

第 53 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 23 年 12 月 19 日(月)17:30～19:00
2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員・小幡委員
・草野委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員
4. 議 事
 - (1) 平成 23 年度第 2 四半期運用状況について
 - (2) その他

●大江審議役 それでは、お揃いですので、ただいまから、第 53 回の運用委員会を開会いたします。

委員は全員御出席でございますので、会議は成立しているということでございます。
なお、本日、厚生労働省の原口参事官は、御都合により欠席ということでございます。
続きまして、資料確認でございますが、議事次第、座席図のほかに、

資料 1 年金積立金管理運用独立法人 平成 23 年度第 2 四半期運用状況

委員限り参考資料 1 各資産の運用状況の補足説明（市場運用分）

資料 2 年金積立金管理運用独立行政法人について（第 2 回社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会説明資料）

委員限り参考資料 2 第 2 回社会保障審議会年金部会年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会における主な質問・意見の概要

委員限り 1 平成 23 年度 運用受託機関等の総合評価結果について

委員限り 2 トランジション・マネジャーの選定について

委員限り 3 リスク管理状況等の報告（平成 23 年 9 月・10 月）

以上、お揃いでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長にお願いいたします。

○植田委員長 それでは、年末のお忙しいときにありがとうございます。

最初に、資料 1 と参考資料 1、GPIF の第 2 四半期運用状況について御説明をお願いします。

●大江審議役 私から御説明いたします。まず資料1の1枚目でございますが、第2四半期（7月～9月）の運用状況の概要でございます。

この期間運用実績は、期間率でマイナス3.32%でして、内外の株価の下落等がございました。また、8月中旬には米国債の格下げがございました。それでむしろ株価が下がって、米国債等の金利が低下するといった状況の中でこういった結果が出てきております。

第2四半期の収益額は、マイナス3兆7,000億円余でございます。

資産総額は、こういうマイナスが出ながらキャッシュアウトもしておりますので、108兆8,000億円余となっております。

1枚おめくりいただきまして、2ページでございます。

第2四半期の数字は四角で囲んでおりますが、その左隣、第1四半期に若干プラスが出たということは第1四半期のときに御報告しているとおりでございまして、年度全体としては収益率がマイナス3.07%、収益額がマイナス3兆4,000億円余といった数字でございます。

それから、3ページが資産別の収益率を見たものでございます。国内債券はプラス1.06%、金利が低下をしておりますが、内外株式は特に大きくマイナスということで、国内株式が大体1割ほどのマイナス、外国株式がマイナス2割ほど、外国債券がマイナス4%でございますが、この間、例えば外国債券の場合もローカルベースのリターンはプラスでございましたが、円高の影響でマイナスに押し戻されました。外国株式はローカルベースのリターンが大きくマイナスで、為替の影響で更にここまでマイナスが大きくなったというところでございます。

更にもう一枚おめくりいただいて4ページのところでございますが、国内債券、収益額ベースで見ますと6,000億円ほどのプラス、国内株式がマイナス1兆2,000億円、外国株式がマイナス2兆7,000億円、外国債券がマイナス4,000億円というところでございます。

6ページでございます。超過収益率の状況（市場運用分）ということでお示しをしております。この期は超過収益率、一番右のところを見ていきますと、国内株式と外国債券でマイナスが若干大きくなっている。アクティブが良くなかったというようなことがございます。この間、マーケットが急変しておりますので、運用機関はこのタイミングでは一時的についていけないというところがございました。

その辺の内訳につきましては、委員限り参考資料1、1枚紙でその後ろに付けておりますが、アクティブ、パッシブ別の内訳も付けておりますので、御参照いただければと思います。

説明としては、以上でございます。

○植田委員長 それでは、ご質問等いかがでしょうか。よろしいですか。

それでは、次のテーマになりますが、第2回社会保障審議会年金部会年金財政におけ

る経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会、これについて資料2及び委員限り参考資料2に基づいて説明をお願いいたします。

●大江審議役 これも私から御説明いたします。資料2でございます。

これは先般の運用委員会でもこういう資料で専門委員会に臨むというところで御説明をさせていただいた資料でございます。当日、理事長、理事が専門委員会に出て質疑も含めて対応しております。基本的に事前に御説明した資料と同じでございますが、若干資料の追加があったということと、項目の追加、それから、16 ページ、17 ページ、最後のところでございますが、お開きいただきますと、今後の運用に当たっての主要課題、前は文章のみの説明でございましたけれども、わかりやすく図表を入れ込んだ形でございます。

念のため主要課題をもう一度申し上げておきますと、説明をしておりますのは、1. 財政検証の経済前提は、足下から長期にわたって市場環境に立脚して設定することが必要。

2. 運用利回りは、賃金上昇率+ α という運用利回りと整合的な基本ポートフォリオは長期的に見れば構築は可能。

金利+ α は、短期的には金利変動と債券時価が逆方向の動きをすること等の留意点があります。

3. リスクの考え方で、リターンとリスクは一体的に検討する必要がある。したがって、賃金上昇率+ α という目標の場合、リスクについても、賃金との差分、そのばらつきをリスクとして認識するというような、そういった整合的な尺度が必要ではないか。

4. キャッシュアウトへの対応ということで、当面の間、年間数兆円に及ぶキャッシュアウトが見込まれる場合、そういったことを考慮した中期目標を整備することが必要ではないか。

こういった提案、課題を御説明してまいりました。

その上での質疑、意見でございますが、委員限り参考資料2、1枚物の資料でございます。ここでは、主な質問と意見というところで整理をさせていただいております。主な意見は上の○2つ、あとは御質問でございます。

1つ目の○でございますが、賃金上昇率+ α か金利+ α かということは私ども検討課題として御説明をいたしました。ある委員でございますが、年金財政から見ると、年金受給額は賃金上昇率に連動している。したがって、目標としては賃金上昇率+ α が自然ではないか。ただ、金利を全く見なくていいかということ、直ちにそこまでは言い切れない。こういう御意見は一人だけでしたけれども、そういったものがございました。

○の2つ目で、企業年金で、最近言われるのはLDI。これはライアビリティ、債務に着目をしてキャッシュフローマッチングなり、デュレーションマッチングをするというものだということでございます。ただ、企業年金の場合は、名目の運用利回りを年金支給額に合わせるように確定しておりますので、LDIのような手法がマッチするのだけ

ども、公的年金は賦課方式で、給付が、委員は物価とおっしゃいましたが、物価や賃金にスライドする企業年金にはない特徴というのがある。したがって、こういう LDI のようなことが公的年金に直接適用できるのかという点も専門委員会の中で議論したらよいのではないかという御意見がありました。

