用機関1社あたりの平均的な運用残高が減るような形になってきて、運用機関の数は増えるということになってきたり、それから、交渉に際して、より詳細な分析をして交渉に当たるということもあるでしょうし、時間もかなりかかるということがあって、多分、そのような交渉、分析役の人の数を結構増やさないと、本当に運用機関から文句が出ないような形のスキームはできないのではないかと思います。

細かなことで済みません。

○平野委員長 御議論も尽きないようですけれども、ここで整理させてください。

この実績連動報酬体系の見直しにつきましては、今、新井委員が御指摘のように、やってみなければわからないというのは、新しいことをするわけですから、当然そういうことでございますので、やるということで、今後、これがどのように経過しているかということにつきまして、タイムリーな報告をお願いしたい。そして、必要があれば修正はかけるということだろうと思います。

かつ、これまでも運用委員会で相当精緻な議論をされた上で、今日、このような案件に結実したということでございますので、その経緯も踏まえまして、これはここでは報告案件として扱わせていただきます。ただ、フォローアップをしっかりとさせていただきたいと思います。

理事長、何かよろしいですか。

○高橋理事長 新井委員からも話がありましたけれども、進め方と、必ずフィードバックをよく見て、うまくいく方向のために導入しているわけでありますので、実績連動報酬の状況につきましては、適宜、御報告させていただきたいと思っております。

○平野委員長 よろしくをお願いします。

それから、今日の議決対象となっております、バンクローンの運用開始でございますけれども、先ほどの説明でも、無格付債、永久債については、既にインデックスに一部組み込まれているので、実質的に運用されている、対象となっているということで、これはバンクローンと違って、議決対象ではなく、報告とするというお話なのですが、そこはリスクという観点から見ますと、全体のリスクは、リスク・バジェットの範囲内でコントロールされているということかもしれないけれども、そこで新たなリスクをとっていくということは、間違いないわけございまして、それは無格付債、永久債もバンクローンと同じように、議決対象としたほうが、すっきりするのではないかという感じを引き続き持つておるのでございますが、この点については、いかがでございましょうか。

●森市場運用部次長 執行部の整理ということで、お聞きいただければと思いますけれども、06番に、前回御説明をしました、議決事項の整理の資料がございますので、06番をご覧くださいませでしょうか。

この中で、10分の6ページでございますけれども、ここが運用対象の多様化についての議決事項を検討した部分でございまして、ここは、素直に、新しい運用対象商品の場合については、議決をしていただいたらどうかということで、記載をしておるところでございます。

一方、リスクが増加するかどうかという点につきましては、10分の4ページをご覧くださいいただければと思うのですが、これは中期計画の記載の文言ではありますが、新たな運用手法の導入の場合のケースにおいて、リスクが増加する場合には、議決をしていただいではどうでしょうかという提案をしております。

この後、審議いただきます、デリバティブですとか、LPSについては、まさにこれに当たるだろうと思っておりますけれども、永久債ですとか、無格付債というのは、新しい運用手法というよりも、新しい運用商品ということで、手法なのか、商品なのかという違いのところで、これは新しい運用手法ではないだろうということで、この項目には当たらないのではないかとということで、執行部の整理でございますが、あくまでこれにつきましては、報告事項ではないかということでの整理をしております。

○平野委員長 いかがでしょうか。

○堀江委員 一方で、信用リスクのいずれかのリスクがと書いてあります。上がる場合とは書いてあります。

●森市場運用部次長 手法ではないということです。デリバティブとか、運用手法によって、リスクが変わる場合です。

○堀江委員 でも、明らかに対象ですね。投資対象に関して、信用リスクが上がるということではないのですか。

●森市場運用部次長 そこは御議論だと思いますけれども、ここの整理は、新しい運用商品の場合には、議決ということです。

○岩村委員 前回の議決事項の整理を前提にして、議論されていますけれども、それほど法的拘束力があるものではないです。したがって、手法か、対象かなんていう議論をしても、あまり意味がないのではないですか。中身自体が重要であれば、やればいいだけのことです。そういう議論をしても、生産的ではないです。

○平野委員長 中身自体はどうでしょうか。私は、無格付債という言葉を知りただけで、ぞっとするところがあるのですけれども、アクティブ運用を認めている以上は、当然そういうリスクもとっていくということでしょう。今回、言いわけは許さないという格好で、こういうリスクも必要に応じてとりなさいと言わなければならないことをやるわけです。ということは、簡単に言って、新たなリスクをとるということである。そういうものについては、バנקローンとほかのものを分けるという考え方が、どうしても得心がいかない。私が余りしゃべってはいけないのかもしれないけれども、そんな気がしておるわけであります。

○古賀委員 課題設定が何かということです。新しい商品という課題設定にするのか、運用制約緩和という大きな課題設定があって、それにまつわるものだからというのは、委員長がおっしゃるようなことは理解できますし、そうあるべきではないかと思います。

○平野委員長 ほかの委員方も、御意見がございましたら、ぜひお願いします。

○新井委員長代理 議決するかどうかということについては、平野さんがおっしゃることが適切だと思います。ただ、緩和することについては、問題がないのではないかと考えています。無格付の債券についても、特に海外で債券運用をやっているようなところで、アクティブのアルファをとろうとしたときには、重要な投資対象になってくると思いますので、しかるべき上限も定められておりますし、問題ないのではないかと、個人的には思います。

○平野委員長 加藤委員、どうぞ。

○加藤委員 基本的には、投資家として、リスクをとること自体は、全くアクセプタブルなのですけれども、先ほどから気になっているのは、リスク・バジェットとしては、既に与えているということは、ある意味でいうと、高いリスク・バジェットを与えていることになります。何を言っているのかというと、基本ポートフォリオベースで想定しているリスク、外国債券のリスクよりは、高いリスクになっているというのが、若干気になったのです。要するに基本ポートフォリオベースでは、非投資格付などは想定されていないので、

そのギャップがどういう整理になっているのかということが、先ほどから若干気になっています。

●水野理事 基本ポートフォリオの評価ベンチマークがあるので、それからの乖離ということで捉えていますが、基本ポートフォリオで使ったベンチマークから、一切追加でリスクをとらないということだったとすると、全部をWGBIのパッシブで運用することになります。GPIFがアクティブ運用をやると言っている以上は、基本ポートフォリオで指定したものよりは、追加のリスクがあるというのは、前提条件だと理解しています。

私たち執行部の仕事としては、まず、アクティブを選んだ場合は、基本ポートフォリオのベンチマークとマネジャーのベンチマークとの乖離の管理、そこからさらにマネジャーがオフ・ベンチで運用している部分の管理を、全体としてAladdinを通じて行わなければいけない。そういう意味では、鶏と卵のところはあるのですけれども、今まで与えていたアルファが、そもそも高過ぎるのではないかという議論は、あるかもしれません。

今までのGPIFでは、運用会社が出してきたものを、やるか、やらないか評価するだけでしたので、逆にこうやって突っ込んでいって、議論して、初めて運用会社も細かいことを出してくるようになったということだと思います。全体の流れの中で、今回のいろいろな導入によって、運用会社が、明確に、これではパフォーマンスを出せませんとか、今、言ってきていますから、今度はそれを逆に反映して、基本ポートフォリオでのリスクをどう考えるか。そういうサイクルで回させていただかないと、難しいです。

