

第 56 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 24 年 3 月 26 日(月)16:00~17:30

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
・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議 事

- (1) 平成 24 年度計画(案)について
- (2) 管理運用方針の一部改正(案)について
- (3) その他

5. 閉会

●大江審議役 それでは、恐縮でございますが、時間より早いのですが、始めさせていた
だきたいと思います。

まず、開会に先立ちまして、草野委員の御逝去に関しまして理事長から一言お話を差
し上げたいと思います。よろしく申し上げます。

●三谷理事長 草野委員におかれましては、皆様に先般お知らせしましたとおり、去る 3
月 7 日にご逝去されました。

草野委員は GPIF が独立行政法人となった平成 18 年 10 月に運用委員会委員に御就任
いただきまして、それから 5 年 6 か月にわたり委員をお務めいただきました。この間、
計 48 回運用委員会に御出席いただいたところでございます。

委員は皆様御承知のとおり、温厚なお人柄でありながら、建設的な御発言を積極的
に行われ、当法人の年金積立金の効率的な運用に大きな貢献をいただきました。具体的
に思い起こされますのは、平成 22 年の秋に、委員より、運用受託機関の総合評価に基
づく対応に関して御提案をいただき、これを踏まえまして、当法人で総合評価に基
づく運用受託機関からの資金の一部回収といったことも開始したところでございま
す。GPIF の創設直後より、このように運用委員会に御尽力されました委員が亡く
なられましたのは誠に残念でなりません。ここに故人の御冥福をお祈りし、黙
禱を捧げたいと思います。よろしいでしょうか。

では、皆様ご起立をお願いいたします。黙禱。

お直りください。どうもありがとうございました。

●大江審議役 それでは、ただいまから 56 回の運用委員会を開会いたします。

委員の出欠状況でございますが、本日、出席の委員の皆様方過半数を超えておりますので、会議は成立しているということをまず御報告を申し上げます。

続きまして、資料の確認でございますが、通例どおり、議事次第、座席図のほかの資料といたしまして、

委員限り 1	平成 24 年度計画（案）
委員限り 2－1	管理運用方針（案）新旧対照表
委員限り 2－2	管理運用方針（案）
委員限り 3	平成 23 年度株式議決権行使の取組に関する運用受託機関の評価
委員限り 4	リスク管理状況等の報告（平成 24 年 1 月）
資料	専門委員会での積立金運用に関する主な意見の整理（未定稿）

以上でございます。

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をいたします。

○植田委員長 今日はお忙しいところ、ありがとうございます。

最初に、平成 24 年度計画（案）と管理運用方針（案）について、委員限り 1 及び 2－1、2－2 に基づきまして御説明をお願いします。

●大江審議役 それでは、まず年度計画のほうでございますが、委員限り 1 の資料を使いまして御説明を申し上げたいと思います。

この資料、9 ページまでは、前回御報告した内容と同じでございますが、10 ページ以降、予算、収支計画、資金計画、この 3 つが新しい資料となっております。

まず、10 ページの平成 24 年度の予算でございますが、これはいわば国の予算書に準ずるようなものでございます。

11 ページ、収支計画、これはいわゆる損益計算書に相当するものになります。

12 ページ、資金計画、これはキャッシュフロー計算書に類するものでございます。

10 ページの予算のところでごくポイントのみ来年度の予算を御説明いたしたいと思います。

まず収入のところの 3 つ目の固まり投資回収金というのがございます。この投資回収金というのは、支出のほうに出てまいります、寄託金償還のための資金回収、いわゆるキャッシュアウトに充てるための資金回収分でございます。平成 24 年度計のところを見ていただきますと、8 兆 8,700 億円、8.9 兆円ほどの来年度寄託金償還でございますが、それに対応する投資回収金でございます。

それから、次の固まり運用収入というのがございますが、この運用収入につきましては、運用残高に一定の率、これは基本ポートフォリオの期待収益率、1 期のときの収益

率でございますので、約3.4%ほどでございますが、運用残高にそれを掛け算して出す、機械的に計算するというものでございます。

支出のほうでございますが、一般管理費、業務経費、これは事業の積み上げ等によって作成している数字でございます。

それから、下のほうでございますが、2つ目の固まりの下2つ年金特別会計厚生年金勘定寄託金償還、国民年金勘定寄託金償還、これを両方合わせまして8兆8,700億円。上の収入と見合う、これがまさに寄託金償還が支出として計上され、回収資金を得る、キャッシュアウト資金を得る、これが収入のほうに書かれているということでございます。

次に、委員限り2-1、横長のほうの管理運用方針（案）新旧対照表で御説明を申し上げます。

これも6ページ目までは前回の運用委員会で御報告したとおりでございますが、今回7ページ目を追加しております。7ページ目の上のほうにアンダーラインで「本改正事項については、エマージング株式運用開始時に改正する。」と書いておりますが、6ページまでは4月1日で改正いたしまして、その後、速やかに当法人のホームページでも公表する内容になっておりますが、7ページ目はエマージング株式運用の開始時に合わせて改正し、その時点で公表するものでございます。

内容は網かけをしているところでございますが、これは別表1、各資産毎のベンチマーク、いわゆる超過収益を得ているかどうかという評価ベンチマークと言われるものを書いております。

外国株式の部分でございますが、これはエマージング株式を導入するに当たりまして、本委員会でも御議論いただいた内容をそのままでございますが、要するに先進国の評価ベンチマークはMSCI-KOKUSAI、それから、エマージング運用はMSCI EMERGING MARKETSというそれぞれ異なる評価ベンチマーク、それぞれの収益率を固有のベンチマークで計算し、それを複合インデックス化する、いわば加重平均するというやり方をここに書いております。

現在のところ、エマージング株式運用につきましては、口座開設準備、特にインドは数か月を要するというところでございまして、大体6月ぐらいには運用を開始できればと思っておりますが、その時点で改正し、その後、管理運用方針をホームページで公表するという手順を考えております。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等、よろしく申し上げます。

○稲葉委員 いわゆる交付国債とか、その関連する項目ではどこが動くことになっているのでしょうか。

●大江審議役 10ページをごらんいただきますと、実は交付国債というのは明示的には出てまいりません。といいますのも、これは極めて技術的な説明になってしまうのですが、

運用収入、先ほど申しあげました機械的に掛けるもの、運用残高に掛けると申しあげたのですが、そちらのほうは一応交付国債の額、国の予算上は2.5兆円ありますが、それを母数に入れた上で掛け算をしております。技術的にそれがいいかどうかという議論はあるのですが、これまで財投債などもそれでやっておりますので、そういうことでやっております。

後は寄託金については、上のほうの収入をマイナスで表示しているのですが、これは国の予算上は国庫負担差額相当額寄託金という名前で、年金交付国債とは書かずに、国の予算書上は国庫負担の差額相当額を寄託金として、私どもがいわば年金交付国債をもらうとその分が寄託金にいわば見なされるというものがございます。ただ、私どもこの別表1、2、3、全部中期計画に基づいた予算科目が全部中期計画で決まっておりますので、国庫負担の差額相当額の寄託金というものが無いものですから、技術的には書いておりません。今後どうなるかといいますと、法律が通りますと、前回の年度計画でも議論があったかと思うのですが、恐らく中期目標が国のほうで交付国債によって変わるのかどうかという議論があり、それから、少なくとも中期計画は変えなければいけない、年度計画をどうするかという議論がございまして、そういった中で中期計画をその際見直すのであれば、それに伴って予算科目ができて、ここに数字を書くかどうか。技術的にはそういうことでございまして、実質的な運用収入のほうには織り込んでおりますので、そのように御理解をいただきたいと思っております。あくまで技術的な理由によりまして、ここには明示されてこない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、引き続き、次のテーマですが、委員限り資料3に基づきまして平成23年度株主議決権行使の取組に関する運用受託機関の評価について御説明をお願いします。

