

第 57 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 24 年 5 月 21 日(月)14:00～16:00

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 ・小幡委員 ・薦田委員
・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議 事

(1) リスク管理状況等について

(2) その他

●大江審議役 それでは、定刻より少々早いようでございますが、おそろいでございますので、ただいまから、第 57 回の運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠状況でございますが、本日は臼杵委員、佐藤委員につきましては、所用により御欠席ということでございます。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議が成立しておりますことをまず御報告申し上げます。

それでは、4 月 1 日付で新たに運用委員に就任されました連合総合生活開発研究所所長の薦田隆成委員を御紹介いたします。

○薦田委員 連合総研の薦田でございます。勉強させていただきながら一生懸命務めさせていただきますと思います。よろしくお願い致します。

●大江審議役 続きまして、当法人におきまして人事異動がございましたので御報告を申し上げます。3 月 31 日付で運用部長の橋谷田が退任いたしまして、その後任として 4 月 1 日付で陣場が就任いたしましたことを御報告申し上げます。

●陣場運用部長 陣場でございます。よろしくお願い致します。

●大江審議役 続きまして、資料確認でございます。議事次第、座席図のほかに、

委員限り 1 オルタナティブ投資検討事項

委員限り 2 外国アクティブ運用に係る運用受託機関構成の見直しについて (案)

委員限り 3 平成 23 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し

委員限り 4 リバランスの検討及び実施について

委員限り 5 平成 23 年度のトランジションの実施について (報告) (国内株式アクティブ)

委員限り 6 リスク管理状況等の報告 (平成 24 年 2 月・3 月)

委員限り 7 分散投資効果から見た市場のリスク構造変化の有無について（補足）
以上でございますが、お手元にお揃いでしょうか。

なお、この資料のうち、委員限り 3 のキャッシュアウトの関係の資料、委員限り 4、
リバランス関係の資料につきましては、運用委員会終了後に回収という扱いにさせていただきますので、お帰りの際、机の上に置いてそのままお帰りいただきますようお願いをいたします。

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いたします。よろしくお
願いいたします。

○植田委員長 それでは、お忙しいところ、今日もありがとうございます。

最初の議題は、4月に検討作業班で議論いただいたのですが、オルタナティブ投資検
討事項でございます。まず、検討内容につきまして、委員限り資料 1 で、事務局から説
明していただいて、その後、検討班座長の宇野委員より補足があればお願いしたいと思
います。それではよろしく申し上げます。

●清水調査室長 それでは、私からオルタナティブ投資に係る状況について御説明をさせ
ていただきます。

今、委員長から御案内のとおり、4月 23 日の検討作業班におきましてオルタナティ
ブ投資、特にスキームの部分につきまして御議論いただいたところでございます。実は
それに先立つ昨年 10 月 12 日に、これは検討作業班の第 2 回目ということでございまし
たけれども、ここにおいてもオルタナティブ一般につきまして計数的なものを含めて、
その作業班において確認したところでございますが、いずれにいたしましても、何回か
検討作業班で御議論いただいたということでございますので、このタイミングで、これ
は本委員会でもオルタナティブについて議論したほうがよいという御意見もいただい
たところでございますので、こういう状況を踏まえて、今日御議論いただくというこ
とでございます。

なお、検討作業班ですが、その場においていろいろな御意見と申しますか、踏み出す
べきだという御意見、あるいは慎重にと、そういう感じであったということで、まだ検
討作業班として意見がまとまったということではないということでございますので、こ
こで改めて御議論いただきまして、その意見を踏まえまして、検討作業班等の適切な場
で引き続き検討することを考えているところでございます。

まず、1 ページ目でございます。これは 10 月 12 日の検討作業班の資料でございます
けれども、1 ページ目は、いわゆるオルタナティブ、具体的にはヘッジファンド、海外
PE、国内 REIT、インフラストラクチャー、不動産、こういったことにつきまして、市場
規模、リスク・リターン、更には伝統的な資産、伝統的ベータとの相関等をまとめた表
でございます。

大ざっぱに見ていただきますと、まずヘッジファンド、海外 PE につきましては、相
関係数を見ていただきますと、外国株式との相関が比較的高い。また、国内 REIT につ

きましては、国内株式との相関が比較的高い。インフラストラクチャーも上場ものについては、株式として上場しているということがあると思いますが、外国株式の相関が高いといったことが確認されるわけでございます。

これに対して国内の私募不動産、未上場のインフラストラクチャーでございますけれども、これらの投資対象については、いずれにしても、いわばインフレにトラックするようなキャッシュフロー、こういうものがとれることがその役割になると思いますけれども、こういったものにつきましては、比較的伝統的ベータとの相関が低いことが確認できるといったことでございます。

次のページ、2ページ目の上の表でございますけれども、これはアメリカと日本の年金においてオルタナのアロケーションについてどのような状況になっているかということをお示ししたものでございます。アメリカは比較的アロケーションが多い投資対象としては不動産が4.3%、プライベート・エクイティが7.3%、ヘッジファンドがそれに次いで3%、こういったことでございます。これに対して、日本におきましては、ヘッジファンドが5%弱で一番大きなウェイトを占めているといった違いがあるということでございます。

これを踏まえまして、10月の検討作業班、これは厚生労働省の専門委員会においてもいずれはこうした事項について議論されるだろうという見通しの下に御議論いただいたわけですが、そういう意味におきまして、次期基本ポートフォリオと関連するポイントとして7点ほど挙げさせていただいております。

まず、1つは、オルタナティブ投資、それぞれのリスク・リターン特性をどう評価するか。特にオルタナティブ投資については非常に個別性が高いということでございますので、それぞれの投資対象区分、全体としてのリスク・リターン特性が確としたものがあるのかどうかといったところが1つポイントになってくるだろうということと併せまして、そもそも公的年金運用の投資対象としての適格性といえますか、公的年金運用としてのどういう役割をオルタナティブ投資に求めるのか、こういった話が論点としてあるだろう。