○加藤委員 ちなみに、アクティブリスクは、何パーセントぐらいを想定しているのですか。

●陣場市場運用部長 加藤委員がおっしゃるとおり、基本ポートフォリオ上のベンチマークは、WGBIということで、国債だけのベンチマークを前提に組み立てられておりますけれども、2015年9月に、外債については、運用機関が随分多様化をいたしまして、その際に、ハイ・イールドでございますとか、新興国の債券、インフレ連動債といったパーツを加え、グローバル総合型も 運用制約の緩い形を、運用機関は随分採用しました。

その際に、議論させていただいたのは、外債については、 のトラッキングエラーを1つの管理の軸として、それを超えないように、外債のパーツとして、アクティブ、パッシブを含めて管理をしていこうということで、毎月の運用リスク管理委員会でも、その枠を超えていないかどうかというチェックをいたしておるということでございます。

ちなみに、足元ですと、 の枠は設けておるのですけれども、実際にトラッキングエラーをはかってみますと、70ベーススぐらいのトラッキングエラーで推移しているといった現状でございます。

○平野委員長 わかりました。

お時間も相当超過しておりますので、ここで、整理をしたいと思います。

報告事項（2）の実績連動報酬体系の見直し、報告事項（3）アクティブ運用の運用制

約緩和というのは、執行部からの報告どおり、了承いたしたいと思います。

議決事項でございますが、これは、私も含めまして、議決事項の対象のバンクローンのほか、永久債、無格付債とすることを前提に、議決したいと思いますが、それについて、いかがでございましょうか。よろしゅうございますか。

それでは、事務局の案をそのように修正することを前提にして、議決をとりたいと思います。修正は、私にご一任いただくということで、今のお話を前提に議決をとります。議決事項（２）でございます。

議決の手續につきましては、これまでと同様のため、割愛します。

なお、意思表示をせず、退席される方は、いらっしゃいますか。よろしいでしょうか。

それでは、原案につきまして、バンクローンに加えまして、無格付債、永久債を議決対象に加えることを前提に、議決をとりたいと思います。

案の承認に賛成の方は、挙手を願います。ありがとうございました。

反対の方は、挙手を願います。ありがとうございます。

それでは、議決結果の報告につきまして、経営委員会事務局からお願いいたします。

●辻経営委員会事務室長 10名の全委員が賛成でございます。

○平野委員長 よって、賛成する委員の数が過半数ですので、本案については、原案を修正した内容で、当委員会として承認することに決まりました。

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と考えておりますが、よろしいでしょうか。

執行部、よろしくお願いします。

それでは、大分時間も経過いたしましたので、次の議題に移ります。続きまして、議題は、審議事項となります。

審議事項（１）インハウスでのデリバティブ取引について、執行部から説明をお願いします。

●大石投資戦略部次長 それでは、お時間も超過しておりますので、ポイントを絞って、御説明させていただきます。

２ページ目をは、インハウスで可能なデリバティブ取引でございまして、従来より可能な取引としては、債券先物取引、先物外国為替取引のうち、相対取引で行う店頭デリバティブ等でございます。

今回、法令改正により可能となった取引は、先物外国為替取引のうち、市場デリバティブと株式指数先物取引となっております。

今後也不可能な取引としては、金利先物取引、商品先物取引、金利スワップ取引等々となっております。

３ページは、これまでインハウスでどのようにデリバティブを扱ってきたのかという実績でございますけれども、国内債券のパッシブファンドから資金を回収する際に、一時的に債券先物を買立てることによって、ベンチマークに追随し、機会損失を防ぐという目

的に使ってまいりました。

4 ページ目は、先物外国為替のうち、市場デリバティブを導入するメリットでございますけれども、取引の選択肢がこれまで以上に広がって、ヘッジの際の流動性が向上する。

それから、カウンターパーティー・リスクというものが、大きく削減できるということと、取引の秘匿性が向上するということが挙げられます。

5 ページ目は、株式指数先物を導入するメリットでございますけれども、現状ですと、外部の運用受託機関に資金の回収を通知して、それから、現物株式を売却するという時間がかかるわけですが、株式指数先物を導入することによって、インハウスが取引を行いますので、機動的なヘッジが可能となります。

それから、取引時間中、いわゆるザラ場でも、取引が可能となるということですので、収益機会が拡大する。

それから、流動性の高い株式指数先物を先に売り立てて、流動性の低い現物株式について、時間をかけて売却することで、取引コストを削減するということも、メリットとして挙げられます。

6 ページ目でございますけれども、釈迦に説法で恐縮ですが、デリバティブは、自動車の運転と同じようなものだとして認識しておりまして、うまく使えば便利ですが、ちゃんとリスク管理をしないと、危険になり得る。自動車の運転で例えれば、交通法規を整えて、免許のある運転手が運転をして、車検の通った自動車に乗ることが必要なのだらうと思っております。交通法規に該当するリスク管理方針の案が6 ページ目でございます。

第一に、利用機会の制限としましては、デリバティブ取引は、保有している原資産の価格変動の危険防止等、いわゆる売りヘッジに限定をする。もしくは、原資産の取得の一時的な代替、いわゆる買いヘッジに限定いたします。

第二の利用額の制限としましては、先ほど申し上げた売りヘッジの場合には、原資産の範囲内に限る。買いヘッジの場合には、手元資金の範囲内に限定いたします。

第三のリスク量の測定・把握でございますけれども、毎日リスク量を測定するとともに、リスク管理システムであるAladdinによる監視及びデリバティブ運用担当者以外によるチェックを実施いたします。

第四の常勤の監査委員による監視でございますけれども、常勤の監査委員も同席いたします。投資委員会で、デリバティブの取引方針を決定しまして、事後的には、運用リスク管理委員会でその利用状況も御報告いたします。

第五に、経営委員会の関与としましては、四半期ごとに経営委員会にデリバティブの利用状況を御報告申し上げるということです。

第一から第五までの方針について、今日、御審議いただきまして、最終的には3月の経営委員会で、業務方法書の改正ということで、御議決をいただきまして、厚生労働大臣に御認可をいただくということでは、いかがかと思っております。

7 ページから9 ページまでは、海外における例を御紹介するものですが、7 ペー

ジにあります、アメリカのCALSTRS、8 ページにあります、オーストラリアのFuture Fund、9 ページにあります、ニュージーランドのNZ Super Fund、こういったところで行われているデリバティブ取引体制を参考に、GPIFにおけるデリバティブ取引体制の案として御提示をするものが、10ページ目になります。

まず、投資戦略部が外部の専門機関等による市場分析を踏まえまして、デリバティブ取引方針を立案し、投資委員会へ付議をします。

次に、常勤の監査委員も同席されます、投資委員会において、デリバティブの取引方針について決定をした後、インハウス運用室で、取引を執行して、その前後にガイドラインの遵守状況について確認します。

さらに企画部資金業務課が、執行されたデリバティブ取引について、資産管理機関に決済を指図しまして、最終的に、運用リスク管理室がリスク管理を行うとともに、運用リスク管理委員会及び経営委員会に、先ほど申し上げたような頻度で、御報告を申し上げるという流れではいかかかと思っております。