あとは、御質問にわたる部分でございますが、御紹介しますと、1つは、先程キャッシュアウトのところを御説明しましたが、キャッシュアウト対応ということであれば、満期が来た資産を充てる場合と途中で売る資産を充てる場合というものがあるけれども、売る場合にどういう資産を売っていくのかということがございます。

次の3つの〇は、基本ポートフォリオに関連する3つで、同じ委員が御質問されていましたが、基本ポートフォリオを組むときにシナリオ1本でいいかどうか。

海外のアセットクラスについては、どこまでマーケットにするのか。エマージングのようなことを意識されているのではないかと理解いたしました。

債券評価は、現在、私どもは NOMURA- BPI を使っておりますが、それは時価が反映されてしまうので長期的な観点から、私どもの運用方針と整合的なのかという御質問。

最後は、海外の公的年金の運用は数百人体制でやっている。私どもは少人数でやっている。これは伝統的な4つの資産だからできるのではないか。それ以外の資産を運用する場合にはなかなか難しいのではないか。

そういった御質問をいただき、お答えしたところでございます。

私どものヒアリングは今回ございましたが、これを踏まえて、更に専門委員会のほうで議論が行われる上では、こういったものも参考に議論が進んでいくのではないかと理解しております。説明としては以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問、御意見ございますでしょうか。

○山崎委員 他の公的年金の運用は数百人とのことですが、具体的にはどの公的年金のことを言っておられるのですか。

●大江審議役 例えばカルパースや、カナダといった海外の公的年金です。

○山崎委員 わかりました。

●大江審議役 大体少ないところで200人、多いところは400人位でやっているところもございまして、私どもが70人というのは、運用対象の資産が伝統的な資産のみだからできているのではないかという御質問でございました。

○稲葉委員 こちらの方の説明するペーパーで加わった例のキャッシュアウトへの対応という部分でございますね。長期的観点から効率的な運用ができるようにキャッシュアウトになったときに安定的に実施できる仕組みを中長期的に整備すると。

この専門委員会のマנדートとして、こういうことも含めて検討するというような議論にはなっていくのでしょうか。これは言いつばなしで終わってしまうという感じなのではないでしょうか。

●大江審議役 この部分というのは、最終的に、もし中期目標、想定するリターン・リス

クがもともと考えているよりも、例えば低いのではないかということになりますと、国が年金の計算、年金制度の財政計算をするときにどういうリターンを見込むのか。まさにそこに直接影響する話ですので、これをどこまでどう突っ込んで議論するかというところの濃淡はあるかもしれませんが、少なくとも最終的に数字を、例えば前回で言うと、長期的には運用利回りを 4.1%で計算して、その内訳は物価上昇率 1.0%、将来の実質長期金利+2.7%、分散投資効果+0.4%だったわけです。だとしたら、これはこういう考え方が前提にあるので、そういう数字になりますというところは1つひとつ確認をとっていったって進めていかなければいけない議論になっていくと。

その意味では、専門委員会での御議論の濃淡ありますが、最終的にはそこをきちんと確認しながら、そういう作業をしていかなければいけなくなってくると考えております。

○稲葉委員 必ずしも制度のあり方に具体的に切り込んでいくところまでは、余り期待できないということですか。

●大江審議役 制度のあり方というか、最終的に数字は数字ではじいて、それで今度制度設計をどうするか。そこの整合をとりながら、国の方では議論を進めていくと思いますが、少なくともどういう利回りを想定して制度設計をしていくのか。その前提となる財政計算には影響する議論だと思っております。

○臼杵委員 先ほどの山崎委員からの御質問のところと関係するのですが、○の最後のところは、当日はどのようなふうにお答えになったのですか。

●大江審議役 理事長の方からは、今は伝統的資産ということで何とかこの体制でやりくりしていると。我々はリスク管理については、毎回、運用委員会でも御報告していますが、実はこれのベースに、更に精緻な資料があってリスク管理もできていると。ですから、今のような伝統的資産の場合と同様にかなり緻密なことをやろうとすると、正直それはなかなか厳しいですと、そういうふうなことで理事長から答えさせていただいたというところでございます。

○臼杵委員 それはそうなのかもしれないのですが、先ほどの四半期の運用状況のお話もあって、確かにヨーロッパのマーケットは非常に混乱してきていて、なかなか運用は難しい局面ではあるのですが、逆にこういうマーケットの動くときにはいろいろな投資機会が出てくるという考え方もあると思うのですね。例えばヨーロッパのほうで、国有資産をいろいろ売却しないと立ち行かないというような状況になってきていて、場合によっては、国債などへの投資は難しい局面かもしれませんが、あるいはヨーロッパの銀行が資産を売却してくるとか、そういうところで、我々の基本ポートフォリオを大きく変えるということよりは、むしろリスク資産の中身を投資機会に応じて変えていくということも少し考えてもいいのではないかと個人的には少し思うのです。なかなか体制ということと、その辺との関係で、今の GPIF の体制でもできることはあるのかどうかということを少し考えておいてもいいのではないかとというのが私の個人的な意見です。

- 植田委員長 これは、今、考えるべきだというよりは一般論としてということによろしいのですか。
- 臼杵委員 一般論というと、いつ考えるのだという、今日、明日すぐということではないと思うのですけれども、1年とか、恐らく2年、今のような状況がしばらく続くとなれば、そういう意味では今ということなのかもしれません。数か月とか1年とか、そのぐらいの単位では考えていってもいいのではないかと思うのです。
- 植田委員長 場合によっては基本ポートフォリオを変更しなくてはいけないような大きな変化があったとみなされるときは、当然ここで議論するということではないのですか。
- 臼杵委員 勿論そうです。ただ、そこはなかなか判断が難しいと思うのですね。この前の検討作業班でも議論になりましたけれども、基本ポートフォリオの前提が本当に変わったかどうかというのは、そこに入り込むとなかなか結論が得られないところがあって、もう少し、その手前のところで機動的に動けるようなことがないのかというのが私の今の意見です。
- 植田委員長 手前で機動的にというと、枠の範囲を使うのは1つありますね。それも大変ですけれども。
- 臼杵委員 枠とは。
- 植田委員長 許容乖離幅。
- 臼杵委員 そういうこともあります。だからリスク資産と債券との間を考えるとということもあるかもしれませんし、あるいは今回のエマージングも外国株式の1つとしてやっていますけれども、そういうリスク資産の中で少し中身を考えていくということもあるのかと思うのです。
- 清水調査室長 おっしゃるとおり2つあって、1つは、許容乖離幅の中で当面のものを変えるという話が1つ。それは当然その根拠となるリスク・リターン、これを実際に短期的にどういうふうにセットするのかということと関連する話と捉えるのだろうということだと思います。
- もう一つは、今、臼杵委員おっしゃったように、あくまでも伝統的資産のアクティブとして、アクティブの見直しの中で、エマージングを外国株式に組み込むようなことをやるのかどうかということを検討する。どちらかということと後者の方が普通には考えられるような話であると思います。
- 植田委員長 それも機動的にはなかなか動けないですね、今の体制。
- 臼杵委員 機動的とおっしゃる意味は、相場の上げ・下げという意味での機動的というのは無理だと思いますけれども。
- 村上委員 臼杵委員に質問です。今、おっしゃった中には、例えばインフラ投資みたいな新たなジャンルみたいなものも、御発言のニュアンスとしてあったような感じですが。
- 臼杵委員 そういうことも少し考えてみてはどうかと思います。
- 村上委員 そういうことも含めてとなると、なかなか検討時間が要るようなことになっ