●橋谷田運用部長 それでは、ただいまの評価について御説明いたします。1にございます評価の位置付けでございます。

株主議決権につきましては、各運用受託機関におきまして方針などを定めていただきまして行使するという事としておりまして、当法人は各運用受託機関のその行使の取組につきまして評価をするということでございます。取組が十分でない社に対しましては改善を求めるといったことから、適切な行使を推進するということでございます。

なお、この行使の取組につきましては、定性評価の1項目として、総合評価に反映する仕組みになっております。

2でございます。平成23年度に行った評価の概要ということでございますが、各運用受託機関とも概ね良好な結果となっております。しかしながら、外国株式につきまして改善の必要が認められる社がございまして、これらの社につきましては個別に指摘し改善を求めたところでございます。また、この指摘事項につきましては、例年、年度の早い時期に行っております運用受託機関の説明会等におきまして、全社に対して改善すべき事項を説明すると、このような取組をしているところでございます。

3の平成23年度における評価の方法でございます。こちらにつきましては、昨年度と同様の内容になりますけれども、①議決権行使ガイドラインの整備状況、②行使体制、③行使状況の3項目を総合的に評価するというところでございます。

①、②につきましては、内外株式共通の事項でございます。

①ガイドラインの整備状況でございますけれども、

につ

いて評価をしているところでございます。

②行使体制でございますけれども、

により評価をしております。

③行使状況でございますが、

より評価をしているところ

でございます。

を確認し、評価をしております。

なお、総合評価を行うに当たりましては、

①のガイドラインの整備状況、②の行使体制、

③の行使状況につきましては、

評価をするという方針でございます。

す。

具体的には次のページ以降で御説明をいたします。2ページ目、3ページ目をごらんください。

(2) 議決権行使ガイドラインの整備状況でございます。

の配点。

の配点をするということでございます。

また、ガイドラインの整備状況に対する全体評価につきましては、

点数を評点と

しているところでございます。

(3) 行使体制でございますが、

の配点。

②組織体制でございますが、こちらは4ページにございます。ごらんになっていただきますと、

の配点を

しているというところでございます。

③行使体制に対する全体評価につきましては、

で求めているところでございます。

(4) 行使状況でございますが、国内株式につきましては、先ほど1ページ目で御説明したとおりでございます。基準につきましては5ページに記載してございますが、ごらんのとおり、
の配点でございます。

外国株式につきましては、

配点しているところでございます。

(5) 議決権行使に係る総合評価につきましては、1ページ目のところで述べたとおりでございますが、

総合評価を行っているということでございます。

6ページ目、7ページ目にその具体的な結果が掲げられてございます。

6ページ目でございますが、国内株式でございます。ごらんのとおり、括弧書きが昨年度の状況でございますけれども、今年度につきましても、昨年度と同様、良好な結果となっております。

7ページ目、外国株式の結果でございます。 につ
きましては、 きま
といった高い点数をとっておりますが、

社が3社残念ながらございました。

内容を御説明いたしますと、BF社、BG社につきましては、

になっていたところでございます。BH社でございますが、こちらは議決権を行使するに当たりまして、

これら3社につきましては、ミーティングを行いまして指導をしたところでございまして、来年度以降につきましては、これらの問題はないものと思っております。なお、行使状況につきましては総合評価のウエイトが こと
 でござ
総合評価全体では い
 う評
いう評価で特に問題があったということではございません。

私の説明は以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○山崎委員 ちなみにこの とい
 うのは
というのはどういった国なのか。

●橋谷田運用部長 申し上げますと、こちらにつきましては、

○山崎委員 わかりました。

○小幡委員 いろいろ御苦労されているというか、客観的に網羅的にということをやられていると思うのですが、厳しくすることで結果的にパフォーマンスにはどういう影響があるのかと言われたときにどうなのか。直接はなかなか難しいということだと思いますけれども、要は日本全体、日本というか、日本だけではないから難しいのですけれども、国内であれば国内の企業のガバナンス構造全体が良くなって、日本企業全体の収益力が上がって日本経済も良くなるし株式運用も良くなるというのが一番きれいな姿だと思うのですが、そこへ行くまでにクッションが幾つかあって、企業に対するガバナンスをしっかりと運用先がプレッシャー、運用受託機関がプレッシャーかけられるかという問題と、我々が運用受託機関に、言い方よくないですね。

企業のサイドが運用受託機関からプレッシャーかけられたときに、説明の仕方というか、リレーションシップが良くなるだけではなくて、実際の経営なりパフォーマンスが良くなるかということがあって、それと同じようなことが我々と運用受託機関の間にもあって、私たちがプレッシャーかけると、私たちというか、GPIF に対する説明の仕方をうまくやっているとか、そこにはエネルギーを入れるようになるのだけれども、結果的には余り企業にはプレッシャーかけないとか、かけたとしても結果的にそれがリターンに結びつくようなかけ方はしないと、そうすると意味がないのですけれども、その辺はどうすればよいのですか。

●橋谷田運用部長 今、お話ありましたとおり、なかなかこれを数字にして、具体的にどういうメリットがあるのかという分析は非常に難しい状況でございます。我々とすれば個社の行使状況について指導することはありますけれども、運用受託機関は運用受託機関として自分たちのパフォーマンス向上という部分も含めまして、彼らが方針をつくるということで行っております。運用受託機関としても行使をすることによって幾ばくかリターンに寄与できるものということをやっていると思っております。また、我々も中期計画上で書いておりますけれども、コーポレートガバナンスの重要性を認識し、長期的なところでは、そういう運用受託機関と同様のスタンスというふうに認識をしているところでございます。

○小幡委員 運用受託機関としてもきついと思うのですね。日本の一般的な、企業のガバナンスが良くなっているようには見えないというのが一般的な、オリンパスがあったからというものもあるかもしれないのですが、極めて少人数で網羅的にやってそれで良くなるものを、運用受託機関のプレッシャーを意識して本当に社外取締役を呼ぼうと思っても余り良い人がいないとか、いろいろな環境があって難しい中で、GPIF が運用受託機関にプレッシャーかけてもお互いストレスがたまるだけなのかなという印象もある。そうすると GPIF の議決権は面倒くさいという感じになって、ポジティブなベネフィットが誰も得られないというのが一番懸念材料。結局は企業のガバナンスが根本的に

良くならないという問題があると思うのですけれども、それは我々として、余り結論がなく発言するのは申し訳ないのですけれども、インデックス運用には限界があって、どこかで違う形のものを開発しなければいけないのではないかという気もしているのですけれども。

- 清水調査室長 ガバナンスファンドみたいなのが一時期あったわけですね。私どもではないわけですが、ガバナンスがいいところの企業を選べばパフォーマンスが上がるだろうという趣旨でやったわけですが、結果的にはなかなか思ったとおりにならなかったということで実際なくなったということが1つ。

逆に意味ないからやらなくていいのだという話にもならないわけで、実際は運用受託機関もそういう専門の会社というか、ある程度特化、これは佐藤委員が御存じだと思いますけれども、かなり特化している形がありますね。そういうところでネガティブチェックといいますか、そういう感じというものもあるのではないかという気はします。