○平野委員長 確認なのですが、海外の例なのですが、海外の場合、インハウス運用をやっているファンドが、インハウスでデリバティブを運用する。その体制ですね。

●大石投資戦略部次長 そうです。こちらにある、CALSTRS、Future Fund、Super Fundは、全て内部にあるチームが、デリバティブ取引をするというやり方です。

○平野委員長 運用もインハウスでやっておられるのですか。

●大石投資戦略部次長 運用は、全てやっているところもあれば、外出ししているところもあります。

○平野委員長 わかりました。

●大石投資戦略部次長 11ページ目でございますけれども、大まかなスケジュールとしましては、2017年度後半が、先ほど申し上げました、業務方法書の改正ですとか、予算・人員計画の見直しといった、体制整備の開始時期だと考えておりまして、それを踏まえて、取引を開始するというスケジュールで考えております。

12ページ目は、先ほど申し上げた、免許を持った運転手に該当する、必要とされる人員の案でございますけれども、投資戦略部としましては、為替取引方針を立案する専門職員が1名、株式取引方針の立案を行う専門職員が1名、それぞれの専門職員をサポートする正規職員が1名ずつ必要だろうと考えております。

インハウス運用室につきましても、先物外国為替取引を執行する専門職員が1名、株式指数先物取引を執行する専門職員が1名で、同じように、専門職員をサポートする正規職員が1名ずつ必要となります。

資産管理機関への指図を行う資金業務課、リスクの測定・報告を行う運用リスク管理室につきましても、業務量の増加が見込まれますので、それぞれ専門職員1名ずつの増加が必要になるのだろうと考えております。

13ページ目になりますけれども、こちらが車検の通った自動車に該当する経費的なものでございますけれども、先ほど申し上げた人件費に加えまして、情報系システム、分析系システムの台数追加、電子発注システムの導入、取引処理システム、勘定系システムの機能追加、ベンチマーク、市場分析、リスク管理に係るそれぞれの情報収集というところで、13ページにあるような経費が想定されると考えております。

私からの説明は、以上です。

○平野委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がございましたら、どうぞよろしくお願いします。

どうぞ。

○中村委員 デリバティブの目的は、ヘッジです。そうではないのですか。4つの資産のうちの外債と外国株式を運用していて、そのリターンがあるときの外貨を円貨に変えるときのもの、円転するときのものは、今までもヘッジしていたのではなかったのですか。

●大石投資戦略部次長 基本的には、外部の運用受託機関に現物の債券なり、株式を売ってくださいという通知を出して、彼らが売ってから、資金を回収しています。

○平野委員長 14ページ、デリバティブ取引による収益機会を御説明したらどうですか。

●大石投資戦略部次長 それでは、14ページです。これは、あくまでも、いろんな前提を置いた上でのものです。上の現状をご覧くださいますと、投資委員会で資金の回収を決定して、翌営業日に外部の運用受託機関に資金を回収しますという通知を発信して、実際に現物を売却するのは、早くても2営業日後です。

これがデリバティブを使えば、投資委員会が終わった直後に、執行することも不可能ではないのですけれども、もうちょっと保守的に見積もったとしても、翌営業日にはヘッジ取引ができるだろうということで、その分、機動的に運用ができるということです。

○中村委員 基本的に、買ったときには、ヘッジはしていないということですか。

●水野理事 普通はそうです。

○中村委員 裸になっているのですね。

●水野理事 裸です。

○中村委員 そうすると、先ほどのバンクローンも、アメリカのバンクローンですね。だから、利回りが5%といっても、たとえば115円が110円へ円高になると、円では4%マイナスになります。

●水野理事 基本ポートフォリオ全体の中で、基本ポートフォリオをつくったときは、ヘッジをしないという前提でつくっているのです。なので、長期には、全体の分散が働いて、うまくいくという考え方になっていますが、短期的には、マネージしたほうがいいという場合もありますし、リスクもあります。

それに加えて、もう少し具体的な例で、14ページで申し上げているのは、今のGPIFの外部委託のオペレーション上、時間がかかり過ぎるため、ここにリスクがあると感じています。そこは、どちらかという、オペレーショナルなリスクを軽減してくれると思います。

○中村委員 これは一般的にやっている話だと思います。

○平野委員長 そこで、全く同じことなのだけれども、オペレーションのリスクを軽減するためには、現在のプロセスを変えるというのが、アイデアとしてはあり得ます。この絵でいくと、運用受託機関に持っていくタイミングを、1日早めるというプロセスがなぜできないのかと思います。

●水野理事 3年前に私が来たときには、プラス1日かかっていたのですが、デリバティブの議論の中で、できるだけ縮めようということでやったのですが、GPIFの場合、念には念を入れて、外注、外注になっているので、これ以上、縮めるのは、正直言って、難しいということが1つあります。

あと、外部に出してしまうことによって、例えばベンチマークをちょっと変更するのでも、かなり多くの人たちを巻き込まなければいけませんので、特にマーケットが激しく動いている状況で、GPIFがこう動いているということが、漏れるリスクも高まりますし、1日のところで、オペレーショナルなリスクはかなりあると思います。

法案の議論のときも、1日縮めることに、どういう意味があるのかと言われたのですが、逆に、今、個人ですら、1分もあれば、トランザクションできる金融市場において、GPIFがその日のうちにトランザクションするというツールすらないということは、相当なリスクとして、認識していただいたほうがいいのではないかと思います。

○平野委員長 縮められないんですね。

○加藤委員 5ページの株式の先物のメリットを見ると、基本的に運用機関の変更が、中心なわけですね。あるマネジャーから別のマネジャーに変えるということです。

●大石投資戦略部次長 それもありますし、アセットアロケーションの変更で、株式を純粋に減らすこともありますし、また、増やすということもあります。

○加藤委員 例えば運用機関の変更であれば、今、トランジションマネジャーみたいなものを使っているのだと思うのですが、そこにやってもらうという選択肢はないのですか。

●大石投資戦略部次長 御指摘のとおり、株式の中での入れかえということであれば、基本的にはトランジションマネジャーを使っていますので、大きな問題は生じておりません。むしろアセットアロケーションを純粋に変更するときの機動性が、問題なのだろうと思います。

○平野委員長 体制の話なのですが、先ほど水野理事からありましたように、オペレーションプロセスが非常に重要なのです。ポイントなのです。プロセスについて、もう少し具体的なイメージをもとに、どれだけのリソースがどこに要するというふうに、この資料だけでは、突き合わせができないのですが、もうちょっと具体的なイメージ、デザインが必要なのではないかという印象を持ちました。

●水野理事 12ページのところは、もう少し具体的に、業務別にということですね。

○平野委員長 そうです。

○古賀委員 関連して、私は詳しいことがわからなくて、素人みたいな質問をするのですが、このために職員を10名増員して、毎年 円かけるという話です。

メリットは、14ページのケース1、ケース2で書いてあるのですが、ケース1は、極端です。職員を10名増員して、毎年 円かけるのだけれども、そのことが、GPIFとしての基盤の強化につながるということが、もう少しわかりやすく出来ないかという気がいたします。