てしまいますね。

○白杵委員 時間が要るからこそ少しずつやっていってもいいのかなということです。

○佐藤委員 そこは基本ポートフォリオを変えようとするとなかなか時間かかってしまうから、その枠内で何かもう少しできることがあるのではないかという話ですね。それはこの委員会でももっと検討すべきではないか。勿論内部も既に十分な勉強会とか重ねられて十分な検討が進んでいると伺っておりますけれども、いつまでも検討とか勉強ばかりしないで、実践というのですか、こういう世の中なので、投資機会をとりにいけるようなことをもっと考えた方が良いのではないかと思います。

●清水調査室長 考える上でのスキームという点を申し上げますと、これからヨーロッパでは白杵委員がおっしゃるようなところが出るのではないかということは結構専門家というか、最前線ではそういうような声を私もよく直接耳にするような話であるのですが、まず前提として、基本ポートフォリオとの関連ということを考えますと、1つは流動性がないという部分についてどうするのか。まず、そこは整理する必要があるだろうということと、もう一つ、特にインフラにつきましては、これは2つ考え方があって、エクイティに対する投資だから、いわゆる株式のアクティブとして位置づけるということ、これが1つですね。

もう一つ、インフラ投資の特性としては、インフレ連動的な、ある意味キャッシュフローみたいなものが長期的に確保できるので、逆に債券代替といえますか、キャッシュフローを確保するのだと、こういう観点から、いわゆる債券の代替として捉えると、多分2つの見方があるのだらうということ、実際に基本ポートフォリオの中で調査した者として申し添えさせていただきます。

○村上委員 そのような新たなジャンルをやるときは、おそらく体制も一緒に考えないとなかなかうまくいかないのではないかと思います。先ほど例として海外の年金の話も出ていましたが、カナダなどはインフラ投資が進んでいますけれども、公的年金の組織の中に専門のチームがあるような形でやっていると思うのです。どういう形であれば、物件の審査やリスク管理ができるのかということの体制も併せて内容を検討しなければ事がうまく運ばないのではないのでしょうか。

○植田委員長 この辺は大事な点ですが、多少このテーマとはずれてきますので、引き続きどこかでということによろしいでしょうか。

○小幡委員 済みません、どこかでというのはどこなのですか。

○植田委員長 ここで機会を捉えてやるということではかかないと思いますけれども。

○小幡委員 今日、今、やらないということは、次回やるということなのか。

○植田委員長 それは皆さんから出していただいてもいいと思いますけれども、今、やりましょうというふうに、どこかのタイミングで。確かに欧州情勢含めてリスク・リターンあのマトリックスは変わったかどうか、直感的にはわからないのですけれども、いろんなことが起こっていますから、最低限議論しておかないと任務を果たしたことになる

らないくらいの情勢であるように思いますので。

○稲葉委員 私はまず欧州情勢を含めてリスク・リターンのその辺が従来の把握しているところと、変容しているのかどうかというところの分析、吟味をしてみたいというか。

○植田委員長 それは清水さんいかがですか。

●清水調査室長 実は検討作業班の中で、4人の先生方に、マクロ的観点からリスク・リターン、この性質が変わっているのかどうかという検討を、一回試案的なものを出して議論していただいている途中でございます、その結果を踏まえて改めてこの場で何らかの報告をさせていただきたいと思います。なかなか難しい話なので、確実に答えが百点満点出せるかというところちょっと自信はないところではあるのですが、頑張りたいと思います。

○臼杵委員 余り事務局に負担かけるつもりはないのですし、先ほどの繰り返しになって恐縮ですが、リスク・リターンのマトリックスと基本ポートフォリオということと同時に、先ほど村上委員もおっしゃったように、体制と併せて新しい投資機会みたいなものがどの辺りにあるのかということも是非考えていきたいと思うのです。それは次回なのか、次々回なのかわかりませんが、先ほど申し上げたように、半年ぐらいのタームでは考えていきたいと思います。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、とりあえずのところは、次のテーマですが、運用受託機関等の総合評価結果について、委員限り1、御説明をお願いいたします。

●橋谷田運用部長 それでは、私から御説明いたします。

23年度の運用受託機関の総合評価の結果でございますが、1にございますとおり、今般の運用受託機関のミーティングにつきましては、10月3日～10月27日まで53ファンドに対しましてミーティングを行いました。日付はごらんのとおりでございますが、今般は現在マネジャーストラクチャーの見直しをしております国内債券パッシブ、アクティブのファンドにつきましては除いてございます。

それから、1つ目の※に書いてございますが、これに併せてということで、インハウス運用の国内債券パッシブ及び国債パッシブについても、28日にミーティングを実施しております、別紙資料の最後に付けてございます。

それから、2つ目の※でございますが、昨年度、外国債券のパッシブ3社3ファンド及び外国株式のパッシブ2社2ファンドを新規に採用しておりますが、この社につきましては1年に満たないということで、今回の総合評価からは外しております。

2の結果のところでございますが、まず、この評価の仕組みにつきまして御説明をしたいと思います。クリップをお外いただきますと、最後のところに参考資料が付いてございます。それをごらんください。