- 村上委員 特に2ページなのですから、以前にも同じような発言をさせていただいたかと思うのですが、議決権行使の方針・目的として長期的な株主利益の最大化を目指すということを個別項目に落とすと、②のような内容をチェックしていけばよいのかという点です。そのところの方法論として、これはどうなのかと考えます。目的に合う方法論というのがどのようなものなのかということについて、もう少し議論があったほうがよいのではないかと思うのです。これは今日はなかなかできないと思うのですが。運用会社は形式論として今やっているところがあるように思いますが、これをやり続けていくことが本当に株主利益の長期的な最大化に結びつくと思って運用会社はやっているのでしょうか。ただ、そこが形式に流れているとしたら、目的に対して意味がないことをやっているということになってしまいかねないのではないかと思うのです。

ですから、形式論でなくて実質的に、どのようなメッセージを投資家として発信していくことが本当にこの目的に適ったやり方になるのか、ということ一度よく議論をしたほうがよいのではないかと私は思っています。

- 植田委員長 いかがでしょうか、今の点。
- 村上委員 付け加えると、運用会社にもこの方法で本当に株主利益の最大化を目指すことに結びつくのかどうかというのをそれぞれ聞いてみたらいかがかなと思います。
- 橋谷田運用部長 先般、全体のところでお話をした際に、村上委員からそのようなお話を承っておりますので、そこは私どもとしてもその点を確認していきたいと思っております。

- 植田委員長 それではよろしいですか。

引き続きまして、「リスク管理状況等の報告（平成 24 年1月）」について、委員限り4に基づいてお願いいたします。

- 橋谷田運用部長 御説明いたします。リスク管理全体ということで、1ページ目の状況でございます。まず全体の乖離状況でございますけれども、1月に入りまして、市場は

4 資産ともプラスの状況ではございましたけれども、その中でも国内株式、外国株式の上昇幅が大きく、各資産を相対的に見ますと、国内債券につきましては、12月から1月にかけてマイナスの乖離幅が拡大ということでございました。国内株式につきましては、12月のマイナスからプラスに転じております。また、外国債券につきましては、若干プラスが減少しております。外国株式につきましてはプラス乖離が増加しているという状況でございました。

2 ページ目の（参考）にございます【市場運用分の時価総額】の欄をごらんになっていただきますと、12月は93兆7,482億円が、1月には94兆8,140億円と1兆円超のプラスとなりました。これは単純に時価総額が増加した状況でございます。

次に3 ページ目をごらんください。一番上の欄の推定相対リスクでございます。Cの欄をごらんになっていただきますと、12月の0.23%から1月は0.33%と拡大しておりますが、先ほどお話いたしました内外株式の乖離がプラスに拡大したことから、相対リスクが上昇した状況でございました。

4 ページ目、各資産クラスのリスクの状況でございますが、ベンチマークの推定リスクにつきましては、各資産クラスとも市場のボラティリティは低下している状況でございます。その中でほとんど動きはございませんでしたけれども、中ほどから若干下のところがございます外国債券の推定トラッキングエラーが12月の0.26%から1月は0.40%と拡大しております。これは特殊事情がございまして、S&Pがポルトガルの格付けを1月13日にBBBからBBに格下げをしたということで、翌月のベンチマーク銘柄から除外ということになります。その関係で、パッシブ運用受託機関が1月末までにポルトガルの銘柄を売却したということで、1月末でベンチマークと比べますと、このような乖離が生じているということでございます。この状況は2月に入りまして解消しております。

他の資産クラスについては大きな動きはございませんでした。

7 ページまでページをめくっていただきたいと思っております。流動性リスクのところでございますけれども、ベンチマーク市場規模につきましては、前月と変わってございません。市場の売買代金の推移ですけれども、国内株式につきましては、12月は1兆円を切る状況でございましたが、1月に入りまして1兆円を超える状況となっております。下のILLIQを見ていただきましても、12月、1月と流動性が高まっている状況が見てとれるかと思っております。

8 ページ目、収益状況でございますが、1月末の段階で、一番下の欄の収益額をごらんになっていただきますと、1月単月で1兆円を超える収益が計上されております。通期で見ますと1月の段階では1兆8千億円弱のマイナスの状況となっております。

9 ページ目、各資産別ですが②総合収益額を見ていただきますと、1月に入り、ごらんのとおり、内外の株式で4千億円余と大きなプラスの状況でございました。

次に11 ページ目をごらんください。各資産別の超過収益率の状況でございます。特

にアクティブ運用につきまして御説明いたします。

国内債券につきましては、1月単月で-0.02%という状況でございましたが、こちらにつきましては、事業債の銘柄要因ということでございますが、特に のアンダーウエイトがマイナスに寄与といったところでございました。

国内株式につきましては、-0.1%ということでもございましたが、こちらにつきましては、銘柄選択要因でマイナスという状況でございました。

外国債券につきましては、プラス0.22%ということでもございますが、こちらは社債セクターをオーバーウエイトしている状況でございまして、それがプラスの効果になっているということでもございました。

外国株式につきましては、プラス0.20%ということでもございますが、こちらは個別銘柄要因でプラスをとったという状況でございました。

1月のリスク管理の報告につきましては、以上のような状況でございました。

○植田委員長 御質問等お願いいたします。

○佐藤委員 12ページのところなのですが、細かい注文で恐縮なのですが、アクティブ全体というのは、どれがアクティブ全体を示しているのでしょうか。

●橋谷田運用部長 12ページですか。

○佐藤委員 はい。もう少しわかりやすくっていただけたらうれしいのですが、例えば国内株で言うと、アクティブ全体というのはどの辺の位置にあるのでしょうか。

●清水調査室長 心持ち、大きな丸です。

●橋谷田運用部長 申し上げますと、国内債券ですと、0の下のちょうどアクティブ全体とあります左上、若干マイナスのところですね。それから、国内株式ですと、横の太い線の若干下のところ。外国債券ですと、アクティブ全体とあります下にある点です。外国株式ですと、横の太い線の下のところとなります。

○佐藤委員 次回からもう少しわかりやすく工夫していただけますか。

●橋谷田運用部長 わかりました。工夫いたします。

○佐藤委員 気になっていたのは国内株式なのですが、ここ数年拝見していて、この構図が変わらないというか、IRで0.5というのはハードルが高そうな気もするのですが、超過収益で見ても、0以下の運用受託機関はまだ多い。評価期間を踏まえるとまだ早いというのものもあるのかもしれないのですが、パフォーマンス改善のためのコミュニケーションとか、そういったものはきちんと取られているのでしょうか。

●橋谷田運用部長 報告は、毎月と四半期ベースでいただいております。また、総合評価、リスク管理ミーティングをそれぞれ年1回定期的に行っておりまして、総合評価の際には全社行いますし、リスク管理ミーティングにつきましては、パフォーマンスが振るわない社等につきまして、個別に話をしているというところでございます。

○佐藤委員 でもこの図を見ていると余りコミュニケーションの成果が出てないようなにも思えるのですが、その辺はどうなのでしょう。

●橋谷田運用部長 直近 60 か月のパフォーマンスを示しておりますので、何度か御説明をしておりますけれども、リーマン・ショック時にパフォーマンスが悪化した社につきましては、そういう影響を受けた結果があらわれているといったところはございます。