2点目は、特に伝統的資産との相関関係が低い投資対象を組み込むことによって、ポートフォリオ全体の効率が上がる。特にこれは伝統的資産のベータとは統計的に独立な、そういった挙動をするような投資対象、これはそれを組み込むこと自体に分散投資効果ということで意味があることになるわけでございます。それによって有効フロンティアで考えますと上の方向にシフトする。すなわち、同じリスクで考えればリターンが高くなりますし、同じリターンで考えればそれによってリスクが低くなるわけでございますけれども、これをどう考えるか。特にこの点につきましては、(5)、私ども100兆円を超えるポートフォリオでございますので、アベイラビリティの問題として、それなりに意味のある投資金額をオルタナティブ投資に充てることができるのかどうかという現実的な問題もあるというところとの関係についても(2)が課題になってくるだろうと

ということでございます。

(3) 流動性についてどう考えるかという話でございまして、特にプライベート・エクイティ、インフラストラクチャー、不動産もそうですが、こういったオルタナティブ資産については流動性がない。逆に言えば流動性を犠牲にして、いわゆる流動性プレミアムを獲得するといったことになるわけでございます。また、ヘッジファンドについても、流動性はあるという見方もありますが、例えばリーマン・ショックのときのように、そういう状況では流動性に問題が生じるといったことも観測されているわけですので、こういうものをどう考えるか。特に私どもキャッシュアウトステージということで、それなりの流動性が当面必要になっている状況の中で、どの程度流動性を犠牲にできる部分があるのか。例えば100年後に1年分の給付費を確保するような形で財政自体が組み立てられておりますので、50年、100年に渡るようなコアの部分については、流動性を犠牲にできるという考え方が成り立つのかどうか、こういったことでございます。

(4) オルタナティブ投資の特性によっては伝統的資産の一部として位置づけられないかということです。先ほど相関を見ていただいたわけですが、プライベート・エクイティであれば、これは資本への投資ということ、違いは上場なのか非上場なのかといった違いにとどまるわけですので、基本ポートフォリオの一構成要素として位置づけるよりは、むしろ株式のアクティブ運用の一部として位置づけることがよいのかどうか、一方で、これはプライベートということで、若干、伝統的資産とは違うというところを重視すれば逆にポートフォリオ上にしっかりとした位置づけをしたほうがよいという話にもなる。そういうような論点でございます。

あと、(6) ですが、こうしたオルタナティブ投資、実際に採用を考えますとデューデリジェンスが非常に重要になってくるということで、それなりの専門家等、私ども法人にとっての人的リソース、ここも課題として出てくるだろうということでございます。

最後、これは10月の時点では、(7) はなかったのですが、AIJ等の問題を受けて、スキーム等について、改めて(7)を項目立てしております。このスキームについて別途資料を用意しておりますが、その次のページをごらんいただければと思います。これが4月23日の検討作業班で御議論いただいたペーパーと御理解いただければと思います。

特にAIJ関連でオルタナティブのいわばプライベートなスキームというか、複雑なスキーム、これをある意味悪用する形で情報開示、不透明なところであるようなスキャンダルが起きたということもあるわけですが、そういったことも念頭に置きながら、オルタナティブ投資で一般に行われているスキームはどのようなものなのかということを一応ここで確認しようということで、こういった資料を用意させていただいたところでございます。

3ページ目のスキームですが、通常、私どもの運用は、この図で申し上げますと、年金基金、ここがGPIFに対応するものでございます。それに対して投資顧問と資産管理信託銀行、大体ここで完結しているものが、我々の上場株式に限定して運用を行ってい

る現行のスキームです。それがオルタナティブという形で入り込むと、この真ん中にあるファンド、こういうものが新たなプレーヤーといいますか、そういうものとして登場するというのがオルタナティブ投資の特徴的なところだということでございます。特にこのファンドは私募ファンドという言い方をされますが、具体的には、例えばプライベート・エクイティ・ファームといったものが私募ファンドをつくって、その運営はファームが行う。これは GP という形でそれを実際に運用する。これに対してそのファンドの持ち分であるファンドの受益権、これをリミテッド・パートナーという形で、限定された責任という意味で、年金基金をはじめとする投資家に買ってもらう、これが基本的な一般のスキームということになるわけでございます。

このファンドは、その下に、実際に資産を保管するところのカストディ、あるいはファンドアドミニストレーターというファンドの実際の事務、これは例えば時価の評価だったり、あるいはレポーティングだったり、そういうことを行うものをファンド自体が選定をしてそれで運営をしていくといったスキームでございます。通常であれば、ファンドアドミニストレーターが、例えばヘッジファンドの場合であればヘッジファンドの時価情報を管理して、それを適宜、資産管理信託銀行のほうにレポートすると、こういった仕組みが一般的であります。

ここで1つのポイントとなりますのが、私どもは投資顧問会社と投資一任契約を交わす。これは法律上、私ども自体が株式の個別銘柄の指図はできないことになっていますので、そこは全面的に委任する一方で、別の契約で資産管理特定信託契約を結んで資産自体はそこが管理をする。こういった運用と管理が別々のスキームになっているということでございますけれども、そのときにこのファンド、オルタナティブに投資をすることはどういうことかということ、先ほど申し上げたように、ファンドの信託受益権・LP としての権利を購入するということになるわけでございますが、LP としてのファンドの受益権、この購入が未上場の株式の購入と同じようなことになっている。これが個別の銘柄指図ということになっており、ここが考えどころであるということになるわけでございます。

そうすると、通常、年金基金の場合は、例えばAプライベート・エクイティに投資をしようと考えた場合には、実際にファンドを選定することになるわけですが、ここで実は投資顧問会社、つまり運用指図を全面的に投資顧問会社に委任するという趣旨とも若干の齟齬が生じてくることになるわけですが、つまりサブスタンスとしては、年金としてはこのファンドを選定しようとして投資顧問会社と契約するわけですが、投資顧問会社は全面的に個別銘柄の運用指図を任されているので、実はこのAファンド以外にもっといいファンドがあれば、そちらを選ばなくてはいけないという受託者責任を負っているという中で、この投資顧問としては、通常きちんと投資顧問としてのデューデリジェンスを行って、このAファンドを実際に選定しているということでございます。

いずれにしても、こういった通常のスキームとは違い複雑になるという中で、3ペー

ジ目の下でございますけれども、一般に行われている私どものスキームと比べれば、私募ファンドであると、現状と同様な透明性を求めることが困難になるということでございます。