1. 基本的な仕組みということで上の枠に書かせていただいておりますが、総合評価につきましては、1つ目の○運用期間が1年を超える運用受託機関について評価を実施

こととさせていただきます。また、マイナスのグループで平均以上のものにつきましてはそれ未満のものについては 〇〇 という点数配分をさせていただきます。

また、インフォメーションレシオにつきましては、ごらんのとおり、
〇〇 といった点数を付すということとさせていただきます。定量評価につきましては、
〇〇 をつけるということとさせていただきます。

3. スタイル調整ファンドでございますが、これは国内株式の中にバリュー・グロースを調整するファンドがありまして、当該ファンドに対する評価について表示してございます。

それから、右側でございます。1. 定性評価項目につきましては、新規採用の際の説明と同様の項目につきまして、定性評価を行うということとさせていただきます。

2. 定性評価点でございますが、こちらについては、今年度から基準の見直しをさせていただいております。いわゆる 〇〇 と同様の基準に整理をし直したということとございまして、投資方針・運用プロセス、組織・人材、コンプライアンス・事務処理体制、株式に関しては議決権行使の取組という4つの項目でそれぞれ 〇〇 評価をいたします。

〇〇 といったことを定性評価点とするということとさせていただきます。

ただし、

〇〇 とするという整理をしております。

昨年度までは、この重要な 〇〇 の点数を見ながら、 〇〇 点数をつけたところとさせていただきますが、今年度は、 〇〇 という形に変えたところとさせていただきます。

それでは、別紙につきまして御説明をいたします。

1 ページ目は、国内の債券のパッシブファンドを除きました全パッシブファンドの状況でございます。

パッシブ運用機関につきましては特に問題となる社はないという整理をしたところとさせていただきます。

2 ページ目につきましては、 〇〇 とさせていただきますけれども、定性評価で変更になったところがございまして、こちらにつきましては、組織・人材を 〇〇 に見直しをした社とさせていただきます。その内容につきましては、

〇〇 に整理をいたしました。投資方針・運用プロセスにつきましては、昨年度 〇〇 今年度と同様でございますので、 〇〇 という結果でございました。内容的に特に問題になることではありません。点数的には良く

なっているということでございます。

2 ページ目の一番下でございますが、
という社でございます。こちらにつきまして、定性評価が
になっておりますが、これは基準の見直しをした結果でございまして、昨年度も組織・人材は
ということでございます。内容的には

昨年と同様の

を付したところでございます。投資方針・運用プロセスは
ということでございます。昨年度は組織・人材を考慮しまして
としたわけでございますが、今年度は基準の見直しにより
としたところでございます。特に問題はございません。

それから、3 ページのところまでの、そのほかの外国債券のアクティブにつきまして
も、総合評価が
ということございまして、特に問題はないと整理をしたところ
でございます。

4 ページ目からが国内株式のアクティブでございます。

まず
でございますが、昨年度
としてございすけれども、今年度
と整理をしたところでございます。この社につきましては、昨年度、組織・人材で

と

いう評価をしたところでございますが、先ほど外国債券のアクティブで紹介しました部分との相対評価をいたしますと、本年度は
と評価をし直したところでございますが、特に内容的に問題になっているということではございません。総合評価でも
という高い点数をとってございます。

それから、
でございます。こちらにつきましては、昨年度、定性評価は
でございましたが、今年度
とした社でございます。こちらは投資方針・運用プロセスのところで、
に評価を見直した社でございます。昨年度につきましては、いろいろと特記事項にも書いてございすけれども、
を行ってきたところでございますが、なかなか有効性が出ていない。昨年度の評価はその部分に懸念があるということで
を付したところでございます。今年度につきましては、
の比較をしましても、効果が確認できたといっ

たところ。

市販の分析

ツールにおきましては、
と整理をしているところ
ですが、この社につきましては、

といったところも勘案しまして、
の評価としたところでございます。

4 ページ目の他の2社につきましては、
ということ、特に問題はないということでございます。

5 ページ目でございますけれども、運用機関名の後ろに※を付してございますが、こ

こちらにつきましては、3年に満たない社ということでございまして、こちらは投資方針等、定性評価の面におきましては、特に問題がなかったと整理をしたところでございます。

引き続きまして6ページをごらんください。エンハンス型の運用先でございます。

についてご説明をいたします。こちらは投資方針・運用プロセス、昨年度も今年度も といったところでございます。昨年度につきましては、 ということモデルの有効性に懸念がある。 はあったのですが、なかなかパフォーマンスにあらわれてこないモデルの有効性に対して懸念があるということで を付しました。今年度につきましても、詳しくその内容を掘り下げて見たところですが、リーマン・ショックでパフォーマンスが悪化したわけでございますけれども、それ以降は、パフォーマンスを悪化させないことに重点をおき、 を定性的な判断をも 行って行っておりますが、その基準は不明瞭であり、規律的な運用とは評価できないという結果でございまして、引き続き投資方針・運用プロセスを とした先でございます。こちらにつきましては、昨年度も一部回収をしましたが、今年度も総合評価で ということでございますので、一部回収の先になるという整理をしたところでございます。

そのほか、6ページの につきましては、※が付いてありますとおりで、まだ3年に満たない先ということでございますが、定性評価におきましては、特に問題がないということの整理をしたところでございます。

7ページ目、トータルグロースの先でございます。まず でございますが、こちらでも定性評価につきまして変更がございます。昨年度は、組織・人材を 理由は他の社に比べまして ということから懸念があるということで、 としたところでございます。また、投資方針・運用プロセスは と評価をしたところでございます。今年度につきましては、特記事項のアンダーラインに書かせていただいておりますが、

を実施しまして、その有効性は確認できたところでございますが、実態としましては、 なかなか有効性が反映されていないといったところの確認できたところでございます。そういうことで、今年度の組織・人材面につきましては、 へ、逆に投資方針・運用プロセスの部分につきましては へという評価の見方を変えたところでございます。この社につきましては、 一部回収 でございますけれども、総合評価 ということ、今年度につきましても一部回収の対象になるという整理をしたところでございます。

また、 でございますけれども、こちらにつきましても、投資方針・運用プロセスを から に引き下げてございます。特記事項に書いてありますとおりでござい

ますが、
ますけれども、

する運用スタイルではござい
といったところを確認し
ましたが、なかなか明確な説明がなされないということで、今年度につきましては、
に評価点を落としたところでございます。この社につきましても、昨年度は総合
評価
でございますが、今年度につきましても
と、一部回収の先という整理
をしたところでございます。

引き続きまして、8ページ目でございます。ラージ・バリューの先でございますが、
こちらにつきましては、
でございますが、定性評価につきまして昨年度
これは基準の見直しによるものでございます。投資方針・運用プロセスが昨
年度
こちらにつきましても、