○佐藤委員 まだ影響があるということですね。

●橋谷田運用部長 はい。

○佐藤委員 そこが大きかったと。

●橋谷田運用部長 大きいということでございます。

○臼杵委員 場合によってはリーマンからもう何年たつのでしたか。

●三谷理事長 3年半ですね。

○臼杵委員 いつも 60 か月でなくても、例えば 36 か月とか、そういうのを見たほうが、参考になるかもしれません。

●橋谷田運用部長 わかりました。その辺のところ、少し工夫をしてお見せできればと思います。

○植田委員長 ほかにいかがですか。

それでは、よろしければ、続きまして、年金部会に置かれています専門委員会、年金財政における経済前提と運用のあり方に関する専門委員会について、原口参事官から、資料に基づいてお願いいたします。

●原口参事官 お配りしておりますこの資料は、専門委員会で2月2日の会議のときに未定稿段階で配布をさせていただいたものでございます。この専門委員会につきましては、年金部会の下におきまして、財政検証における経済前提と運用のあり方の課題を併せて議論する、その際に年金積立金管理運用独立行政法人にも入っていただいて議論するというで開催をしているものでございまして、これを配布しましたのは第4回目の会議のときということになるわけでございます。

議論の状況を若干整理しておこうということで、議事録を暫定的に整理したという性格のものでございますが、ちょうどこのような形でしておりましたので、本日この場で簡単に御報告をさせていただこうということで配布させていただきました。

個々の項目でございます、めくって1ページ目から10ページ目までございまして、項目立てをしておりますけれども、特に今回の専門委員会で議論すべき事柄としまして、まずは運用の目標の示し方についての議論ということがテーマになっておりました。

その中でも、まずは財政検証と関わりの深い目標利回りの示し方に関する論点を1として立ててございまして、これが3ページまで。

そして4ページからは、もう一つの運用目標に関わる事項で2運用に関わるリスクの示し方という項目。

5ページは3債務との関係ということを書いてございます。年金債務に着目した形で運用のあり方を考えるべきではないかと、こういう指摘を受けた事項でございます。

6ページは、4国債のみで運用すること等についてと、ここも非常に枠組みに関わる

ような大きい事項としてございますので、あり方検討会でも大変議論になった事項だということで、このように項目立てをしております。

7 ページからは、5 運用手法について。

9 ページから 6 その他ということで項目立てをしております。

1 ページに戻りまして、どんな議論であったかということを中心に御紹介してまいります。

まず、1 ページのところ、目標利回りに関しましては、あり方検討会の報告におきまして、そもそも賃金上昇率 $+\alpha$ ということで考えられてきておりますけれども、金利 $+\alpha$ で示すべきではないか、こういう意見もあったところでございまして、これらにつきまして、委員の方の間の御意見。そして、後はヒアリングをしましたときに出された意見といったものを併せて整理しているところでございますが、こちら全体といたしまして、負債に合わせた目標の立て方をする必要かあるということで、そういたしますと、公的年金の場合にはおおむね賃金上昇率 $+\alpha$ という方向の御意見が多かったように考えております。

特に下 3 つを御紹介いたしますと、下から 3 つ目のところでは、年金財政から見ると、年金の受給額が賃金上昇率と連動していると、そうすると目標の立て方として賃金上昇率 $+\alpha$ が自然である。ただ、市場と余りかけ離れた運用をするとまずいので、それをチェックするという意味で、また金利水準が年金財政に影響しないかという点で、金利を全く見なくていいとは言いきれない面があるのではないかと。例えばこういう御意見がございました。

それから、その次の御意見は、年金給付は賃金水準あるいは物価水準に連動する。資本市場がいずれをベースに変動するかということで、比較的一般的な考え方として受け入れられているのは物価上昇率だと思うので、物価上昇率に対する超過収益率というのが、運用目標として受け入れやすいのではないかと。

こちらの御意見は、賃金上昇率 $+\alpha$ というのがやや一般的でないのではないかとということで、物価上昇率 $+\alpha$ という考え方もあるのではないかと、こういう御意見もございました。

それから、一番下ですが、財政上は物価上昇率 $+\alpha$ という目標でも、賃金 $+\alpha$ でもよいと思う。次の行の中ほどで、財政的には賃金と物価と金利が、将来的に著しく外れていってしまうというのは考えづらいということから余りこだわらない。

こういう下 2 つはやや違う角度の御意見ということになるかと思います。概ねこういう御意見をいただいているところでございます。

2 ページ目ですけれども、目標利回りの意義ということで立てている項でございまして、そもそも目標利回りとはどういうものか、こういう発言をかなり伺ったところでございます。1 点目のところでは、運用目標という言葉は混乱を与え、ミスリーディングでもある。むしろ、想定利回りというほうが実態を表しているのではないかと、こういう

御意見がありました。

次の項でございます。4行目を見ていただきますと、事前に確定できないものが行動の指針になるものなのかということでございまして、賃金上昇率、事前、投資行動のときに検証することができないデータになるということで、やや行動の指針そのものになりがたい、こういう御意見が出たりいたしております。

3点目もほぼ同じような御意見であるということだと思います。

4点目のところ、運用の世界で使っている目標というのは、長期にわたるリターンの分布が、過去のそれぞれの資産の運用利回りがある程度正規分布に近くて、その分布の形が将来においてもある程度変わらないという前提を置いた上の確率分布である。したがって、そこから離れるリターンが発生する確率も必ずあって、ある一定の目標が達成できるとか、できないということにはならない。目標利回りの性格についてはこうしたものはずだという御指摘。

したがって、5点目のところですが、現場の目標としては、リスク管理をきちんとして基本ポートを維持することと、概ねベンチマーク収益率を達成するということになるのではないかと。こうした御意見をいただいております。

3ページ目でございますが、目標期間ということで、この目標についてどれくらいのスパンで考えるかということもかなり繰り返し御意見がございました。全体といたしまして、そもそも財政検証からすれば、超長期的な目標だということになりますが、ただ、超長期的だということになると、運用成果を評価していくことが大変困難になると。そこで途中で検証していく必要があるのだと、ほとんどこうした御意見であるということでございます。多数いただいているものを整理しております、1点目のところは、例えば今から5年間世界経済非常に停滞していると考えたときに、100年に通用する利回りよりも少し低めの運用でも十分合理性があるのではないかと、こういう御意見も中にはございました。

少し飛ばしまして、4点目のところでございますが、一時的な変化であって、構造的な変化でないのであれば、5年以内で下ブレがあっても構わないので、あるショックが起こったとき、それが構造的なものか、一時的なのかを判断する必要があるという御意見。

また、1つ飛ばしまして、100年ということになると、どうやって検証するのかということがある。結果を見る限り、過去5年、10年で見て、想定したとおりに必ずしもなっていないので、5年毎に検証しながらやっていくという仕組みも、クオリティコントロールとしてあった方がよい。

こうしたことで、全体に期間としまして5年程度は必要、あるいはもう少し長い期間が望まれるという御意見もいただきました。これが期間に関わるところでございます。

4ページですけれども、2運用に関わるリスクの示し方ということでございます。

1点目のところでございますが、効率的フロンティアを算出して分散投資を行う場合、

目標運用利回りと、その利回りを得るためのリスクは、曲線上で1か所になる。その意味で、目標利回りとリスクの考え方は一体的に検討することが必要。

これら一体的に運用目標として示すべしということをあり方検討会でいただいておりますが、そういう御意見をまた改めていただいているところでございます。

2点目ですが、仮に運用利回り目標を賃金上昇率+ α とした場合、リスクについてもその目標と整合的な尺度を考慮することは必要である。運用利回り目標の立て方に合わせてリスクを考えるべきであるという御意見をいただいております。