以上です。

○加藤委員 ケース1の試算は、変な感じです。マイナス1シグマがずっと続いたという想定になっているから、確率的にはほとんどあり得ないです。

●水野理事 金融機関でデリバティブのチームを導入するときに、これで幾ら浮くかということを計算して、導入するところは、多分ないと思いますが、GPIFの場合、どれだけのメリットがあるということを明確に出すために、一生懸命ケーススタディーをつくっているのです。

金融機関御出身の委員の方々は、おわかりになると思いますけれども、確かに 円なのですが、160兆円の運用の組織で、海外に資産の半分近くを置いている運用機関が、このようなデリバティブで、ヘッジを活用するようなチームがないということ自体が、極めて普通ではないと思っており、そちらから考えていただいたほうが自然だと思います。経費の説明をするために、うちのチームが何とかこういう形で出していますので、加藤委員がおっしゃるように、本当にこういうケースがあるのかということもありますが、難しいところではあります。

○加藤委員 外に出さないほうがいいと思います。

○平野委員長 水野理事が言われたことは、もうちょっと具体的に書かれたほうがいいと思います。つまりこれだけの規模のファンドで、デリバティブのインハウスを持っていない海外のファンドはない。それはなぜかということです。同じ理由があるならば、そちらの理屈の立て方があるような気がします。一方、これは積み上げでやっていますけれども、積み上げでやるとなると、プロセスをもうちょっときちっと明示しないと、なかなかぴんときません。

○古賀委員 積み上がるだけではなくて、このことによって、今まであったこういうデメリットは解消できるとか、そういうことでいいと思います。人とお金を使うのですから、わかりやすく、なるほどというのが、資料として、欲しいのではないかとということでございます。

○平野委員長 すみません。今日は、このぐらいにしておきたいと思います。これは継続審議です。今、出た意見を踏まえて、資料を工夫して、また議論をさせていただければと思います。

どうぞ。

○岩村委員 1点だけ、すみません。判断する場合、資料としては、こういうメリットが

ある、こういうデメリットがあると、対比して、比較対象しながら、結論を出していくという感覚があります。いろんな角度から見方を提示していただかないと、ぽんと、これで結論を出せと言われても、わかりにくいところがございまして、工夫いただければ、ありがたいと思います。

●水野理事 工夫させていただきます。ただ、デメリットが何かというのは、思いつかないところがあります。金融機関では標準装備されているものが、ずっとなかったということです。

○平野委員長 本件に限らずです。

●水野理事 ちょっと考えさせてください。

○平野委員長 標準装備を理屈づければいいわけです。

○中村委員 リスクマネジメント体制ができていないと言えいいのではないですか。

○平野委員長 それでは、そういうことで、よろしくお願いします。

続きまして、審議事項（２）オルタナティブ投資に係るLPSスキームの取り組みにつきまして、執行部から説明をお願いします。

●轟オルタナティブ投資室次長 それでは、審議事項（２）オルタナティブ投資に係るLPSスキームの取り組みについて、御説明申し上げます。

海外の年金基金において、LPSは通常に使われております。

○平野委員長 次は、05ですね。

●轟オルタナティブ投資室次長 05です。

これまでの年金部会等の御審議を経まして、昨年９月に政令改正が行われました。政令改正が行われておりますが、これから内部の体制整備を行いたいと思っておりますので、その人員体制について、御審議をいただきたいということでございます。

あわせまして、業務方法書の変更につきましても、御審議をいただきたいと考えております。

先にこれまでの経緯等ですけれども、２ページ、３ページに、これまでの年金部会等での御審議の内容を再掲させていただいております。

２ページの下半分、第39回の年金部会のところに、※で記載をしておりますけれども、政令改正に当たりまして、４つ要件がございました。

特定の案件への投資をしない。

レピュテーションリスクのために、50%以下に抑える。

直接の不動産に投資をしない。

適正手続ということで、LPSを立ち上げたときには、事前、事後に、経営委員会に御報告をする。それから、必要な情報開示を行う。

こういう４つの要件がありましたので、これにつきましては、業務方法書の変更ということで、これから手当てをしてまいりたいと考えております。

業務方法書の変更案につきましては、24分の20ページ以下に、案を記載させていただ

ておりますが、端的に申しますと、今、申し上げました4つの要件を、そのまま今の業務方法書に追加をした内容になっておりますので、こちらについては、内容を御確認いただきたいと考えております。

続きまして、人員体制の変更について、御説明申し上げます。24分の9ページをご覧ください。こちらは、今、投資を行っております、IFCとの共同投資のストラクチャーでございます。

約3年前に投資を開始いたしました、この案件は、IFCの子会社でございます、IFC AMCという会社が運用します、ファンド・オブ・ファンズに投資をする案件でございました。ファンド・オブ・ファンズが、リミテッドパートナーシップであったわけですが、こちらに投資ができませんでしたので、あえて投資信託を1つ追加して、投資をしたという経緯がございます。したがって、投資信託は、我々が投資をするためだけに改めてつくったということでございます。

左にあります、ニッセイアセット・マネジメントを投資信託の運用会社として、新たに追加をしたということがございまして、箱の下に記載をしておりますけれども、投資信託の設定だけで、約 円、運営費用だけで、年間 円というコストがかかっております。

この案件は、ご覧いただきますとおり、一番下のシングル・ファンドまで、いってみますと、三重ぐらいの構造になっておりますので、こういったことから、ストラクチャリング上、煩雑になりますし、当然ながら、オペレーション、リーガルの面でも、非常に複雑になっているということが言えるかと思えます。

加えまして、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーであります、IFCとは、共同投資協定を結んでおりますので、直接我々とも会話ができるような体制にはなっておりますけれども、一義的には、投資信託の運用者であります、ニッセイアセット・マネジメントを通じて、運用状況等の報告を受けているということで、この階層がなければ、よりファンド・オブ・ファンズのマネジャーと直接対話ができるということで、リスク管理上も、これがなければ、よりメリットがあることになろうかと思えます。

続きまして、24分の10ページですが、これは、昨年の4月から公募を行っております、投資一任契約におけますストラクチャーでございますけれども、赤で囲んでおります、ゲートキーパー、ファンド・オブ・ファンズマネジャーという人たちが登場しております。一番下のファンド1、ファンド2、ファンド3にたどり着くまで、ゲートキーパーやファンド・オブ・ファンズマネジャーを介しているということでございます。

ちなみに、公募におきましては、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーまで、直接我々も対話をしながら、選定をしておりますので、ファンド・オブ・ファンズマネジャーを選定することは、可能なのですが、内部管理、モニタリング、こういった手間をアウトソースするという観点からも、今、ゲートキーパーを採用している状況でございます。

こういったゲートキーパーの業務を内製化すれば、少なくともファンド・オブ・ファン

ズのマネジャーに成りかわることができますし、あるいはより体制を進めますと、ファンド1、ファンド2、ファンド3といったところに、直接投資ができるということで、ストラクチャリング上、あるいはオペレーション上のリスクが、軽減できるといったことになりうろかと思ひます。

11ページですが、振り返ってみまして、これまでオルタナティブ投資の手法として、議論をしてきた内容を再掲させていただいております。この方向性につきましては、平成28年10月20日の第110回の運用委員会で説明をさせていただいたものでございます。