といったことから、運用スタイルにぶれが生じ
ているという昨年度の評価でございます。今年度につきましては、特記事項に書いてご
ざいますが、
につきましては確認ができてい
るわけ
でございますが、実ファンドに有効性が反映されていないという確認がとれまして、引
き続き
とした先でございます。昨年度一部回収、今年度も総合評価で
という
ことで一部回収の対象先になるといったところでございます。

そのほかの先につきましては、総合評価
といったところございまして、特
に問題はないと整理をしたところでございます。

9ページ目、スモールファンドでございますが、こちらにつきましては、※を付し
ているとおり、まだ3年に達していない社でございますが、定性評価におきまして特段
問題はないと整理をしたところでございます。

ということでございまして、国内株式の一部回収先につきましては、3年以上の社で
4ファンドとなっているところでございます。

10ページ目、外国株式アクティブでございます。こちらにつきましては、
の定
性評価は
となっているところ
でございますが、こちらにつきましては、
基準の見直しによるものでござ
います。投資方針・運用プロセスが昨年度も
という
ことでございまして、組織・人材も昨年度と同様
でございましたので、内容的に問
題となっているところでは
ございません。

その他3社、※を付しておりますとおり、評価期間が3年に満たないといったところ
で定性評価において、特に問題はないと整理をしたところでございます。

11ページ目のところ
でございます。こちらは
についてです。昨年度、定性評価
が
今年度が
ということ
でございますが、これも基準の見直しの結果でござ
います。昨年度組織・人材で
今年度につきましても、特記事項に書いてありま
すとおり、組織・人材面で不安定といったところ
でございます。

戦をしていて、昨今、非常に振るわない戦略なのだと思うのですが、運用受託機関の個々の評価もそうなのですが、戦略全体としての評価、今後も委託を継続していいかどうかという点からはどうなのですか。まず、戦略全体についての質問です。

それから、外国株式アクティブですが、これは何社か並べて委託していると、長期間で見ても良いものもあるだろうし、悪いものもあるでしょう。分散ですから、トータルで勝っていれば良いのではないかと思うのですが、これを拝見していると、

を除くと全部定量評価が極めて低いようです。これはこの間のエマージング株式の選定のところでも懸念として申し上げたのですが、3年、5年で過去の超過収益が良かった社を採用すると、委託した途端に超過収益が悪くなる。外国株式については一斉に取り替えたので、パフォーマンスの悪化が何だか一斉に起こってしまったのかと思うのですが、ここのところはどう評価されるのでしょうか。3年未満ということと定性評価重視というのはわかるのですが、それにしても定量評価が低いのではないかと、この点をどう評価されるのか。つまりは委託を継続していて問題ないということなのか。

特にコメントで気になったのは、と、です。コメントを拝見していると、そもそも減額だけでなく、委託を継続していいかどうかという疑問があるのですが、これは何が何でも3年とか5年待つのか、それとも何かトリガーみたいなものがあれば考え直すのか。

定性もを切って、これは普通、新規に入れるのであればということでは採用しない基準だと思うのですが、定性もを切っている、定量評価も運用期間はまだ3年未満ですが悪い、こういうところをどう考えるのか、その辺りを教えていただけないでしょうか。も同様です。

○草野委員 今の佐藤委員のご質問の関連で、例えば、6ページの は
ですから、今のお話ですと、5年以上なので ということになりますが、
ということで相当悪い状況にあります。こうした社については、基準づくりはなかなか難しいと思うのですが、 ぐらいの回収でいいかどうか。もう一つは、
8ページの 、これもトータルで ということなのですが、5年以上で定量評価は です。この辺も ぐらいの回収でいいかどうかというのは、今、佐藤委員のお話も含めてお話を聞かせていただければと思います。

●橋谷田運用部長 国内株式の点につきまして、エンハンストの部分でございますが、6ページ目のところ、ごらんとおり定量評価につきましては、各社とも苦戦をしている。超過リターンマイナスというような数字がここで見てとれます。エンハンストにつきましては、低リスク・低リターンということで採用したところではございますけれども、昨今はなかなかごらんとおり振るわないといったところがございます。

3社がまだ3年未満というような状況でございますけれども、我々としましては、マネジャーストラクチャーの見直しをする際に、既存と新規の比較、あるいはマネジャー

ストラクチャーそのものの考え方の中で、こういった部分をどう整理するか。今、国内株式につきましては、スタイルベンチマークを持ってかなりいろいろと取り分けをして運用をしているといったところ、この辺りも含めまして、この先、こういうスタイルベンチマークでの運用がよろしいのかどうかも含めまして、マネジャーストラクチャーの際には検討を加えていきたいと考えております。

それから、草野委員からもありました国内株式のところ、非常にパフォーマンスが悪いということで、一部回収をする場合に で良いかということでございますけれども、私どものファンドというのは何千億円という規模でございまして、運用受託機関サイドからの というのは、 単位のレベルでの回収といったところがございます。そういう意味ではかなりインパクトが大きいというように考えてございます。いろいろなファンドがある中で基準というものを、国内債券でいくつ、国内株式でいくつ、あるいは外国債券、外国株式といった資産クラスでなかなか切り分けをしてリーズナブルな数値を出すというのは大変難しいと私自身思っております、一応の目安として全体ファンドでの一律の基準、そこが といったものは、我々のファンドの規模からすると相当なインパクトがあると考えております。

それから、外国株式のアクティブのところでございますけれども、ごらんになっていただきますと、10 ページからでございますけれども、 というのが、以前から非常に運用成績が良いといったところで残っております以外は、全て前回の平成 20 年度のマネジャーストラクチャーの見直し、平成 21 年 2 月からの運用先ということでございまして、非常にパフォーマンスが悪い状況ということではございます。ここにつきましては、運用開始のタイミングが、リーマン・ショック以降の、ちょうど反騰する、特に金融株が非常に急反騰する、そのタイミングでスタートしたわけですが、これら我々が採用したファンドにつきましては、そういった業種のウェイトを低くしていたことで、平成 21 年度のパフォーマンスが大きくマイナスとなって出遅れてしまったところ、平成 22 年度につきましても、その影響がまだとれていないと分析をしているところでございます。

ただ、平成 23 年度、足下に入りまして、リスク管理の状況を御説明している中で、外国株式アクティブの超過リターンにつきましても御説明しておりますが、改善しているファンドもいくつか見られる。トータル的にも超過リターン若干ではございますけれども、プラスをとれてきているというような状況もございますので、3 年未満のところにつきましては、しばらく様子を見たいというのが私どもの考え方でございます。