実際、AIJ などではカストディとファンドのアドミニストレーター、こういうところとつながっており、こういうところにそれぞれほかのところが介在して情報の遮断が行われていたという点で問題が生じたと言われているわけでございます。

次に4ページ目、こういった複雑なスキームに対してどういった対応策といいますか、改善策があるかということについて御説明しているのが4ページ目の上でございます。

まず、①でございますけれども、カストディとアドミニストレーターは当法人が指定する第三者機関であることを要件とする。例えば我々が予めこのカストディとアドミニストレーターは非常に信用がおけるだろうと、そういった例えばリストをつくっておいて、そういうところから選ぶというような形にする。

②我々の直接的な契約先である投資顧問や信託銀行がファンドのアドミニストレーターやカストディからファンドの詳細な時価情報を取得できるような仕組みをとる。こちらのほうにもしっかりと透明性についての責任・役割を負わせるということです。

③後は時価そのものについても、監査法人による第三者証明を取得させる。

④更には、GPに一定以上の出資をさせる。要は同じ船に乗るということで、リスクの共有化を図ることによって、そういったコンフリクトを避けるような形にするといった内容でございます。

こういうことが可能であれば、ある程度まで信頼性を高めることが可能であろうと考えるわけでございますが、それでも当然プレーヤーが多くなる分だけ現状と同じというわけにはいかないということについて留意が必要であるということが1点目でございますが、あと、2点目が、先ほど申し上げた投資一任との関係ということでございますけれども、通常、一般にはファンドと投資顧問、これは通常ゲートキーパーと言われている信託銀行等でございますけれども、この2つは大体日頃からいろいろ情報交換をしているといいますか、ある意味でのアライアンスを組んでいるというようなケースも当然あるわけです。そうすると、私どもが実際にはファンドを選定したいのだからということと貫徹するということがあれば、投資顧問とファンドを一体的に選定するスキームということが考えられないかということでございます。

ただ、これをしますと、ファンドのLP受益権を買うということについて、それは我々が個別銘柄の指図を行うことになるので、この部分との関係をどう考えるかということが問題になってくる。そもそも投資一任の内容というのは一体何なのか。このファンドという個別銘柄を買うことなのか、あるいはファンドの先にあるヘッジファンドとしての運用であるとか、プライベート・エクイティ・ファームとしての実践といいますか、そういうものの内容がそもそも投資一任の内容であるということであれば、それはそれで整理がつくと思うのですが、いずれにしろ、今の現段階ではそこまでの整理はついて

いないという状況であるということでございます。

あと、もう一つは、あくまでも個別、ファンドの受益権購入が個別銘柄の指図であるということであれば、私どもが投資適格なファンドのユニバースをまずつくってしまう。ここであれば投資してよいのではないかというようなユニバースをつくってしまって、投資顧問にはそのユニバースの中から、あなたが一番よいと思うものを選定してくださいという形で投資一任をお願いするところといった仕組みが考えられるか、ということです。

いずれにしても、プライベートなスキームを行うときには、最低限こういった部分についての整理が必要になりますが、それではあくまでもプライベートは使わないとした場合、私募ファンドスキームはとらずに運用できるのはどのような運用手法が考えられるかということございまして、そう考えると上場ものに限定した運用になります。

そう考えると、まず1つは、上場株式のロング・ショートでございます。私どもの基本はロングオンリーという形になっているわけですが、これは株式のアクティブ・マネジャーの運用の自由度を高めると、こういう観点から一定のショートポジションというものを認めるということが1つ考えられる。これであれば、あくまでも上場の範囲内の投資になりますので、これはプライベートなスキームまで考えなくても一応可能であろうということなんです。

特にこの辺りは世界の年金を見ていても、例えばワン・サーティ・サーティ(130/30)、130のロングポジションをとって、30ショートをとって、実質100のベータをとるという運用手法があるわけですが、こういったものは、非常にプレーンといえますか、ヘッジファンドとも呼ばずに、通常の株式のアクティブであるといった位置づけをしているような年金も今や多くなっているわけでございますので、そういう整理もあり得るということでございます。

あと、上場不動産投信があるわけでございます。これは実は海外のREIT、これにつきましては、実は既にMSCIに入っていて我々の運用対象になっているという事実がございます。これに対しまして、実は国内のREIT、いわゆるJ-REITにつきましては、これはTOPIXとは別のもので整理されていて、我々はそこを投資対象としていませんので、そこを新たに投資対象にすることが考えられるということでございます。

ただ、ロング・ショートにつきましては、システム上の問題。実は私どもの現行のシステムはロングとショートとネットした部分での管理しかできないということございまして、そこのシステム改善が必要になるということなんです。

次に考えられますのが、海外年金との共同投資を通じたインフラ投資のいわゆる負債に対する投資、これは私募債になるわけですが、これも私募ファンドスキームをとらずに行うことが可能だということでございます。

これは具体的には私募債、インフラ関連の私募債を、私どもインハウスで買うことになるわけですが、この場合、現行、私どものインハウス運用につきましては、国内債券

のパスシブにとどまっているということですので、1つは外国ものに出て行くということが1点と、もう一つは、更にアクティブ運用まで広げると、この2点をどう考えるかという問題が出てくる。

もう一つは、インフラの負債投資でございますけれども、インフラのメリットは、冒頭申し上げましたけれども、インフレにトラックしたキャッシュフローがとれる。これが年金の負債と整合的であるということがポイントになるわけですが、ここはあくまでも通常の負債ということで、固定利付債になりますので、通常の債券も含めて、例えばBBB 格の債券に対する投資をどうするのか、といったことと併せて、全体の中での位置づけを検討する必要があるということでございます。あと体制の面での課題も出てくる。

最後でございますが、海外年金では大規模なインフラ投資を共同投資の形で行っている場合があるわけでございます。これは特にインフラについては、例えばオーストラリアは非常にインフラ投資が盛んな国でございます、もう一つはカナダ、この辺り、投資家としては非常にインフラの経験が長いということでございます。そういったノウハウを使って共同投資を行うことをデューデリジェンスの効率化等の観点から考えられないか、といったことでございます。