投資戦略として、ゲートキーパー、ファンド・オブ・ファンズを通じた投資、機関投資家との共同投資、個別ファンドの投資、この3つの方向をお示したところでございます。

一番上につきましては、今、公募を行っております、ゲートキーパー、ファンド・オブ・ファンズを通じた投資で、LPSの政令改正が行われた段階で、徐々に体制等を整えて、機関投資家との共同投資でありましたり、個別ファンドの投資を進めていこうという方向性をこの時点でお示ししております、今回、政令改正が行われたことに伴いまして、LPSでの共同投資等を進めてまいりたいということでございます。

LPSを導入した際に、どういった形で具体的な投資ができるかといった点を、12ページにお示ししております。

これまでの年金部会等の議論でも一番のテーマになっていたところでございますが、機関投資家、海外の年金基金であったり、ソブリン・ウェルス・ファンド等の大手投資家との共同投資に活用できるといった点が一番のメリットであろうかと思ひます。こういった海外の機関投資家で、投資一任契約であったり、あるいは投資信託でなければ、投資ができないといったところは、ほぼ皆無であろうかと思っておりますので、こういった機関投資家と共同で、投資のプラットフォームを立ち上げて、ここに我々は投資をする。

実際のプラットフォームは、GPと呼ばれる運用会社がございまして、ここの投資案件は、この人たちに判断を任せるといったことが考えられます。

同じ投資の方向性を持った機関投資家と共同投資を行うことについての活用が、1番目に考えられるところでございます。

右側の②は、個別ファンドへの投資ですが、我々は、例えばプライベートエクイティ・ファンド等で、いわゆるファンドの募集を目にしますけれども、そのような投資の募集があった際に、我々の投資の意向に沿ったような、カスタマイズされた投資をGPにやってもらうことで、LPSを立ち上げて、カスタムメイドのファンドへの投資を行うことで、より投資の効率性を上げたいと考えております。

このような使い方があるわけですが、こういった投資を導入した際の業務フローを13ページにお示ししております。

こちらの例は、機関投資家との共同投資の例でございまして、左から、➤のところ、準備段階、LPSの設定段階等、記載をさせていただいております。

準備段階におきましては、共同投資の相手方となります機関投資家を選定するような業

務、選定した際にこういった投資を具体的にやっていくかといったような、フレームワークの交渉等があると思っております。

こういった準備段階から、投資実行段階、モニタリング・レポーティングの段階を通じまして、今回、☆を記載させていただいておりますが、LPSを導入いたしますと、これまでアウトソース等で外部のマネジャーに任せていた業務を、我々の中で取り組むことになろうかと思えます。

このような業務を行うのに必要な人員ということで、14ページに記載をさせていただいておりますけれども、投資フロントにおきましては、先ほど共同投資相手の選定というところでも申しました。

続いて、LPSを立ち上げた際のLPSのマネジャーのデューデリ、こういったスキルを持った人材の追加が必要となります。

加えまして、リスク管理の強化という点から、LPSから個々のプライベートエクイティであったり、インフラであったり、不動産、こういった案件に投資をいたしますが、こういった個々の案件をモニタリングする人材の採用も、必要になろうかと考えております。

資金運用であったり、管理も、ゲートキーパー等に委託しているところでございますけれども、ここにつきましても、インハウス室、あるいは資金業務課といった、資金の移動を担当する人材も、必要になってくると考えております。

最後、契約担当といったところで、契約管理、リーガル面でも、LPSの投資を進めてまいりますと、案件の数で必要になってまいりますので、当然ながら、外部弁護士事務所も活用いたしますが、内部の弁護士の拡充も必要であろうかと考えております。

このような人材を追加した場合、15ページでございますが、人員がどれぐらい増加するかといったイメージでございますが、全体といたしましては、フロント部門、オルタナティブ投資室が14人、資金運用、バック、契約担当を含めまして、全体で21人といった想定をしております。

今後、LPS投資を行っていく際に、全体として、これぐらいのところまでいければといった人数で、それに関わります、費用、概算ですけれども、年間で 円という推定をしております。 円ですけれども、これは今後のオルタナ投資をLPSで行っていく場合に、必要な経費だとお考えください。

一方で、今、行っています、投資一任契約の取引をこのまま進めてまいった場合、ゲートキーパーに支払う手数料は、一番下に記載をさせていただいております、年間約 円と、概算を見積もっております。

したがいまして、今後、新しいオルタナ投資を、投資一任契約で行ってまいりますと、少なくとも投資一任のゲートキーパーに、約 円支払う必要がございますが、これをLPSに置きかえることによって 円ではなくて、人件費の 円程度に削減できるといった効果があるかと考えております。

人員体制ですが、海外の機関投資家では、どのような状況であろうかといった点を、16

ページにお示ししておりますが、大手の機関投資家にかなり限定したようなアンケート調査の結果でございますけれども、インフラ、不動産などにおいて、二十数名程度以上の人員を抱えているところが多いと考えております。具体的に不動産であったり、インフラ投資のチームについても、調査をしておりますけれども、少なくともそれぞれの分野で、10人以上のチームを抱えている。

ちなみに、いずれの基金も、大手基金ではございますけれども、我々のアセットの規模よりは、もう少し少ないところでも、これぐらいの人数を抱えているといった点が、ご覧いただけるかと思います。

以上のような内容を含めまして、これから人員体制を拡充してまいりたいと思っておりますが、ただし、こういったオルタナ人材の採用も、現実的に経験者を採用するのは難しいので、段階を追って、拡充をしてまいりたいと考えております。

段階につきましては、17ページ、あるいは19ページにスケジュール感を記載させていただいておりますけれども、来年度から採用を始めてまいりまして、LPS投資につきましては、例えば共同投資におきましては、相手がある話でございますので、相手をつかまえて、議論を始めるといったことが可能な人材を、最低でもこういった人数を確保していきながら、モニタリング人材、あるいは件数の増加に応じて、来年度においても、人員体制の拡充を継続してまいりたいと考えております。

オルタナ投資におきましては、伝統的資産と異なりまして、配分ではなくて、個々の案件の積み上げになろうかと思えます。このような個々の案件の積み上げを開始できるような体制を、このような形で開始させていただければと考えております。

私からの説明は、以上です。

○平野委員長 1点だけ、LPSスキームにおけるGP、ジェネラルパートナーの役割につきまして、簡潔に御説明いただけますか。

●轟オルタナティブ投資室次長 LPSにおきましては、GPとLP、無限責任組合員がGP、有限責任組合員がLPと呼ばれます。ファンド、あるいはLPSの具体的な投資判断を行うのがGPでございまして、リミテッドパートナー、あるいはLPにつきましては、あくまでファンドの参加者として、例えば出資額の応分の責任に限定されているといったところが、異なるものでございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

○新井委員長代理 経費、人員のところでは挙がっている計算なのですが、これは直接的な人件費だけの数字ですか。先ほどのデリバティブも含めていくと、この数年で、かなり人員が増えるということで、オフィススペースなどは、今のままだと入らなくなってしまう。そんなことも踏まえて、コストを讀んでいらっしゃるのでしょうか。