○能見委員 ある短い期間の定量的な評価だけで、ここは悪かったからどうこうというのは、基本的に GPIF の運用スタイルからいくと余りそう単純ではないのですね。つまりどういうスタイルの運用かによって、例えば上げ場面に強かったり、下げ場面に強かったりして、だから GPIF のアクティブでもそうなのですけれども、マネジャーリスクを分散するという意味と運用スタイルを分散することで、一方に偏らないようなやり方し

ているのですね。そうすると単純な定量がある期間悪いからといって、もしかしたら、それは次の局面になったら勝てるスタイルかもしれないということで、そう単純ではないのですね。だから、そこは分散することなので、むしろ定性要因と組み合わせて、このスタイルはほかの、同じスタイルをやっている、同じようにやっていると、そこだけが定量的に悪いというのだったら、それはどうかなということはあるのかもしれませんが。要はさまざまなスタイルがそれぞれの会社にあって、いろいろな局面で強いところと弱いところがあると。それを分散投資という考え方の中でやっているので、定量的なものが瞬間的に悪いからといって、それをすぐ排除しようというのは必ずしも我々の投資の理念からするとベターとは言えないのですね。

例えば最近アクティブの世界的にも有名な名前の通った人たちが次々と敗北しているのですね。多分コンサーバティブな人やアクティブな人、いろいろ分散しているところにいると意味があると。むしろ本当に評価するのであれば定性要因やスタイルや投資のフィロソフィーというところを見て、物すごく場当たりのいいかげんだとしたら、それは排除した方がいいけれども、瞬間的な定量評価が悪いからといって排除すると、いわゆる分散とか、そういう概念からは外れてしまうところがあるのではないかと思います。

○佐藤委員 勿論その点は能見委員がおっしゃるとおりだと思うのですが、外国株式のところを拝見していると、大体2年ぐらい経ったところでほとんど 除いて全部苦戦していますと。それから と 、定性の組み合わせとおっしゃいましたけれども、そこの定性に非常に懸念されるコメントが書かれていまして、さらりと読むと疑問がつくし、どんなに一生懸命考えて選んでもやはり間違えることは可能性としてありますね。そういうことがあったときに、次のマネジャーストラクチャーまでじっくりと減額しながら待つのか、それか、これは違っていたのではないかという、そういう見直しの基準というか、トリガーみたいなものは出ないのかということをお願いしています。

それから、先ほど が相当な減額とおっしゃったのですけれども、それでも残るわけですね。そうすると運用機関からすると、GPIFはどんなに成績悪くても5年ぐらいは待ってくれるのだから大丈夫ではないかと、逆に運用に気合が入らないと言ったら何なのですかけれども、そこもちょっと心配でして、定量と定性組み合わせて総合的にある一定の期間では見なければいけないと思うのですけれども、何か問題があれば、一律 とか といった処置ではなくて、基準の作り方も難しいとは思いますが、もう少し弾力的に対応していかないと、受託からもなめられると言ったら言葉つき悪いのですけれども、緊張を持った運用してもらうことが、GPIFにとっても、年金を受け取る国民の皆さんにとっても非常に大切な、これはアクティブ運用なので、しっかりと成果を上げていただく、これが重要なのではないかと思います。

●橋谷田運用部長 ただいまの といったところは、特に組織面の問題とい

うこともございますので、いわゆる総合評価で一部回収とはまた別に、こういう組織体制につきましては、ファンドに大きな影響を与える者の交代等があれば、そこはまた別途に見て解約といった処分というか、処置と言ってよろしいですか、それをとる。そういうルールも1つ設けてございますので、こういった組織面につきましては、より慎重にその辺のところも見ていきたいと思っております。

- 三谷理事長 今のお話の関連なのですけれども、私どもがなめられているのではないかというお話なのですが、実はご承知のとおり、この回収を始めたのは去年からでありまして、それまでは成績が悪くても追加配分をしないぐらいの措置であったわけです。去年から回収ということを始めまして、私の耳に入ってくる話なので、多少向こうが誇張している部分があるかもしれませんが、GPIFで成績が悪いとかなりまとまった金額、彼らにとって というのは相当な金額ですから、まとめて回収されるのだということで相当な激震が走ったように私は聞いていまして、そういった意味では、これをずっと何年も続けてくれば、おっしゃるように慣れてくるようなことがあるかもしれませんが、今のところはまだそこまでなめられてはいないのではないかと私は思っております。

○小幡委員 細かいことで確認ですけれども、 で相当なインパクトがあるというのは、今、理事長がおっしゃった、向こうの運用サイドにとってのメンタルというか、打撃があるという意味ですか。それとも売却におけるマーケットインパクトがあって、なかなかイクジットしにくいという意味ですか。

- 橋谷田運用部長 これは前者です。

○小幡委員 前者だったら、例えば でも も一緒だという、すごく大ざっぱですけれども、 でも でも、要は激震ということですね。

- 三谷理事長 それはそうかもしれません。

○小幡委員 でいけない理由は、そんなことを言うなら、 ならどうだとか、いろいろあるのですけれども、 でもいいということですか。

- 岡部理事 今、個社の評価を御説明していろいろ御意見いただいております。ただ、私どものルールというのは、基本的には3年間の運用機関が終了すれば、原則としてマネジャーストラクチャーをやって、既存のところも新規のところも基本的には一回シャッフルするわけです。

では、次のマネジャーストラクチャーまでの間はどのようにするのか。勿論全部残したところがかつてすごく良い成績であったのに、最近ちょっと右肩下がりだね、あるいはこのマネジャーはいいと思って採用したのだけれども、必ずしも成績がすぐに思ったとおり出てこないというのは、こういう世界なのでどうしてもあるわけでございますけれども、ただ、余り評価期間が短くて、定量面に引っ張られてしまうと、かえって問題が生じることがあります。したがって、次のマネジャーストラクチャーまでの間については、1年ごとのパフォーマンスなりを評価しながら、若干の資金シフトを行うという仕組み

になっています。

今、小幡委員からも資金シフトの割合が がいいのか、 がいいのか、はたまた がいいのかという御指摘をいただきましたが、外国株式についても、今年度が終わりますと丸3年経ちますので、3年経てばまた評価をし直した上で公募をかけていくということですので、その際に、運用委員会の御意見をいただきながら、どういう対応ができるのか、考えていきたいと思えます。