1つ飛ばした4つ目の項目も同じ御意見だということです。賃金上昇率+ α を目標とすると、目標自体が賃金上昇率の変動に伴って動くので、それに対する目標達成上のばらつきをリスクと捉えるべきという考え方もあり得るのではないか。そうした観点からは、名目賃金上昇率に対する実質的なリターンのばらつき等をリスクとして考慮することが必要ではないか、こういう御意見がございました。

そのほか、リスクに関していろいろいただいた御意見を整理しております。いろいろな性格のものがございまして、後ほど御覧頂けたらと思います。

5ページ目で、3債務との関係という部分でございまして。

1点目のところですが、これは2行目あたりから見ていただきますと、給付義務の現在価値の計算が必要。そうでないと、果たして安全運用してよいのか、あるいは株式のリスク資産に投資してもよいのかということは評価がつきにくいということで負債を明確化すべきだという御意見であります。

2点目もほぼ同じ趣旨で、年金財政の負債のことがわからないと、ポートフォリオも決めにくい。

3点目は、GPIFにおいても、ALMをやれと言われればできると、こういったあたりの御意見がございまして。

これに対して4点目のところですが、債務に対して積立金は大きいわけではない。現在、債務に対して一定割合を確保することということを戦略的にやっていないので、この状況で債務を中心に議論することは、かなり制約を受けるのではないか。こういう御意見もございました。

次の項目もほぼ同じでございまして、積立金に対応する負債は、将来のどの時点の年金支払いに充てるかはっきりしない。ただ漠然となるべくたくさん稼いで、将来助けになればよいということであって、その際に年金支払いは、大まかには賃金水準と連動して動く部分が多い。こういう整理であるという御意見でございまして。

後は、一番下をごらんいただきますと、ヨーロッパなどでは、Liability Driven Investment というような、債券をキャッシュフロー・マッチングなりデュレーション・マッチングなりするような話が出てきている。公的年金は基本的に賦課方式であるし、既発生債務を確保するのではなくて基本的にバッファファンドであるとか、給付が賃金や物価にスライドするなど、企業年金にない特徴があるので、こういった企業年金の

考え方をいかに適用できるかという話、償還年限の長さといったものをいかに考慮すべきか、という話も一度この委員会の中で議論して欲しい、こういう御発言もございました。

特に ALM の問題につきましては、専門委員会が始まる時に、第 1 回のときに御紹介しましたが、ALM に対する配慮ということについて、参議院の委員会で附帯決議をいただいたりした部分があり、可能なことについては考える必要があるということで専門委員会でも御紹介しており、可能な範囲の議論はしていただく必要があると考えております。

次のページは 4 国債のみで運用すること等についてでございます。ここには 3 項目ほど書いてございますが、いずれも国債のみということではなく、分散投資をする必要があるという角度からの御意見をいただいている項目だということでございます。

1 つ目の項目では、国債のみの運用は、一般的にはリスクを抑えた運用と考えられているようであるが、1 つの資産への集中というのは、リスク管理の大原則である分散投資ができていないという意味では、リスクが非常に大きい運用である。こういったこと等の御意見でございます。

7 ページ、5 運用手法についてで、まず (1) として投資対象のことを書いてございます。

1 つ目の項目では、今の基本ポートフォリオの日本株、日本債券、外国株、外国債券の 4 資産という構成は、非常に順当なもの考え方。いずれも資産の規模から見て、メインのカテゴリーになるだろう、こういった御意見でございます。

それから、2 点目でございますか、世界の株式市場の国別の時価総額を見ると、米国を中心にイギリス、日本、カナダ、オーストラリアといったところに続き、中国、韓国、ブラジル、台湾といった振興国も大きくなっている。こうした国の位置付けが上がっているということも考えながら、資産運用を考えることが必要、こういった指摘がございました。

こうしたことで、次の項目も、内外株式に関する御意見でございます。

一番下のところでございますが、GPIF は人員面、予算面で相当大きな制約があり、非伝統的資産に踏み出す場合に、現在、伝統的資産に対し行っているのと同様に細かく管理することは難しい。こういう実情に関する指摘もございました。

8 ページでございますが、パッシブ運用とアクティブ運用ということに関しましては 4 項目ほど書いてございますが、ほぼ共通しまして、アクティブ運用はなかなか大規模で行うことには難しい面があるという中で併用していくという形にならざるを得ないのだろうと、こういう御意見であり、そしてパッシブ運用そのものは、合理的な運用方法だと、こういう御意見でございました。

(3) のその他ですけれども、運用手法につきましては、想定利回りを決め基本ポートフォリオを決めた先の問題であるので、執行部に任せる問題である、こういう御指摘

がございました。

9 ページ目ですけれども、6 その他ということで、幅広くヒアリングの際に御意見をいただいたりしておりますので、そういったものも含めてまとめてございますが、9 ページで組織に関する事項としまして、一番上では、現場に必要な能力は、ファンドマネジャーをたくさん抱えることではなく、基本的な運用は外部委託しているので、運用の専門家ではなく、運用管理の専門家が必要だと、こういう御意見がございました。

また、その次の項目でございまして、組織全体のあり方ということでございます。終わりのほう2行ほどをごらんいただきますと、現在の独立行政法人という形ではなく、日銀型のような一定の独立性を持って、間接的にコントロールできる組織がよいのではないか。

一番終わりのところでは、現在の GPIF は情報開示が世界で最も行われている組織だと思うが、マーケット当事者は常に眺めていて、GPIF が次にどう動くかという予想がついているとういことになるので、結果的に運用面でマイナスになることも多いのではないか。懸念をいただいているものがございました。

10 ページ目はその他ということでございまして、かなり具体的な御意見などをこちらにまとめているところでございます。

1 点目では、経済見通しに関してシナリオを立てて議論する必要があるのではないか、こういったお話。

2 点目もシナリオの話でございます。

3 点目ですけれども、リスクについて賃金上昇率のばらつきを考慮するという話があったが、年金運用全体の目標の考え方としてのリスクと、各個別資産の市場リスクを考える際のリスクというのは、分けて考えたほうがよいのではないか。仮に各アセットクラスのリスクを賃金上昇率のボラティリティにしまうと、株などのリスクを極めて過小評価してしまう可能性がある。こういう技術的などころでの御意見がございました。

次の項目は、基本ポートフォリオをつくる上で、超長期と5年で分けて想定利回りを考えたかどうか、こんな御意見もございました。

そのほか、下から3つ目、下から4つ目のところは、金利については、GPIF で独自に推計することができるのではないか、こういう御意見でございます。

こうしたことで、いただいた主要な御意見をこの時点で整理しております。

これ以降に関しまして、一たんこのような形で議論の整理した上で、更に個別の各論に当たるような事項を議論していただくようにしていこうと思っております。例えば先ほどのキャッシュフロー・マッチングなり、デュレーション・マッチングといった事項に関しましては、これは ALM との関わりでそれを適用する可能性はないかというような論点もいつかやっていく必要があるということで、こうした事項をはじめとして、より具体的な項目をこれから議論いただいこうと、このように考えているところでございます。