次に5 ページ目でございます。実際の個別のファンドマネジャーの選定ということになるわけですが、1つは募集、選定のタイミングということでございます。

インフラ・不動産、これはプライベート・エクイティもそうですが、こういったものは流動性を犠牲にして流動性プレミアムをとるということ。これはすなわち流動性に何か問題がある市場で、ある状況であるときに、逆に流動性プレミアムは高くなるわけですので、そういうときに適宜投資をしていくことが一番肝要なところになってくるということでございますけれども、そういったものは、いつ流動性プレミアムが高くなるかというのは、これは市況を見ていてもわからないということ、例えばリーマン・ショック後を振り返っても、わからないということでございます。

これに対して、私どもの従来の、これまでの公募形式はむしろ時系列的にマंडート、募集内容を決めて、それで一齐にそれを世間に告知をして、それでいろいろな方々に手を挙げてもらって、それを一列に並べて、ここがよい、悪いという感じになるということでございますので、そういった公募形式と適宜、実際にやっていくというのはギャップがあるということはどう考えるのかといった話でございます。

あと、プライベート・エクイティにつきましては、これは投資の性格上、特にビンテージイヤーなんていう言葉も言われるわけですが、いわゆるビンテージ分散と投資のステージ。ステージはJカーブ効果といいまして、一番初めは余り出ないのだけれども、だんだん良くなってきて、最後プラスになると、こういうステージ分散というものがプライベート・エクイティの場合だと非常に重要であると言われております。特にプライマリーだけでこういったものを始めていくと、実際よく分散されたポートフォリオになるまでに5年とか10年かかるというのも一般に言われているところでございますので、

こういった観点からも常に門戸を開いていることが考えられるということでございます。

これにつきましては、例えばセカンダリーを利用する等の工夫も考えられなくはないわけでございますけれども、いずれにしても、例えば投資上限をセットしておいて、それで適宜よい案件があったら、こういうふうに入っていく、よく分散されたポートフォリオをつくると、こういったことが肝要になってくる。

あと(2)選定基準でございますけれども、インフラ・不動産でございます。こういったプライベートなスキームについては、過去のトラックレコードがどれだけ信頼できるのかということについてはいろいろ議論があるわけでございますが、特にインフラ・不動産は投資対象側の個別性、それが例えば港湾なのか鉄道なのか、あるいはどこの鉄道なのか、そういった具体的な個別の案件ごとにそれがよいのか、悪いのかということが結局決まってくる面が非常にあるということでございますので、特にインフラ・不動産については、過去のトラックレコードがそのまま当てはまるとは限らないということでございます。またプライベート・エクイティについては再現性があるという方もいらっしゃるのですが、結局、再現性のベースとなるのはプライベート・エクイティ・ファームの案件発掘のスキルであったり、バリューアップの方法、あるいはエグジットのノウハウ、といったことであったり、トラックレコードを裏づけるものとして、結局定性的な評価になってくるということでございます。

あと、先ほど少し申し上げましたが、セカンダリー（投資済みのファンドの持ち分を現金化したり投資家から購入するもの）については、これは既に投資を行っている案件なので、これから投資先を決めるというような通常のプライマリーから比べれば透明性は高いことがあるわけでございますが、一般的にはファンドオブファンズと申しますか、合同運用が基本となっている。また、価格の評価の適正性自体をどう考えるかといった課題も当然出てくるということでございます。

(3) 選定方法及び管理体制ということでございます。これは法人側のデューデリジェンスの体制。選任の担当者を置く。初期の段階ではコンサルティング会社を使う必要があるのではないか。あと、シングルファンドに投資を行うのか、ファンドオブファンズを使うのかによって、デューデリジェンスにあたって評価方法自体が違うということ。具体的にはシングルファンドの場合には、運用者の運用手法の評価であるのに対して、ファンドオブファンズの場合には目利き能力をデューデリジェンスしなければならないということの違いは出てくるということでございます。

(4) 手数料につきましては、通常オルタナティブの場合には一定率のマネジメントフィー、プラス成功報酬ということで、これはキャリーの部分について成功報酬として何%程度、2割とか15%とか、そういった2つの体系に分かれていて、これまで私どもそういう成功報酬体系は採用していませんので、これをどう考えるか。

あと、ファンドオブファンズにつきましては、目利きの能力をお願いするファンドオ

ブファンズにフィーを払い、更に実際の投資先のファンドにフィーを払うという二重払いみたいなものが出てくる。そうすると本当にそういったコストに見合った形で、コスト控除後で見ると、リステッド（上場）のベータに対するアルファがとれるのかどうか、こういったことが課題として出てくるということでございます。

最後、3. その他の要検討事項ということでございまして、(1) 投資対象資産の売却・解約。これは大体5年から10年が通常オルタナティブ、特にインフラは更に長いこととなります。そういう中でも我々は実際採用したら、毎年定期的にその評価をしなくてはならないということでございますし、それで何か問題があれば、通常これまでの運用機関と同じような形で解約等をしなくてはならないこととなります。特にプライベート・エクイティ、ヘッジファンド、インフラでポイントとなるのはキーマンリスクということで、ファンドの運用成果そのものが、その中の非常に優秀なマネジャーに関わっていることが多いということで、ずっとその人が5年、10年いるかという点と必ずしもそうではないケースもある。そういう意味でキーマンリスクというものがある。実際のキーマンがいなくなったときに本当にそのファンドを処分しようとしたときに売れるのかどうかといった話。あと、実際、解約に当たっては、顧客の一定以上の割合の賛同が必要といったいろいろなルールがあるケースもあるわけでございますので、こういった解約時の対応、この辺りが問題になるということでございます。

あと、(2) リスク管理につきましては、私どもデイリーでリスク管理、時価評価しているわけですが、こういった私募ファンドスキームの場合には、基本的には四半期毎の報告ということになりますので、これをどう考えるか。

(3) キャッシュフロー管理、これは通常であるとPE、インフラですが、まずコミットメントの額を、例えば1千億円と決めて、後は案件毎にキャピタルコールという形でキャッシュを出していくといった仕組みになっています。そうすると、キャッシュを出すその時期があらかじめわからず、でも実際にキャピタルコールがなされればキャッシュ化をして、実際にそれを払い込まなくてはならないということでございますので、その前までのキャッシュドラッグの問題、運用の効率性の問題も課題として出てくるということでございます。