○能見委員 一言だけ、済みません。組織・人材について、安定性欠けるというのは、私もアセットマネジメント会社の経営もやったことあるので、これが一番重いですね。これは相当重く考えなければいけない。定量よりもずっと、これは排除理由になりますね、ここだけで。

○宇野委員長代理 この問題について、佐藤さんとか、能見さんがおわかりになっていて、私がわからないのは、GPIFの中で悪いと評価されるものは世の中全体の中でも悪いのかどうかという点がよくわからないのです。つまり実際に、例えば株のアクティブ運用をしているマネジャーの中で GPIF が採用したマネジャーというのは平均よりも上に常にいるのか、ほとんど平均値は変わらないのか。平均値はひよっとしたら下なのかという問題。マネジャーセレクションをして、優秀なマネジャーを選んでいるのですから、GPIF が運営しているマネジャーは平均よりいいのだとすると、ここで見ている評価基準というのは若干矛盾をはらんでいると思うのですよ。というのは、必ず がつく評価基準になっている。アクティブ運用でマイナスになって

なるわけです。でも、その人たちは業界全体で見たら、平均以上にやっている可能性だってあるし、そもそも がついても平均より悪いかもしれないです、業界全体として。

そういう意味でいくと、マーケットに存在している運用機関のパフォーマンスの分布と採用しているマネジャーの分布の平均が合っているのか、合っていないのか、これをちゃんと一回確認する必要があると思うのです。もし平均がほとんど一緒とか、あるいは下になっているのだとすると、もっと大きな問題で、マネジャーセレクションの成果が上がってないということになるわけですね。1年かけてエマージングのマネジャーを選んでいるけど、結局そんなに時間かけても平均と変わらないのだったら、何のためにマネジャーセレクションやっているかみたいな問題も出てくるわけなので、まず、採用している人たちの中で というルールづくり方でいいのかどうか。これだと にならないようにすれば一番いいのです。だから無理なことしないで、

預かった資産を3年間の中で減額されることはない。

そういう意味でいくと、特徴のあるところが、特徴のある運用をするよりは、減額にならないように、 しようというような行動を招きかねないという点もあるし、そういう意味でいくと、客観的な情報をもっとマーケット全体の情報と

照らしてどうなのかということを示していただかないと、もっと減らしたほうがいいのか、そうでないのかということについてもなかなか判断が難しいのではないかと思います。

○能見委員 ちょっと関連するお話だったので一言だけ。ここ3年間は、私、この業から離れているのですけれども、その前でしたら、GPIFの評価、あるいはセレクションは標準よりは上だというふうな認識です。そして業界においても、そのセレクションについては、それなりの敬意を払われていたという認識です。

○植田委員長 それでは、事務局一回お願いします。

●橋谷田運用部長 世の中の平均というか、そういうお話がありましたけれども、私どもも、ここにはお示しはしておりませんが、コンサルティング会社のレーティング等も横に置きながら行っているというのが実態でございまして、全く我々だけでのこういう評価の仕方ということではないということだけは御理解をいただければと思っております。

○村上委員 今日の実際の運用機関の評価・選択はそれとして、参考資料に書いてある具体的な評価基準についての経済的な意味というのを、一度、論題として取り上げた方がいいような気がします。というのは、この評価基準がどのような前提で成り立つかというと、例えば超過収益についても、その過去の実績と将来の実績との関係がある程度の相関をもって説明できなければ、定量評価のウェイトを取り過ぎてしまう恐れがあると思うのです。その辺りの経済的な意味というのを、すなわち評価基準がどのようなメッセージになっているかというのを再考してみたらよいのではないかと思います。

それからトラッキングエラーというの、どのくらい重視すべきなのかということがあると思うのです。例えば日本のバブルだとか、世界的なITバブルだとか、いろいろ市場ではその時どきに議論の争点がありましたが、きちんとファンダメンタル価値の評価ができていたマネージャーというのは、そのような局面は必然的にトラッキングエラーが大きくなるのです。トラッキングエラーに重きを置き過ぎるのは、バブルについていけないと評価されないようなスキームになってしまうということも言えるわけですね。そのところが、それでよいのかどうかということですね。

ですから、この評価基準が経済的にどういうことを指しているのかということのを、一度きちんと把握し直した方がいいのではないかと思います。

○植田委員長 時間の関係もあるので、これは、当法人にとっては非常に大きな問題ですし、今回どうするかだけではないいろいろな問題が提起されましたので、また、近い将来、改めて。

●橋谷田運用部長 評価の部分につきましては、これで良いということではありませんので、いろいろな御意見をいただきましたものも踏まえて検討させていただければと思います。

○植田委員長 あと、よろしいですか、今日のところは。

それでは、恐縮ですが、次のテーマ、トランジション・マネジャーの選定について、御説明をお願いします。

- 橋谷田運用部長 私から御説明いたします。委員限り2の資料でございまして、応募の状況につきましては、ごらんとおり、信託銀行4社から応募があったということでございまして、1つの資産クラスや複数の資産クラスでの応募の内容でございました。

今般の審査の基本方針でございまして、マネジャープール制といったものが前提でございまして、複数社をプールして、その中からまた改めて具体的な案件については選定をするということ、そこにつきましてはタイムリーに我々法人の中で活用させていただきたいと考えてございまして、今回につきましては、具体的な案件に基づくものではありませんので、一般的な評価としまして、一定水準クリアしているかどうかといった観点から評価を行うという整理をいたしました。

2ページ目でございますけれども、書面審査の点につきましては、必要要件について確認をすると。※1に書いてあります3つのポイントで行うということでございます。

必要な要件を満たしている社に対して現地ヒアリングを行うということで、

優れているとの評価をするという整理をいたしました。

また、※2でございますけれども、

という整理をしたところで

ございます。

また、※3でございますが、報酬につきましては、

こういう整理をしたところでございます。

3. 審査結果でございます。

(1)にありますとおり、応募の資格要件につきましては、各社要件を満たしているというところでございました。

それから、総合評価でございますけれども、これにつきましては、クリップを外していただきますと、縦紙で各社、詳細につきましては整理をしてございますけれども、これを横に置きながら説明をお聞きいただければと思います。