以上、議論の現状を御紹介させていただきました。

○植田委員長 ありがとうございます。論点はいろいろですが、御質問等おありでしたらお願いいたします。

○小幡委員 前もお聞きしたかもしれないですけども、これは議論されたことに対して我々はどうすればいいんですか。

●原口参事官 この議論はそもそも専門委員会でもまだ議論の途中でございまして、議論自体が全て1つのことで整理できておる段階でもございませぬので、これは更にまず専門委員会として議論を項目によって深めていったりすると、そういう途上の段階でございまして。それで、これをそのまま受けて、すぐどうしていただくということとは少し違っておると、そういう段階の資料ではございませぬ。

この専門委員会と管理運用法人との関わりということをもろお尋ねでいらっしゃるのかと思いますけれども、この専門委員会につきましては、ある程度時間をかけて議論をまとめていくと。財政検証における経済前提と併せて検討しており、基本的なまとめは、経済前提をまとめるのと同じようなタイミングになるのではないかと考えて議論をしてきておりますので、かなり時間をかけての検討ということになります。

これ自体は、財政検証があれば、また、それを受けて中期目標をどうするか、そういうレベルで考えていくことになりますので、ですから、専門委員会での議論を受けて速やかに何か対処していただくという関わりには基本的にはならないもので、何か緊急にお願いするようなことがあればまた別でございませぬけれども、この議論については、そういうスパンで考えているところでございませぬ。

現行の中期目標でお示した上で、計画に基づいて、今、こちらは運営していただいているわけでございませぬので、中期目標のほうで示されている範囲といいますか、かなり大幅に授権をさせていただいている形かと思っておりますので、そうしたことで法人のほうで、当面は日々運用をしていただくと、こういう関係になっているものでございませぬ。

○小幡委員 ですから公式には、向こうで運用目標を決められるときに、向こうのほうで反映されるので、我々としては受け身というか、我々というか、GPIF全体としては受け身というのが公式で、もし何か誤解に基づいて議論が変な方向に進んでいったときに、専門委員会の議論が運用目標で正式なものに反映される場合にどこかで自己主張して議論を是正するように努力するというのが考え方ということでもいいですか。

●原口参事官 それでは大江審議役に。

●大江審議役 既に御報告しているとおり、専門委員会には、私と清水室長がオブザーバーで出ております。勿論、委員として植田委員長も御参加いただいておりますが、この専門委員会の議論で、今、申し上げたように経済前提も採り上げるわけですから、そこで最終的に数字が決まってまいります。いずれ中期目標がそれをもとにつくられるわけですけども、専門委員会ではその数字をどうやってつくるかということと、それ以外の、

例えば今回ここに書いています投資対象をどうするとか、運用のあり方をどうするとう、少しやや細かい部分がこうやって議論されております。

私どもオブザーバーで出席している立場から言いますと、今後、目標、特にリスクとリターンの関係も含めた議論や、それから例えば投資対象、デュレーション・マッチングやキャッシュフロー・マッチングについての議論を行うとき、GPIFは今どうやっているのだということも含めて、何らかの形で私どもも発言しなければいけない場面もありますし、やや誤解に基づいて議論が進んでいるなと思うと当然発言していかなければいけないということになるかと思っております。

したがって、実は専門委員会での議論に備えまして、検討作業班を設置して、運用委員会にもそれを議論できるような仕組みというのはつくってまいりましたが、正直、専門委員会がどういう見通しというか、どういう流れで行われるのかということが一時ややわかりにくくなっていた場合もありましたので、検討作業班をどう動かすのか、それを運用委員会にどうフィードバックしていくのかということがややあいまいな部分もあったかと思えます。しかしながら、今、参事官からお話があったように、少し具体的な議論も専門委員会が進んでいくと思えますので、私ども法人側としても、検討作業班でいろいろ御議論いただき、それをここの場にもフィードバックし、その際にはポイントと思う場合には年金局とも相談をして、専門委員会がどのように進んでいるのかということをもた適宜御報告いただいて、専門委員会と運用委員会、ここは相互作用でうまく機能するように何とか持っていくのが私どもの仕事かなと思っております。今後もよく年金局と連携して、我々の意見がうまく反映できるようにしていきたいと考えております。

○小幡委員 ありがとうございます。

○植田委員長 ほかにいかがでしょうか。

○山崎委員 そうすると、この運用委員会で、平成 24 年度で、今の専門委員会の議論を議論するというふうには余り期待できないということなのですか。平成 24 年度中に専門委員会の議論を踏まえて、何か特に議論していかなければいけないものが出てくる。

●大江審議役 踏まえてというよりも、むしろ専門委員会での議論を少し先取りする形で、こういう議論がありそうだから、こういう点を議論してはどうか、という進め方をしてはどうかというふうに考えています。作業班をつくりながら、ヒアリングの書類を御報告し、御了解もいただいたのですが、今後どのような順番で、何が出てきて、いつ頃何が決まるのかというのが正直見えてこないところがございます。

したがって、もう少し新年度に入って、そもそも制度改革がいつどういう形で決まるものかということから始まるでしょうから、そういうものも睨みながら、少し先んじて議論できるところ、特に検討作業班のところでは技術的な部分は議論していただきながら、この委員会でも御議論いただくべきところを御議論いただいて、その結果を発言する場面が少なくとも専門委員会なのか、年金局に対して申し上げるのかかわからないので

すが、言うべき点についてはしっかり言って、少なくとも余り一方的な、勿論完全な受け身というような形よりは、私どももオブザーバーで出ていますので、少なくともその場でなのか、年金局に予め言うのか、そういうことができると進め方としては理想なのですが、実際にはややスケジュールがわからないところがございますので、何とも言い難いところです。

○山崎委員 一応どのようなものがありそうかと、来年度というか、いろんなことを運用委員会として議論しなければいけないのかというのを、例えばタイムフレームを含めて項目的なものとか何かということはどこかでお示しいただけると思ったほうがいいのですか。

●大江審議役 どう示せるかというのがあるのですが、少なくとも年金局から、今後こういう議論をしていくということは内々聞いてもおりますので、そういったことでよく連携してやっていきたいと考えております。

○臼杵委員 これ、前の財政検証のときは、経済前提とはある意味で別というか、運用のところを余り考えずにつくられたように思うのですけれども、今回はこの専門委員会というのは、経済前提と運用と整合的というか、1つのものとして決める方向にあるという理解でよろしいのですか。

●原口参事官 そうです。特に財政検証の経済前提が運用目標と基本的にはなっていくものだということがありますので、その段階から、運用上どうなのかということ念頭に置いて議論をしていこうということになっているということです。

○臼杵委員 そうすると、きょうは原口参事官がいらっしゃっていますけれども、数理課も一緒にやっているのですね。

●原口参事官 そうです。この専門委員会自体は数理課と共同で事務局を担当しております。この GPIF が当室の担当で私が座っているということでございます。

○臼杵委員 例えば、ALM とか LDI とかという話になってくると、これは個人的な意見になってしまうのですけれども、企業年金と違うのは負債のキャッシュフローが賃金とか物価と関連して動くというところ、だから、そこを多分動かして財政検証する。賃金とか物価をある意味で確率変数にして財政検証すれば、それでかなりキャッシュフローを考慮した運用の計画を立てることになると思います。もう一つは、目標のところを賃金 + α にするのなら、今までですと、賃金は何%の上昇を見込んでいるのですかと行って、そうすると目標が 4.1%で、これは粉飾決算だとか、ジャーナリスティックに言うところ、そういう議論にどうしてもなってしまうので、だから賃金も動くのだという前提で、想定している利回りは、賃金 + 何%だとか、物価 + 何%というところを前に出したほうが多分誤解は少ないのかなと思います。