(4) あと、マネジャーベンチマークをどうするか。これはそれぞれのオルタナティブにつきましてマネジャーベンチマークをどうするか。例えばヘッジファンドでは、ここに書いているLIBOR+ α が一般的ですが、こういったことについて細かい検討が必要だということでございます。

以上、長くなりましたけれども、オルタナティブ投資に関することとございまして、次の参考資料3-2。4月23日、きょうも御欠席なのですが、白杵委員が御欠席でしたので、この資料につきましては、23日に白杵委員から予めいただいた御意見をその場に提出したものを再掲しているところでございます。

若干申し上げますと、1ページ目の下のほうの線でございますが、いずれにしても、

海外の年金基金やSWFが透明性を若干欠いたスキームであることについてどう対処しているかを調査して参考にすることが考えられるのではないかとということが1点です。

あと、具体的な話としましては、2ページ目の「選定について」というところでございまして、体制の問題として、そこは、こういう方がいらっしゃるかどうかかわからないのですけれども、例えば商社などからの出向者を確保するなどの必要があるのではないかと。

あと、具体的なやり方としては、臼杵委員自体は、2ページの下の部分ですが、ヘッジファンドは、忙しすぎるという言い方をおっしゃっていましたが、忙しすぎるので余り勧めない。PEは、やるとすれば株式の一部として投資するのがいいだろう。ただ、より慎重に選ぶ必要があるということ。

そう考えると、臼杵委員として薦められるものは、特に不動産、ここは先ほど申し上げたように、インフレにトラックしたキャッシュフローが出るということで、これは公的年金の運用として非常に優れているのではないかとということ。そういう意味では、まず安定的なインカムのある不動産を優先し、インフラの優良案件についても排除しないということが大切ではないか、という御意見でございます。

ただ、こういうものは伝統的な資産とはある意味別の役割を持たせるということで、安定的なインカム。そう考えると基本ポートフォリオとしては1つ枠を設けてセットするのが筋になるのだろうということでございます。ただ、小規模の場合にはどこかに潜り込ませることもあるかもしれないが、それでも趣旨は整理しておくべきだということでございます。

最後に、物価連動債については、同じような意味で、負債が賃金、物価に連動するという意味において、私どもの運用としては良い投資対象なのではないか、こういったことでございます。

以上、長くなりましたけれども、御説明にかえさせていただきます。

○植田委員長 ありがとうございます。それでは宇野委員どうぞ。

○宇野委員長代理 4月23日の検討作業班では、この資料と臼杵委員からの意見という部分。臼杵委員の御意見のところはかなり詳細にいろいろな問題点やお考えを示していらっしゃるわけですが、今、御説明をお聞きいただいてもお感じになられたと思いますが、これまでのGPIFが運用してきているアセットとは大分いろいろ毛色が違うといたしますか、管理の体制についても異なるものがあるということが非常に印象として説明の中から理解されたところかと思えます。

ただ、当日の議論の中では、私も含めてですが、今、運用している伝統的な資産だけを運用していて、今後ともずっと公的年金の運用をしていけるのかという点から考えると、運用対象資産の間口を広げていくことの検討は積極的に行うべきではないか。そこについての必要性が認識された下で、テクニカルにどうするかというところは柔軟に詰めて、柔軟にこれから取り組めるような形を模索するほうが好ましいのではないかと

う御意見が出されました。基本的に時価があるといっても、それで直ちに売却可能な値段と判断してよいかどうかという点も大いに疑問があるわけで、定期的なリバランスにかけるといようなことが適当な資産クラスではないということを考えますと、キャッシュアウトが必要な状況においては、それに抵触するようなことがない範囲内の検討が前提になるのだらうと思えますけれども、いずれにしても、具体的な取組を進める上でのいろいろな問題点について、こうやって着手したこと自体は積極的に進めていってよいのではないかという意見だったと思えます。以上です。

○植田委員長 ありがとうございます。

それでは、これまでの御説明、御意見等について、どなたからでも結構ですので、いかがでしょうか。

○小幡委員 非常に重要な案件だと思うので、いろいろ議論したほうがよいと思うのですが、基本的に御説明の紙でもテクニカルな問題点はいろいろあるけれども、投資すること自体は、そのまま額やタイミング、対象もいろいろありますけれども、基本的にはやったほうがよいのではないかという感じがしますけれども、そういうわけでもないですか。

●清水調査室長 事務局といたしましては、私どもとして投資するほうがよいのではないかと、すべきではないとか、そういう話はこのペーパーに入れたつもりはなくて、もし逆にやるとすれば、こういう形でやるしかない。ただ、そうはいつでも、そこで、例えば透明性の部分でどうしても現行のスキームに照らせば不透明性がどうしても生じるとか、そういうところは認識しておくという前提が必要である。そういう非常にプレーンな形でまとめさせていただいております。

○小幡委員 わかりました。私の意見としては、できる限り早く、少額から速やかに実行に移せるように体制をつくっていただきたいというのが意見ですね。基本的に透明性というか、一番気にされているのは透明性と後はテクニカルなことだと思うのですが、テクニカルなことは克服すべきことであって、それは別に、だからやめろという話はないと思うのですけれども、ただ、今までと比べて透明性が落ちるので、それでもあえてやるかという話かもしれませんが、別に透明性を確保するために運用しているわけではなくて、リターンを出して、それに対して信頼というか、いろいろなガバナンスを効かせるために透明性を最大限確保するということで、基本的には、議事録でも公開しない部分があるわけですから、それは運用に差し支えるから、その部分はしっかり議論していて、そういう姿は見せるけれども、公開することで運用がマイナスになったら意味もないから、その部分は割愛します。でもこうやって出せば信頼性が得られますねということをやっていると思うのですけれども、基本的にこれも一緒だと思うので、オルタナティブ投資をやると、内部でだれかが得をするというわけではないですし、あくまで、こういう面倒なことをあえてやってまでいるということは全体のリターンを上げるためにやっているわけですから、それは確かに透明性の確保、一般国民も含めて、信頼