3ページ目、(2)①のA社でございますが、こちらにつきましては、

体制面につきましては、

過去のトランジションの案件につきましては、

プロセス等でございますけれども、

また、提示された信託報酬の水準については、

したがって、このA社につきましては、トランジション・マネジャー・プールに選定をして問題がないということで としてとらえてございます。

②B社でございますが、 体制
のところにつきましては、

プロセス
等につきましては、

信託報酬の水準につきまして
結論としましては、トランジション・マネジャー・プールに選定して問題がないという整理をしたところでございます。

③のC社でございますけれども、
体制面では
プロセス等では

信託報酬について

この社につきましても、トランジション・マネジャー・プールに選定して問題がないと整理をしたところでございます。

4 ページ目でございますが、D社、
体制面でございますが、

あるいは信託報酬水準につきまして
トランジション・マネジャー・プールの選定について
問題がないといったところでございました。

こちらの一覧を別紙でお示しをしておりますが、ごらんのとおり、全資産クラス、全社3点ということで、特に問題がないと整理をしまして、この社全てをトランジション・マネジャー・プール制に採用したいという案件でございます。ご審議のほどよろしくお願いたします。

- 植田委員長 いかがでしょうか。
- 山崎委員 現地で調査、ヒアリングをなさったと書いてあったのですが、4社には外国の信託銀行は入っているのですか。
- 橋谷田運用部長 外資系も1社ございますが、全て拠点は国内でございます。

○山崎委員 現地というのは国内でという意味なのですか。

●橋谷田運用部長 そうです。全部東京にありますので、そこに出向いて行ったということでございます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。それでは、ありがとうございます。

●橋谷田運用部長 ただいまの縦紙は回収させていただきますので、この場に置いていただければと思います。

○植田委員長 最後にリスク管理状況等の報告についてお願いします。

●橋谷田運用部長 引き続き委員限り資料3でございますけれども、1ページおあけいただきまして、乖離状況でございますが乖離許容幅につきましては8%、6%、5%、5%という幅を持ってございますが、いずれも非常に小さい幅での乖離状況というところが9月、10月の状況でございました。

3ページ目のところをごらんになっていただきたいと思いますが、推定相対リスクでございますけれども、9月につきましては0.05と8月から縮小している状況でございます。また、10月につきましては、若干拡大をしておりますが、特に過去に比べましても問題になる水準ではございませんでした。

4ページ目のところでございますけれども、注書きのところ一番下の*でございますが、国内債券及び外国債券につきましては、この10月から債券分析ツールのバージョンアップがあったところでございます。例えば、外国債券の推定トラッキングエラーのところ、ベンチマークの推定リスク、実績ポートフォリオの推定リスクのところを見ていただきますと、若干数字が大きくなっている。これはモデルの変更によるところでございます。内容的には欧州の国債に関しまして対ドイツとのスプレッドの大きさをよりリスク値に反映するという改正があったものです。御案内のとおり、欧州につきましてはかなり国別でスプレッドが拡大する傾向があり、そこがこのモデルに反映をされた結果といったところでございます。

8ページ目でございますけれども、10月末での収益の数字が出てございます。ごらんになっていただきますと、単月の収益率は1.39%、単月の収益額は1兆5,000億円弱のところ、10月につきましてはリターンが回復した状況でした。ただし、足下はまだマイナスの状況ではございます。

11ページ目でございますが、ここはアクティブ・パッシブ別の超過収益の状況でございますが、アクティブの10月をごらんになっていただきますと、国内債券で1ベシスポイント、累積で15ベシスポイントの状況。それから、国内株式につきましては、38ベシスポイントの超過収益。ただし、残念ながら、まだ年度の累積ではマイナスの状況でございます。外国債券につきましては、21ベシスポイントの超過リターン、プラスでございます。残念ながら累積では49ベシスポイントのマイナスの状況でございます。外国株式につきましては、13ベシスポイントのプラス、累積でも11ベシスポイントのプラス、このような状況でございます。

駆け足ではございましたが、私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 何か御質問。

○小幡委員 ちょっと最後に確認したいのですけれども、先ほどの運用受託機関の話は、佐藤委員がおっしゃった と の取扱いは結局どうなったのですか。

○植田委員長 何%回収するかということですか。

○小幡委員 引き続き検討すると。運用部長の話だと、完全に処分ではないけれども。

●橋谷田運用部長 その部分につきましては、また、別途、これからもリスク管理ミーティングといった運用受託機関とのミーティングの場もございますので、そういうタイミングのところで、再度相手方に確認をしつつ、また整理をしていきたいということでございます。

○小幡委員 いろんな議論あったと思うのですけれども、 と に関しては、見委員も組織・体制が一番の問題だとおっしゃったし、それで処分のあり得るみたいな話だったので、 と から 回収することの是非については保留して、最終決定を後でするということですか。それともとりあえず 回収して、引き続き、異なる何らかの処分もあり得るということを今後検討するということですか。

●大江審議役 済みません、ちょっと補足で。申し上げさせていただきませぬけれども、過去において体制がおかしくなって解約したという運用機関は確かにございます。たしか昨年度も実はやらせていただいて報告はさせていただいたことがございますが、今回 と につきましては、そこまでは行ってないというのが正直なところでございます。ただ、評価を低くする要素もあると。もう少し丁寧に申し上げますと、運用体制がやや頻繁に変わる。ただ、運用機関によってはそういう政策をとるところもありませんので、それがいちがいには言えないところがある。ただ、その中で、それをどう評価していくか、今後もしっかり見ていく必要があるということで、やや評価を下げつつ残しているというのが実態でございます。

したがって、超過収益を獲得するために運用していく上で全くこれは話にならないというような内容ではないというふうなところでございますので、ここは一たんこういう評価をさせていただきたいと。ただ、運用部長が申し上げたのは、このような評価がされたところは、もう一回、年度内にミーティングを行って、その後、どのようになっているかという確認をとりつつ、また更にウォッチを続けていくという意味でございまして、処分を保留して、再度処分検討というようなことは考えておりませぬ。

●岡部理事 先ほど申し上げましたように、外国株式も今年度末、来年の3月が終わりますと、ちょうど評価期間が3年経ちますので、全体のマネジャーストラクチャーを行う際にこういったところを解約するのか、残すのか、それも含めて御審議をいただければと考えております。

○植田委員長 今日の議題は終わりですが、事務局から何か。

●大江審議役 次回の日程を申し上げます。次回は年明け2月20日(月曜日)の午後4時

からこの場所でございます。

なお、今日、トランジション・マネジャー選定のところで、委員会終了後回収という資料、赤字で書かせていただいています。それは机の上に大変恐縮でございますが、そのまま置いていただいております。よろしくお願いいたします。

- 植田委員長 それでは、53回の運用委員会はこれで終了いたします。皆さん良いお年をお迎えください。