●轟オルタナティブ投資室次長 こちらにつきましては、人件費の増加分だけ、概算をお示ししておりますので、そういった状況になれば、オフィスについての検討は、必要にな

ろうかと思います。

○平野委員長 いかがでしょうか。よろしゅうございますか。ありがとうございました。

これはどういう格好で、今後、処理するのですか。

●轟オルタナティブ投資室次長 先ほど申しましたように、来年度から採用を開始したいと考えておりますが、それにつきましては、当然ながら、予算の申請等が必要になります。予算の申請をするに当たりまして、経営委員会の場で、きちんと御審議をされているということを踏まえて、年金局と御相談をさせていただきたいと思っておりますので、このような内容で、採用を開始していいという御判断であれば、そのような形で、これから動いてまいりたいと思います。

○平野委員長 その議決は、いつやるのですか。

●三石理事 補足させていただきますと、人の話、情報システムの話、いずれも来年度の予算に絡んできますので、今の予定ですと、3月に経営委員会がございますので、3月は、今、2回予定しておりますけれども、できれば、最初の経営委員会で、これも含めて、来年度の予算全体を御審議いただきたいと思います。その前提になりますのが、先ほどのデリバティブの人員、あるいは今回のLPSに伴う人員でございますので、最終的には、そこで結論を出していただくことになろうかと思います。

それとは別に、デリバティブも、LPSもそうでございますけれども、業務方法書の改正が必要になりまして、これも議決事項でございますので、それもあわせて、3月の際に議決をしていただくことになります。

○平野委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

○根本委員 人材が非常に鍵だと思うのですけれども、いい方を採る手法というか、一から立ち上げるのは、大変な御努力が必要で、どういうところが魅力だと感じて、来ていただけるのですか。

●水野理事 特にこの2人は、外からプロ職として来ていただいたので、直接聞いていただいたほうが、私が答えるよりいいかもしれませんが、GPIFの規模で、これだけのオルタナの投資を世界的に行っていくこと、そのものは魅力だと思いますけれども、一から立ち上げていくことに、皆さん、興味を持って、参加してくださっているのではないかと思います。

一方で、今回のLPSスキームで、今、お願いしている人材というのは、どちらかといえば、先ほど轟が説明しましたように、私どもにバックやそういう機能がないために、結局、投資一任で、信託銀行などに追加で支払っているコストに関しては、完全にインハウスできると思っておりますので、まずそこから行いますし、あとは、大手の運用会社というか、年金基金と共同投資ができる機会というのは、GPIF独自のものだと思いますので、その点に魅力を感じてやってもらえればいいと思っています。よろしければ、直接聞いていただいたほうが、いいかもしれません。

●轟オルタナティブ投資室次長 今、お話があったとおりでございまして、大手の年金基金、既に進んでいるような投資家と共同して、普通の投資家ができないような、非常に効率のよい、質のよい案件を手がけられるといったところが、メリットだと思います。

採用活動が続けておりますけれども、そういった点は、採用活動においても、十分に候補者に説明をして、こういった経験ができるといった点は、アピールできると考えています。

●山田オルタナティブ投資室次長 1つだけ、つけ加えさせていただきますと、実際に、今、投資一任契約の中の体制整備でも、いろんな候補者とインタビューをして、お話しておりますけれども、国内に比べると、海外の良好な投資機会の多さ、あるいはそのために必要な情報ですとか、リソースのインフラの整備が非常に整っている中で、日本の機関投資家は、対外投資ができていないというのが現状です。こういった対外投資マーケットを自分たちである程度つくり上げていく、あるいは仕組みをつくり上げていくことが、その人の将来のキャリアのためにも役に立つと考えて、手を挙げていただく方が、出てきているのが現状だと思います。

○根本委員 すばらしいです。

○平野委員長 ありがとうございます。

それでは、本件は、ありがとうございます。

12時になりましたが、15分ほど、お時間を超過するかと思います。御予定のある委員はいらっしゃいますか。根本委員は、何かあるのですね。

○根本委員 20分ぐらい、大丈夫です。

○平野委員長 よろしゅうございますか。それでは、15分ほど延長させていただくということで、やらせていただきます。

続きまして、管理運用業務の議決事項の整理でございますが、これにつきましては、私からまとめて提案をさせていただきたいと思います。

これまで様々な形で議論させていただきまして、とりあえずの論点は、出尽くしたと考えております。

それに基づきまして、執行部から提出されているペーパーの位置づけでございますが、これにつきましては、執行部が個別案件を整理し、経営委員会に諮る際の内部的な目安として活用する。経営委員会としては、そのような性格のものとして、理解する。したがって、今後、1年ぐらいは、本案を目安として、執行部が議決事項案、または報告事項案を作成し、経営委員会においては、個別に是々非々を判断し、事項を整理していくことになるかと思っています。

いずれでございまして、経営委員会として、原則的な考え方、あるいは議決事項に関する基本方針を定める必要があるならば、今後の検討課題とさせていただきたいということでございますので、よろしくお願いいたします。

それでは、次の議題に移りたいと思います。次は報告事項でございます。

報告事項（１）監査委員会活動報告（平成29年度第３四半期）について、監査委員から報告をお願いします。

○堀江委員 資料の07、７ページの資料です。

監査委員会の規則で決められたものを先に説明させていただきます。１は、適法性と適正性という２つの観点から、監査委員会規則に基づいて、役員及び理事長、理事の職に関して報告することになっております。

10月から12月の３カ月間は、適法性、適正性について、問題になるようなものは見当たりませんでした。

形式的なことで恐縮ですが、それが１です。

２が今回のメインの報告です。私は常勤の監査委員で、外部の方々からも、何をやっているのかと、よく聞かれるので、ざっくばらんに、何をやっているか、御報告させていただきますと思います。

監査委員会の役割は、２の（１）にあるように、既に中期計画の中で決められています。監査委員会は、経営委員会からの権限委譲を受け、自律的なPDCAサイクルを機能させる、各部署でそのサイクルがちゃんと回っているかを監視する責任を持って、業務を行っています。

監査の方法は（２）に書いてあります。執行部が主催する、様々な委員会に、私はほぼ全て陪席させていただき、どういった議論が行われているのかを拝聴することをメインに、実際に業務がちゃんと回っているかを確認しています。また100人程度の組織ですので、個々人の方を知る意味から、ランチに一人一人お誘いして、どういう人となりなのかを伺って、監査をより適切にできるようにしているということです。

（３）は、次のページにかかりますけれども、現在行っている業務監査の内容です。監査委員会規則で、７つの業務監査が義務づけられています。まだ委員会発足以来、時間もあまりたっており、ここで挙げた７つを全部やることはできませんが、今、実行中のものは、②の中期目標等の達成状況の確認がその一つです。これまで監事の方が行ってこられました、これまであまり触れられてこなかった投資リスクに焦点を当て、業務監査をやるというのが、今の業務監査で集中して行っていることの１つになります。

もう一つ、現在の業務監査で取り組んでいるのは、⑦内部統制です。２ページ目の下にある、内部統制システムの構築・運用状況という項目です。2017年10月にガバナンス改正が行われ、意思決定のたてつけがガラッと変わりました。経営委員会が最高意思決定機関となり、執行部が業務執行する形に変更されました。現時点では、業務をまだ十分に見切れていませんが、内部統制システムをどうやって新しいガバナンスの中で構築していくかは、非常に重要な監査項目だと思っています。今後、⑦の内部統制システムがちゃんと構築されているのか、運用がちゃんとされているのかということを見ていきたいと思っています。