性を得るために最大限努力は勿論するべきだと思いますけれども、透明性が劣るから投資を差し控えるということではないと思うので、基本路線として額や対象は詳細に検討するとしても、投資環境は大きく変化していますから、基本的にはできる限り速やかにやるべきだということだと思います。

○植田委員長 ほかにいかがでしょうか。

○村上委員 公的年金という性格上、透明性の確保は非常に重要なことなのだと思います。将来のキャッシュフローや収益の源泉、価格変動のリスク、そのあたりがどこまで予見できるか、それによってリスク管理が可能かというところの判断を外してしまったら、全く「漠然とした願望」で投資しているようなことになるのだと思うのです。やはり「筋の通った期待」で投資をしていかなければいけないのです。ということで、何がどこまで明らかにできて、そこから先は不透明な部分あるとしても、それはある程度一定のリスクの中におさまるのかどうか、その判断がまず必要なのではないかと思うのですね。

それから、ヘッジファンドについて言いますと、時価評価の信頼性は非常に大きな問題で、例えばコモディティ市場等、いろいろな市場に出て行きますが、結局そのファンドが売買のシェアのかなりの部分を占めている場合があって、評価としてついている時価では取引ができないというようなことも頻繁に起こり得ます。また、ヘッジファンドの分野は、例えばユニバースもインベストアブルのユニバースとノンインベストアブルのユニバースがあります。それは何かというと、資金を受け入れているファンドのユニバースと、クローズしているファンドのユニバースとがあって、私が観察している限りではクローズしているファンドのほうが、2003年以降、5%以上はパフォーマンスがよいのです。結局それはどのようなことかということ、資金を集め続けているファンドの方が均してみると非常にパフォーマンスが劣後しているというような状況になっていることがあります。ですから、どのくらいまでの額までだったら、そのファンドのスキルやチャレンジしている付加価値の源泉からして、そのスキームで運用ができるのかということが重要なのですが、それがなかなか明らかにならないというような問題が出てくると思います。

それから、さらにヘッジファンドにおける組織体制面、また成功報酬体系になっているがゆえにモラルハザードの問題をどのようにクリアするか等のチェックすべきいろいろなリスクがたくさんあるのです。そここのところを詰めきったうえで、それについてはこのようなことで説明ができる、ここまでは管理ができる、でも、ここから先は説明・管理がやはりできない、ということをお明らかにした上で、本当に投資を行うのかどうかという判断をやっていかなければならないのではないかと思います。

○小幡委員 全くおっしゃるとおりだと思うのですが、2点目、3点目に関してはヘッジファンドについてとりわけおっしゃっていたと思うのですが、事務局というか、原案というか、最初の紙でもヘッジファンド、いろいろ大変だけれども、そういう問題が比較的少ない資産もあるので、そういうところから始めてはどうかという話で

あるので、ヘッジファンドの部分は確かにトータル的に見ても、いい時期もありますけれども、長期的に見ると、今まで 20 年で一体手数料を除くとどれだけもうかったのだという議論が常にあるのでそれはおっしゃるとおりだと思うのですけれども、1 点目の一番最初、根源的な話、どこまでが願望に基づく投資かとおっしゃいましたけれども、勿論理念的にはそうなのですけれども、これはそんなに詳細な紙でもないのですが、コンパクトによく問題点をまとめておられると思うので、ここで見られる限り、こういう論点、だから細かい部分はこれからいろいろあると思うのですけれども、きょうの紙を見る限り、この中では問題点は確かにたくさんあります。テクニカルな問題点もあります。ただ、基本として平均リターンが高いものもあり、インフレヘッジできるものもあり、投資対象を多様化できるというメリットもあるという、そのメリットを最大限どこまで、例えば 1 千億円投資したところでどうなんだという問題は勿論あるにしても、マイナスというか、基本的な可能性としては、あしたからすぐやれと言っているわけではないので、前向きに検討するに十分値する今のところの検討結果だと読めますけれども、基本的なところでも、この紙でも致命的というか、これはどう見ても、かなりネガティブに考えたほうがよいというか、慎重にやったほうがよい根本的な問題点では、この紙の中でどんなところを一番想定されているのか、ちょっとお聞きしたいのですけれども。

○能見委員 私も基本的には前向きに検討すべきだという考え方です。可能ならやったらどうかという意見です。理由は、現状のポートフォリオを考えても過大な金利リスクの中でいろいろな手法を使って、これだけということではなくて、より分散を図るべきだという考え方です。それから、経験的にはわずかであるけれども、有効フロンティアの上方シフトをこのポートフォリオを入れることによって生じる効果は、私は 7 年間くらいポートフォリオの中にこういったオルタナティブを入れた経験あるのですけれども、ほとんどそういう効果は認められる。時期によって違いますので、何とも言えないですけれども、十分効果はあるだろう。ただ、今後検討するに当たって、管理手法をどういうチェックポイントを設けるか。相当の数のチェックポイントを設けて見ていかなければならないと思いますので、管理手法についてより深い検討をする必要があるだろう。

それから、先ほど不透明性出ましたけれども、マネジャーリスクをとる投資というのは不透明性を完全に払拭することはできません。ですから可能な限り、例えばマネジャーのエデュケーションとか主要な人物の異動とか、そういうものをきめ細かくチェックするポイント項目が幾つかありますので、そういうことをする以外にはないのですけれども、だからといって投資をしないということにはならない。しょせんいろんなファンドにお願いすると必ずマネジャーリスクは生じるわけで、オルタナティブのみ過大な不透明性があるというわけでは必ずしもないと思います。

それから、最近この問題について AIJ やマドフの事件ということで非常にリスクについて過大に喧伝されていますけれども、この種の事故に関しては、通常の運用管理者で

あれば、まずチェックできる話で、レベルの問題というか、普通の運用者であればあり得ないことで、今の我々が委託する運用者のレベルでこういうことはまずあり得ないと思いますので、そこは余り心配する必要はないと思います。