済みません、若干踏み込んだ話になりましたけれども。

●原口参事官 特にポートフォリオの策定の仕方について、第2期中期目標を示す直前の段階ではそうした方向の議論をいただいていたことは私も承知しておりますし、そう

したことと軌を一にする意見がかなり出ているものと思います。ただ、財政検証そのものをどんな形でやっていけるのか。長期にわたる経済見通しということでございまして、そのところがまさにまず議論が必要なところで、なかなかそこが、運用のための見通しというほどの形になるかどうかということはあるのではないかと思いますので、またその仕方を見ながら、その次の運用はどうするのかということになっていくのではないだろうかと思います。

●清水調査室長 多分、財政計算で賃金は別にするとして、いろいろなシミュレーションといえますか、それをやるというのは1つの方法であると思いますが、一方でわかりやすいというか、国民から見た、わかりやすさみたいな観点からすると、これは一般論ですけれども、単純な仮定というのも一方でも必要になってくるのではないかと。ただ、そこを年金財政がそれをやらなかったからといって、我々として、ポートフォリオの最適化を行うときに、それをやらないということではなくて、むしろその部分でそういった形で、これは1期から2期にかけてのこの委員会での議論もありましたけれども、そういった要素を取り入れていくことは検討の余地はあるのではないかと。ということでございます。賃金+ α についても同じようなことです。

●大江審議役 ちょっと補足いたしますと、恐らく専門委員会、私も出て感じておりますのは、専門委員会の皆様方おっしゃっているのは、この運用委員会と全く同じで、先ほど4.1%というお話がありましたが、あのような高い名目賃金上昇率がひとり歩きしていて、それは自分たちの実感と違うので、もう少し実感に合うような数字にしたほうがいいのではないかと。ただ、それを技術的にどう作り込んでいくのかという議論が経済前提の議論で、作り方の議論とその結果としての水準観というのが多分専門委員会での議論に今後なってくるのだらうという話がございまして。

その上で、その水準観をある程度一般的な形にした上で、目標を与えるときには、賃金上昇率+ α ならば名目で与えるのではなくてあくまで賃金上昇率+ α 、そうするとリスクも賃金上昇率+ α のリスクと認識しなくていいのか。ただ、そうはいつでも、名目のリスクを全く無視できるのかというような御議論があると思われまして。

したがって、多分水準観の作り込み方と水準観の話と、今度目標を賃金上昇率+ α で与えれば、後は基本ポートフォリオをつくる時は、私どもにある程度与えられているマンドートの幅の中でやればよいという議論がされているのかなと。それは植田委員長が一番お感じになっているのかもしれないですが。

○植田委員長 誤解しているかもしれないですが、私の印象では準備体操くらいのレベルの議論をしている状況で、はっきりと目標をこれからつくっていくとか、その周辺の議論を具体的にするとか、そこにはまだ至っていないという状況だと思います。大ざっぱで申し上げます。ですからいろいろな議論がここに出ていることからもおわかりだと思いますけれども。

○小幡委員 問題はまとまりそうなのかという。

- 植田委員長 ですから、今、まとめようという力をまだ働かせてない状況。
- 佐藤委員 締め切りはあるのですか。
- 植田委員長 それはあるのですね、締め切りは。
- 原口参事官 前回の第4回るとき、これは運用環境の資料でございますけれども、財政検証の経済前提のほうで申し上げれば、将来人口推計と政府の長期経済見通しが出て間もない時期に、いずれも1月に出ましたので、まず、それをお示しして、それに基づく議論をしていただくということで開催しておりますところ、特に政府経済見通しについて、モデル、どんな性格のものかということをもっと詳細に把握した上で議論をしていかないと議論が進めにくいという指摘があって、それをどうするかということで、また次回の開催を考えるというふうになっていると、そういう段階でございますので、そういった参考にするような試算について、更に話を聞いてもらってから、それで、ではどういふふうに経済前提を考えるかという議論をしていただくと、そういう段階でございます。今、植田委員長に御紹介いただいたように、まだ、そういう意味では、どういふふうにこれを締めていくというところが見えるところになってないということかと思えます。
- 植田委員長 それではよろしいですか。この委員会の状況については、また、進展に応じて議論していただくことにしまして、それでは、ほかに特に、どうぞ。
- 小幡委員 この前、AIJの問題について、すぐではないけれども、いつか議論しようということだったと思うのですけれども、個人的な意見として述べさせていただければ、できればすぐアクションを起こしたほうがいいのではないかと。どういふアクションかという、これは個人的意見ですけれども、さまざまな誤解があって、ケイマンがどうのこうのというのは置いておくとして、オルタナティブが悪いというのと、あと独立系が悪いという、ある企業などは独立系にはお金を回さないというような意味不明の行動がよく見られるので、これは日本の運用業界全体にとって非常に危機的な状況で、独立系がなくなると、我々も長期的にはすごく被害受けるというか、活力が低下するという問題があるので、これはとめる必要があるので、我々が、今、できる範囲で、できるかどうかということを実はお聞きしたいのですけれども、エクイティでも日本株とか、どのカテゴリーに入るのかわかりませんが、何らかのオルタナティブで独立系に、たとえ10億円でも資金を回すということが、直ちにアクションを起こそうと思えばどのくらいのタイミングで、どういふことができるのかというのをお聞きしたいのと、その後、できることをすぐやってほしいという個人的提案なのですけれども、そこはどうかでしょうか。
- 大江審議役 御指摘のオルタナティブに関するような誤解、いろいろな報道ございますが、いずれにしても、前回、申し上げたように、オルタナティブについては何らかの形で議論をするということですので、特に今まではどちらかという、例えばオルタナティブをやると有効フロンティア、リスク・リターンがこういうふうに改善するとか、そ

ういうかなり大きな議論をさせていただいているわけです。おっしゃったような意味で仕組み、そもそもこういうキーワードで言うと透明性ということになると思いますが、そういったキーワードが実際どういう問題に展開していくのか、そういったものを当然オルタナティブの議論をするときには意識して、そういったところにも踏み込んで議論をしなければいけないということですから、今後議論していく中で、お話のようなことが解決というか、1つひとつ明らかになっていくだろうというふうには思っております。

ただ、それを一般的に発信するかどうかという議論は別だと思いますが、我々がオルタナティブを議論していくときにはそういったところも十二分に意識しておく必要があると考えております。

○小幡委員 ですから、きちんとやるとそうだと思うのですが、きちんととやらないという意味ではなくて、厳密にこれはオルタナティブというものだということでも、今までの例えばエクイティの範囲内で考えようによってはオルタナティブにもできない役割を果たしそうな新しいベンチマークというか、運用対象のファンドに資金募集して、独立系に限るというのも変な話なのですが、それはできないと思うんですけれども。

●大江審議役 済みません、おっしゃっている意味がもう一つよくわからなかったのですが、今、順次マネジャーストラクチャーを行っていて、例えば国内債券もいよいよ3次審査を行うわけですが、その次にまたいろんな資産クラスも順番に出てまいります。そういった中で勿論募集するときに、独立系だけ募集するというわけにはいきませんので、広く募集する中できっちり選定をしていけば、そういう誤解は解けていくのだろうなと思っておりますけれども。