2018年１～３月の中で、②の中期目標等の達成状況と、⑦の内部統制システムを、実際

に細かく見ていきたいと思っております。

3カ月間監査を行い思ったところを、3ページ目以降の課題認識で述べさせていただきます。

当面の課題は、冒頭にお話しましたように、ガバナンス改革が実質的に機能して、着実に定着していくのかどうかを確認し、またそれを定着させるという観点で、監査をしたいと思っております。

今、思っている課題認識を3点記しています。

①は、課題というより、執行部がやっていることについての感想です。特に運用会社との関係改善は、先ほどから議論になっていますが、世界でも例を見ない最先端の試みであり、そういったチャレンジングなことをやっていることに関して、非常に高い敬意を表するものであります。ぜひ水野さんのリーダーシップの下、突っ走っていただきたいと思っております。またその内容をチェックしたいと思っております。

②と③が課題の部分です。当法人は、中期目標が厚労省から与えられており、それを達成するのが、この法人の目的です。それが達成されているのかどうかを監査という観点からチェックしたいのですが、それが難しいと思っているというのが、②のポイントです。

監査を難しくしている理由は何か。一例として、資産配分比率のリバランスの話題が経営委員会で出ていますが、様々な基本方針が文書規程化されていないことが、監査を難しくしている理由の一つというのが正直な感想です。リバランスルールを含むリスク管理もそうですし、資産クラスごとの基本方針も、この法人には存在しません。そのような基本方針がないと、何を目標に監視したらいいのかということが、よくわかりません。種々の基本方針がないことが、監査をやりにくくしているというのが、②で思っていることです。

③は、2ページ目で言いました、内部統制システムのところの課題です。3点ほど課題があると思っております。

1つは、内部監査をやっている監査室についてのことで、監査室の位置づけが、いま一つ、新しいガバナンスの中で、整備し切れていないのではないかと思います。100名程度の組織ですので、屋上屋を架するような内部監査は、必要ないと思っておりますが、一方で新しいガバナンス体制の中、内部監査の役割は、監査委員会として、一体として、非常に重要視しなければならないという基本認識を持っています。監査室をどう位置づけるのかについては、今後、監査委員会からも、いろいろと意見を言っていきたいというのが、アの部分です。

イは、個別の事案ですが、ある資産管理機関で、業務の拡大に伴いいろいろなトラブルが起こっており、これに対して、当法人として、善管注意義務を果たしているかという観点から、見ていきたいということです。あまり深刻な問題だとは思っていませんが、善管注意義務をちゃんと果たすという観点から、1つの資産管理機関で問題があるというのが、イであります。

ウの部分は、規程内容の改正の必要性です。冒頭から申し上げますように、ガバナン

ス改正に伴い、経営委員会や監査委員会でも、最低限の規程の変更、字句の置きかえ等は行われましたが、それだけでは不十分な部分があるのではないかとというのが、監査委員会の基本認識です。どういう規程があり、どういう見直しが必要なのか、字句のそごなどもあるのかもしれませんが、外部の目からも確認していただいて、新しいガバナンスの中で、今、規程等がちゃんと作成されているかどうか、これから見ていきたいと思っているというのが、ウの部分になります。

私からは、以上です。

岩村先生から、補足説明をお願いいたします。

○岩村委員 さして補足することはありませんが、今回、ガバナンスの体制が大きく変わった。形は変わったのだけれども、法の改正趣旨に沿って、実質化する、実効性を高めるというのは、非常に重要なことなので、業務監査で実態を把握しながら、必要な改善なり、実効性確保のための手当てをしていく、それが非常に重要ではないかと考えているということであります。

規程の関係は、全部かどうかはわからないのですが、少なくとも基本的な規程については、経営委員会として、1回、見る必要があるのではないかと考えていまして、といいますのは、従前は、理事長独任制のもとで、理事長がつくっている規程ということになるわけですが、今回、ガバナンス体制が変わったことによって、経営委員会がつくる、経営委員会が議決して制定する、そういう整理になっているはずでありますので、従前の規程も一度見直しをして、実質的にはそれを追認するような手順が必要なのではないか。もちろん問題ないものは、それはそれで構わない。しかし、今回のガバナンス体制の改正に沿わない、あるいはずれがあるということであれば、経営委員会として、議決をし直して、手当てをしていく必要がある。これは経営委員会の責任ではないかと思っております、そこをしっかりとやりたい。できれば、客観的な立場の人に、公正に見ていただいて、外部の先端の知見も入れながらやったほうがいいのではないかと考えています。

GPIFは、非常に重要な組織でありまして、したがって、ガバナンスの体制は、世間から見て、これ以上のものはないというぐらい、立派なものに、本当はしたほうがいいのではないか。そういうことも含めて、外部の知見等をいろいろ踏まえながら、よりよいものにして、何か問題があったときに、対外的に御説明ができるようにしていく必要があるのではないかと考えております。

○平野委員長 ただいまの報告につきまして、御意見、御質問がございましたら、どうぞ。

●三石理事 今、両監査委員から御説明のあった点についてなのですが、3ページの③のウの規程の改正のところについて、私、担当理事でございますので、確認させていただきたいと思います。

確かに10月にガバナンス体制が変わりました。字句の置きかえとおっしゃいましたけれども、私どもとしては、ガバナンスが変わることがわかっておりましたので、半年以上前から、相当準備をいたしまして、民間のガバナンスがいいと言われている企業さんであり

ますとか、あるいは似たような公共法人では、日銀さんとか、NHKさんの例などいろいろ調べさせていただいて、内部統制の基本方針は、10月の最初のときに議決をしていただきましたが、私どももかなり踏み込んで、また、所管省庁とも相談させていただいて、最終的に議決をしていただいたという経緯がございます。

一方で、改めて経営委員、監査委員の方々がご覧になって、不十分な点があると思いますけれども、その点については、経営委員会で、現行規程について、一度、全体をおさらいするという趣旨なのでしょうか。

もう一つは、具体的な例で書かれております、文書管理規程でございますけれども、基本的には執行部の中で、様々な決裁を上げておりますが、これをいちいち理事長まで上げるのか、あるいは部長レベルでいいのか、そういった執行部内での手続のことが規定されているものでございまして、ここを再チェックするというのは、いわば執行部の中でのお話でもございますので、どういう問題意識であるのか、教えていただければと思っております。

○岩村委員 先ほども申しましたように、執行部はきちんと見ておられるのだろうと思うのですが、経営委員会として見る必要がある、そういう場が必要だということです。執行部のやり方についても、経営委員会として、監督権限もあるわけですし、これでよいのかということも含めて、一度、経営委員会の目で直接見る必要がある。そのときに、我々だけではなくて、外部の客観的な意見も聞いたらどうかという提案をしているということです。

●水野理事 外部というのは、具体的にどういうところですか。弁護士事務所などですか。

法案改正のときにも、弁護士の方が入ってこられましたけれども、結局、内部は行政文書なので、そのところの整合性のチェックは、執行部で見てくださいということだったのです。