○植田委員長 ほかにいかがですか。

○山崎委員 私共の会社の例になりますが、インフラ投資や私募債という案件は企業では結構あるわけです。当社は従前からごみの焼却炉をつくっていますが、ごみの焼却炉をつくるのに加えて運営までやってほしいと言われるケースもある国からはあることもあります。それは、今のインフラ投資に限りなく近いわけです。ただ、我々としてみると、個別のそういうプロジェクトについてどういうリスクとリターンがあるのか。個別の投資として分析すると、先ほどのごみでいえば、どうやってごみを集めてくるのかというところから始まって、かなりアンノウンな部分たくさんあります。

今回オルタナティブを考えると、自分で個々のプロジェクトを全部分析するというのではなくて、誰かに任せたものにお金だけ出すということですから、何を信頼してお金を出しているのかということになるわけですが、過去のトラッキングレコードというのが、今度は新しいプロジェクトですから全然当てはまらない。過去はたまたまこういう結果であったというだけの話でしかない。しかもインフラ投資というのは期間が非常に長いものですから、スタートしてから終わるまで 20 年、30 年かかるわけです。途中で何がわかるのかという議論になります。途中のものを見たところでそれ自体信用できるのか、信用したといっても世の中の人が認めてくれるのか。

個別の会社としては、勿論投資をするわけですが、企業の活動はすべて投資といえますが、失敗したときに、悪くすれば役員は賠償訴訟で負けるかもしれない。そういうときに我々の唯一のよりどころは、いわゆる善管注意義務を果たしたという、つまりビジネス・ジャッジメント・ルールに合っているかどうか。どこまで検討して、こういう理由だから、ここに投資をすることにした。これだけベストを尽くした。しかし、結果、失敗したが、それは私が賠償責任を負うものではない。それはいわゆるビジネス・ジャッジメント・ルールの範囲です、このようになるのだらうと思うのですが、今、GPIF がそれをやるときに、今でも普通の投資をしていてもリターンが低いと、特に、赤になったらマスコミ等であれだけ責められる。そういうときにオルタナティブやって、うまくいっているときもあれば、まずいときもあるわけですが、まずいときにどうやって我々が善管注意義務を果たしたと言うのか。甚だこれは難しいのではないのか。つまり我々はベストを尽くしてこういうことをやったから、私の責任ではありません、と言えるのですかというところが、私は根本的な問題ではないのかと思うのですね。分散すれば、機械的にリスクが減ってリターンが増えるという理屈の世界はわかるのですが、個別の議論になったときに、一体どうやって我々が善管注意義務を果たしたのだと言うのだというところに非常に難しさを感じていて、検討はどんどん進めてよいのですが、現時点では、GPIF はオルタナティブ投資をするような段階ではないのではないのかと私は感じて

います。もっと国民世論的にもそういう投資結果に対して、ある程度客観的な評価をしてくれるようにならないと、今みたいにネットでリターンがマイナスだったら、何やっているんだというトーンで言われる世の中では、とてもできないと私は思っております。

○植田委員長 とりあえずの意見は大体出していただいたかと思うのですが、ですから投資するのであれば、リスク・リターン特性から見て何かメリットがないといけなけれども、そこがちゃんとわかっているのかという一方の御意見ですね。それから、他方で、こちらにメリットがあるとしても、透明性とか流動性が低いとか、そういうコストもあるので、それを凌駕するほどのメリットかというようなことについて引き続き検討せざるを得ないということだと思っておりますが、それでよろしいでしょうか、とりあえずきょうのところは。よろしいですか。

○植田委員長 それでは、時間を大分消化しましたので、また、引き続きということで、次のテーマ、委員限り資料2に基づきまして、「外国株式アクティブ運用に係る運用受託機関構成の見直しについて(案)」、事務局から御説明をお願いします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り2、「外国株式アクティブ運用に係る運用受託機関構成の見直しについて」を説明させていただきます。

外国株式アクティブにつきましては、これまでも成績は不振でございまして、本委員会におきましても、折に触れてさまざま御意見をちょうだいしてきたところでございます。前回のマネジャー・ストラクチャーから丸3年経ったということもございまして、見直しの議論をさせていただこうというところでございます。

まず1ページ目、前回のマネジャー・ストラクチャーのときに一体どういう考え方で今のストラクチャーを組んだのかということを中心に簡単に説明させていただいております。まず(1)として、エンハンス型と申しますか、できるだけベンチマークからのリスクをとらないで、薄く広くクオンツ的な手法でリターンをとっていく形のタイプの運用スタイル、これを50%ぐらいまで引き上げましょうということを行っております。これは当時エンハンス型、非常に成績がよいということもあってこういう措置をとったということでございます。また、エンハンス型以外のアクティブ型については、戦略の分散について、以前にも増して注意して選定を行い、かつ個々のファンドのサイズを引き下げるといったようなことも行ってございます。

(2) アクティブ比率の問題でございます。当時からアクティブ運用、特に外株は成績が不振ということもございましたので、当時はアクティブ運用比率が2割ぐらいあったのですけれども、これを15%程度に落とすという措置をとってございます。

(3) として、エマージング株、小型株の扱いということで、アルファの源泉の多様化について、組み入れを希望する運用機関についてはそれを積極的に認めてきたことがございます。

こうした考え方に基づいて、1ページ目の下の図にあるような構成、13社14ファンドを選定し大幅な入れ替えを実施。このうち、従来からの継続はA社、J社、K社の3

社だけでございまして、残りの 11 社は新顔にしたということでございます。なお、中間型のクオントツの一番下、N社という社がございました。取消し線が引かれてございすけれども、こちらのファンドにつきましては、運用体制に問題ありという判断をいたしまして、平成 22 年度に解約しております。したがって、今、残っているのは 13 ファンドということになってございます。

次のページにまいりまして、クリップを外していただいて別紙 1 をごらんいただけますでしょうか。このストラクチャーの下での運用の成果のまとめがこの別紙 1 でございます。真ん中あたりの列で（マネジャー・ストラクチャー以降）平成 21 年 2 月～平成 24 年 3 月という列をごらんいただきますと、プラスの超過収益を獲得できましたのは、A社、D社、J社 3 社だけという結果でございます。