○小幡委員 ただ、そのためには、今までとベンチマークなり投資対象変えたものを募集しないといけないと思います。

●大江審議役 それはそのアセットクラスでこういうベンチマーク、マネジャーベンチマークを使ってやったほうがよいという議論を踏まえた上で、例えば独立系を採用するためにベンチマークを変えるという議論ではなくて、むしろ、こういうふうにしたほうが運用効率がよいからとか、パフォーマンスが上がると。その議論をした上で、どう公募して、そうすることでおっしゃっているいろいろなミスリーディングなところが解決に至るかというところですから、そもそもそのようにベンチマークを変えることの是非を全体の中で、アセットクラスの中で議論をしていくことが必要だろうと思っております。

○小幡委員 だから、次は国内債券ということですか。

●大江審議役 今、国内債券も3次なので、もうここまで進んでいるので、ですから次の順番としては、これまでの御議論の線からすると、外国株式のアクティブだろうというふうには考えて準備はしておりますけれども、そういったものをやる時にどういう、今、先進国のベンチマークはMSCI-KOKUSA 1本ですから、そういう議論があるのか、な

いのかというところはあると思います。

- 清水調査室長 独立系の話については、これも私の知っている範囲ですけれども、聞くところによると独立系自体が集まって、弁護士とかも含めて、逆に勝機と捉えているというような動きも聞いています。我々として独立系がよいというような、少なくともそういう立場はなかなか難しいという気はしています。

- 小幡委員 企業年金とかさまざまな年金基金で、民間で、要は余り人材豊富でなくて、独自にいろいろ考えられないところは、年金によっては GPIF のコピーというか、GPIF のアセットアロケーションをフォローするというような戦略とっているところもあるわけです。ですから、そういうふうに厳密にとってなくても影響力はあるので、何らかの形で発信できればよいなということです。発信というのが、発信のためにやるのでは意味がないので、実際にまともに行く中でメッセージになるような機会があるのかという。

- 岡部理事

AIJ の問題は AIJ の問題として国もいろいろ金融庁、あるいは厚生労働省のほうでも企業年金のあり方がどうあるべきなのかということについて議論がなされております。一方、我々は我々として、今後の基本ポートフォリオとか運用対象をどういうふうに考えていくのかという課題がありますので、それはどちらかということ、それぞれの立場、それぞれの状況を見ながら議論を進めていくべきものと考えています。AIJ の問題が出ているから、我々が何かそれを反射的にこういうふうに動くとかということよりは、我々自身の運用が、先ほどの専門委員会とか、これからの年金制度のあり方、あるいは私どもに対して幾つか寄せられている御意見とかを踏まえながら運用委員会でも御審議をいただきながら一定の方向性を出していただき、それを踏まえて、私ども事務局としては対応を考えさせていただきたいと考えております。

- 小幡委員 全くそれは正論なのですけれども、今回なぜ正論から多少外れてでも、反射的に動く必要があるかと思っているかということ、とりわけ国内の運用者のプールというのが、我々これだけの大規模の運用をしていると、平均レベルが上がっていくことが一番重要なので、今回の事件で独立系、ただ、それが単に誤解とか偏見とか、誤った考えに基づくものであっても、独立系に資金が流れなくなると、衰退してしまい、全体的な運用能力が下がっていくおそれがあるので、それは一番損するのは我々だと思います。

ですから、そこに対しては正論からは外れるかもしれないけれども、反射的に何らかの、基本的な運用能力の水準の低下を避けるために何かをやる必要があるのではないかということで、それはいろいろな意見があって、私自身の意見は実際に目に見える形で積極的にそういうプレーヤーに資金を回すと。それはそういう優れたプレーヤーがいるから回すということですが、アクションをとるべきだと思いますし、それはおかしいということであっても、独立系を差別しないし、これからも積極的にほかと同じように採用するというメッセージが出たほうが良いと思うということです。

○村上委員 独立系をこの機会に意識する必要は全くないのだと思うのですね。企業年金でも、独立系に対してきちんとマネジャー評価を行う体制がないところについてはよりネガティブになるかもしれないのですが、それはマネジャーをそれだけ見極めることができない体制なので、少しリスクについてはネガティブに構えた運用をするということになるのだと思います。GPIFの立場でそのところにメッセージを出すという必要は全くないのではないかと思います。これは受託者としての責任を考えたら、通常の方の枠組みを外れるものであれば、きちんと考え方の新しい整理をした上で行わないと説明責任を果たせませんし、そちらのほうがむしろ非常に重要なことなのではないかと思えます。

○佐藤委員 私も同様の意見でして、むしろ GPIF のような立場にあるところが反応すると、それがまた過剰反応を起こしてしまう。全ての企業年金の事例を見ているわけではないのですけれども、余り独立系はやめてしまいませんか、投資顧問契約は危ないというネガティブな話はなくて、かえってマスコミの書き方が過剰反応をあおるような書き方になっているのではないかというふうにも思えます。

○能見委員 そういう年金基金のいろいろと相談を受けて、運用商品をあっせんするビジネスをやっている人がいるのですけれども、ものすごく今回のことは、逆に言うと非常にビジネスチャンスでということ幅広く、今、活動し始めているんですね。

もう一つは、この問題はまだ決着ついてないというか、むしろ、これは非常に異例で最初から詐欺だという、独立系の運用会社というにはおこがましい話で、それで、今、金融庁が全運用受託機関に悉皆的なレポートを出させていて、そこから、また、何か浮かび上がってくるかもしれないので、今の段階で、また GPIF はそういう役割でもないし、また、直ちにそのように実際の運用の形でアクションするということは必ずしも適切ではないかなと思います。先ほど言ったように、何も GPIF がすぐに反応しなくても、そういうことで心配な筋があれば、それをいろいろとアドバイスするビジネスが非常に大きく、また、動き始めているという、そういうことがごく一般的な資本主義のありようかなという気もしますけれども。

○植田委員長 業界の一部に対する PKO 的なオペレーション、そこは。

○小幡委員 PKO するというのではなくて、普通の、私の言い方もあったのですけれども、ごく普通の枠組みの中で何か、しかも私たちは全うに動く中で関係のあるアクションというのは、次、いつあり得るのかという話をお聞きしたかった、基本としては。もう一つは、運用能力を上げてもらうということが我々にとっては大事だという、その2つがメインなので、具体的にするとすれば、今、おっしゃったような議論が全うだと思うのです。

○能見委員 1つだけ、私も危惧としては小幡委員のおっしゃるような、いわゆる日本における運用の世界の全体的なシュリンクは、それはそれで非常に心配しているので、小

幡委員はじめ、ここには非常に発言力のある、あるいは社会的に意見を言って非常に注目される方が多いので、積極的に今言ったような小幡委員の問題意識というのはもっとマスコミにいろいろな形で意見を我々が言っていく、GPIFの一員としてではなくて。問題意識はすごく共有します。こういう世界をシュリンクさせてしまうような非常に不幸な事件だという意味ではですね。

日経の経済教室にまた小幡委員は書かれたらいかがかと思うのですが、私なんかはいろいろなところから聞かれるし、積極的にそういう発言しているので、その認識はすごくよくわかります。

○植田委員長 ということで、今日のところはよろしいでしょうか。

それでは、ほかに何かございますか。

それでは、事務局から連絡事項等あればお願いいたします。

●大江審議役 今回の日程でございますが、次回は5月まで飛びまして、5月21日（月曜日）午後2時から、場所はこちらでございます。よろしくお願いいたします。

○植田委員長 それでは、今日はこれまでにしたいと思います。ありがとうございました。