今回のものも、今、おっしゃっているのが、内部の規程の話であると、正直、よくわからないのですが、外部の知見といったときに、どういう人たちが入るのか。常勤の監査役の方がご覧になるというのは、当然だと思いますけれども、正直、サービスを誰がやるのかは、よくわかりません。

○岩村委員 監査等委員会設置会社をモデルにしているわけなので、コーポレートガバナンスに詳しい専門家です。それは別に弁護士でなくてもいいと思いますけれども、そういう人たちに集まっていただいて、内部規程を見ていただくことは、あってもいいのではないかと思います。

これは意見です。これからどうするかということは、全く決めていないわけです。

○堀江委員 うまくいくかどうかは、わかりません。

○岩村委員 いずれにしても、経営委員会で、そういうスクリーニングをしたという、手順は必要ではないかと思っています。

●水野理事 どの規程の話ですか。規程もいろいろとあります。

○岩村委員 全体です。

●水野理事 全てのうちの規程ですか。

○岩村委員 特に基本規程です。基本的なものです。どれが基本かということも、ざっと見てみないと、わからないのですけれどもね。

●水野理事 ほかの企業は、どうされているのですか。

○平野委員長 新しいガバナンス組織ができたわけでありまして、規程というのは、もちろんいろんな規程があるのでしょうけれども、業務の骨格となる規程については、経営委員が合議で決めるという手続を踏んでおいたほうが、明らかに説明責任は高まると思います。

その場合、今ある規程を全部見直すということではなくて、必要があれば、見直すわけだけでも、今ある規程を追認するということでも、そのプロセスが1つあるだけで、ないときに比べると、相当重みが違うということではないかと思います。

確かに今までもずっと御説明いただいて、基本的なところは、全部議決しているわけですから、同じ作業を二度手間で作るのかみたいな話に、受けとめられておられるかもしれない。それはそれとして、必要な作業をしていただいたことを経営委員会として評価するが、他方、ガバナンス強化の目的をもって経営委員会ができた以上は、経営委員会として、主体的に点検するというプロセスが1つ必要なのではないかということであります。

これはどういう形になるかわかりませんが、そのプロセスを経た上で、立派なものができるのであれば、GPIF全体としても、大いにプラスになる話でありますから、どういう工夫ができるのか、考えさせていただいてということだろうと思います。

ここで何かを決めるということでもないし、今までの御努力を無視しているということでは、全くない。あくまで、経営委員会としてどうかという話でございます。

コンサルにつきましても、弁護士事務所がいいのか、個別の有識者がいいのか、ほかにも組織があるのか、これはいろんな考え方があるかと思いますが、その辺のアイデアも含めまして、少し肉づけをした上で、一度、議論させていただきたいと理解いたしました。

理事長、どうぞ。

○高橋理事長 ありがとうございます。

わずか3カ月であります、この中にも記述されておりますとおり、今、私自身が非常に悩んでおるのは、先ほどからお話しておりますとおり、ESGとか、スチュワードシップなどの業務内容及びアセットの運用の多様化なり、運用手法の多様化に対して、GPIFという組織と、その文化と、人員と人材との間に、結構ギャップが出てきていますので、そこをどうコントロールするかというのが、足元の課題だろうと思っております。その点について、このペーパーは、同じ立ち位置に立っていただいておりますので、そういう意味でも、大変ありがたいと思っております。

その上で、特にPDCAサイクルを回すときの監査のあり方につきまして、リスク管理の基

本方針や資産クラス別の管理方針、②がないので、監査ができないと御指摘されているのは、お気持ちは大変よくわかるわけですが、我々は独立行政法人なので、ここにも書いてありますとおり、中期目標を達成するためには、中期計画があり、年度計画があり、その中にいろいろと規程があって、仕事をして、毎年、独法の評価、主務大臣の評価を受けるという、PDCAを既にずっと回しているわけがあります。

2つありまして、1つは、監査ができないということで、基本方針をつくれということになりますと、監査をするために、基本方針をつくるという流れになるので、あまり好ましくないという感じが1点です。

もう一点、基本方針につきましては、私自身は、本当に職員が必要だと思うこと、職員の業務展開の中で、エッセンスを凝縮して、こうやっていこうというものがあって、ある程度、職員が納得して、その方針のもとに仕事をしていくということが、理想だろうと思っておりますので、すぐにできるかどうかのところについては、何度も言いますが、業務の内容と人材分担の調整の中でやっていったほうがいいと思っております。

ただ、お気持ちは、大変よくわかりますので、独立行政法人のPDCAの中で、特に来年度の年度計画の中に、こういったリスク管理なりの基本方針について、検討していくという項目を入れて、その中で、どのような形ででき上がるかということを、率直に、単年度の独立行政法人としての評価の中で受けていきたいと思っておりますので、そういう意味では、できる限り協力していきたいと思えますし、そういう形で、監査をしていただけるのは、大変ありがたいと思っております。

○平野委員長　ありがとうございます。

ほかにございますでしょうか。どうぞ。

○根本委員　多様な業務を拡大している中で、内部監査の強化は重要だと思います。他社では内部監査部門が監査委員会にレポートしている例もあり、両者の一層の協働が望まれます。

○平野委員長　どうぞ。

○中村委員　監査役というのは、組織の統治責任者と言われているのです。企業統治が適切に方針やルールに沿って行われているかというチェックの責任者だと思いますけれども、内部統制の基本方針が書かれていますが、実効性を担保するには、これがどのように実施されているかという運用状況のチェックの内容が、業務概況書には書かれていません。これに沿って運営が適切になされているかというところをやられたら、いいのではないかと思います。

基本方針というのは、どの企業も大体しっかり書いているのですが、運用状況は詳しく記載されていない場合があります。内部統制のルールをつくっても、それが実行されていなければ、絵に描いた餅になってしまいますので、そこを監査委員として、やられたらいいのではないかと思います。

○平野委員長　ほかにどうでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、最後の議題に移りたいと思います。

報告事項（４）でございます。第２回GPIF Finance Awardsの実施について、執行部から報告をお願いします。

●鎌田企画部長 資料は、10の報告事項４です。

時間も過ぎていきますので、簡潔にしたいと思います。

１月16日に当法人のホームページに載せておりますけれども、第２回GPIF Finance Awardsの実施についてということです。

目的は、年金運用の分野の若手研究者を表彰して、その活動を振興し、ひいては、積立金の安全かつ効率的な運用を実現していくことを目的にしております。

昨年３月には、著名なノーベル経済学賞受賞者であります、ロバート・マートン氏をお招きし、表彰式も行っております。

本件については、息の長い活動にしたいと思っておりますので、第２回も実施するということです。

説明は、以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

これはこれでよろしゅうございますね。

本日の議題は、以上となりますが、事務室から連絡事項等があれば、お願いします。

●辻経営委員会事務室長 今後の経営委員会等の予定でございますが、次回は、２月19日月曜日９時から、第６回経営委員会と懇談会を予定しております。

第６回監査委員会は、２月16日金曜日の９時からを予定しております。

以上でございます。

あと、入館証、iPadを忘れずにお持ちください。

○平野委員長 最後に、PTの設置は、当面、非公表でございますので、情報の管理は、厳格にするように、お願いいたします。

これにて、第５回「経営委員会」は終了いたします。お疲れさまでございました。