外国株アクティブ全体で見ましてもこの 3 年間で -1.08%、パッシブ含めた外国株の合計で見ましても -0.21% という状況でございます。

スタイル別に見ても、若干のバリュー系は成績良かったのですが、グロース系、中間型は大きく崩れ、また、ジャッジメンタル、クオントツという枠組みで見てもどちらもマイナスという結果でございます。ただ、昨年度 1 年間は随分明るい兆しが出てございまして、過去 1 年で見えていただきますと、13 社中 6 社がプラスの超過収益を稼ぐことができました。外国株アクティブ合計でも 0.76% の勝ち、パッシブと合わせて外国株式全体でも 0.14%、プラスの超過収益を確保できたという状況でございます。

こうした状況が、当法人特有の状況かどうかというのは、この縦長の別紙 2 をごらんいただけますでしょうか。こちらはコンサルティング会社のマーサ社からマネジャーユニバースのデータを入手したものです。本来ですと、こちらにファンドの名前がずらりと載っている表でございすけれども、本日は名前を削除させていただいております。

過去 3 年のユニバースの中のパフォーマンスで見ますと、非常に厳しい状況であったことがわかるわけでございまして、上位 25% のファンドしかプラスの超過収益率アルファが稼げていないという状況でございます。

私どものファンド、この 13 社のファンドは、ほぼ、このユニバースの中に均等に分散していると。市場のユニバースの姿を平均的に切り取ったようなものが我々のマネジャー・ストラクチャーだったということがわかるわけでございます。ただし過去 1 年につきましては随分状況が変わってございまして、一番左の列、ちょうど 50% 弱ちょっと上のところから大体アルファがプラス圏に入ってございまして、私どものファンドの中でも、E社、A社それぞれ
ということ、
昨年度 1 年間につきましては大変状況が良かったということがわかるわけでございす。

本文のほうに戻っていただきまして、この 3 年間の市況を振り返ってみますと、3 ページ目の図 1 「外国株式の市場推移」というグラフをごらんいただければと思います。前回のマネジャー・ストラクチャーの下で、ちょうど平成 21 年 2 月から運用をスター

トしてございます。当時、リーマン・ショックの余韻も冷めやらぬ時期でございまして、どん底のところから始めて、我々が運用を開始した途端に急にマーケットが戻ってきた。そういう転換期であり、難しい状況からのスタートであったということが言えるわけでございます。

それから、本紙の6ページ目、一番後ろのページをごらんいただければと思います。図6の「外国株式の市場推移」という線が入り組んだグループですけれども、これは業種別にパフォーマンスを見たグラフです。これを見ていただきますと、黒い太い線がありますが、これが金融セクターの市場推移でございます。我々が運用を始めた平成21年3月頃、金融株はどん底にあったわけで、ところがそこから急激に値段を戻してきたという状況でございます。ただ、私どもの採用したファンド、ファンダメンタル分析と申しますか、企業収益の見通しをきちんと分析して、よいと思うものをボトムアップで入れていこうというスタイルが多かったものですから、当時のリーマン・ショック後の状況の中で、特に金融セクターが痛んでおった状況でございまして、金融株を余り入れてなかった。そこについては余り確信が持てなかったということで、ほとんどのファンドで金融株がアンダーウェイトになっていた状況でございました。したがって、金融株が戻った平成21年度は超過収益でいくと大きなマイナスが出まして、平成21年度だけで-2.5%以上のアンダーパフォームとなりました。平成23年度には少し取り返したのですが、結局マイナスで終わったというのがこの3年間の状況だったのかと考えてございます。

本文の2ページ目の3. の・の3つ目に戻っていただけますでしょうか。冒頭、前回のマネジャー・ストラクチャーにおきましては、エンハンスト型の比率を5割まで増やしたという説明をさせていただきました。エンハンスト型をはじめとしますクオンツ運用の特性としまして、定量データの裏づけをもって初めて投資行動が変わってくるという特性がございます。平成21年2月から急に相場が変わってきたという状況の中で、どうしてもエンハンスト型、クオンツ型はマーケットの急激な動きに対して投資行動が遅れてしまい、それで超過収益がなかなか稼げなかったのかと考えているということでございます。

続きまして、4ページ目でございます。こうした過去3年間の運用実績等を踏まえて、今回マネジャー・ストラクチャーに当たってどういう方針で取り組もうかということをご簡単にまとめてございます。第1の反省点としまして、前回、エンハンスト比率は50%にしようとか、アクティブ比率は全体で15%にしようということで、予め比率を決定して臨んでマネジャー・ストラクチャーを行ったわけですが、なかなかそういうやり方ではうまくいかないのではないかと。まずは広く公募をかけて、将来的にリターンが稼げるという確信の持てるものだけを厳しく選んでいき、1つひとつファンドを積み上げていくという方法でやったほうがよいのではなかろうかということが1点目でございます。

次の○で、考慮事項ということをごさいますして、ここまでアクティブ運用、特に外国株式が超過収益を獲得するのが難しいという状況を踏まえまして、前回は20%~15%までアクティブ比率を落としたわけですが、今回もアクティブ比率を15%から下げるのかどうかということが議論の対象になってくるのかと思っております。

次の2つ目の・ですが、公募の方法をごさいます。昨今、運用機関もいろいろ考えて新しい運用手法に基づくファンドを立ち上げておるような状況をごさいます。したがって、多様な手法で運用を行うマネジャーについて排除しないような格好で幅広く応募できるような公募の仕方を考えるのがよいのかということをごさいます。

説明は以上をごさいます。

○植田委員長 それでは、質問等をお願いします。

○稲葉委員 そもそもエンハンスト型の比率を上げようといったときの議論がどういうものだったのかという感じをもう少し知りたいと思えますけれども、いずれにしても、こういう結果になったので、これからは余り比率とか、そういうことについては云々しないで自然体で選んでいこうと、こういうことですか。

●陣場運用部長 はい。当時、エンハンスト、特にリーマン・ショック前の状況では、いわゆるバリュー運用、ある種のバリューバブルと申しますか、バリュー運用が結構はやって成績も良かった時期をごさいますして、エンハンストもバリュー的な考え方に則って広く薄くとっていこうということでもかなり成績が良かった。ただ、今から考えますと、それはバリューバブルと申しますか、過大に評価されすぎていたのではないのかという部分が今から振り返ればあったかと思えます。ただ、リーマン・ショックによってそういうバブルがはじけて、特にバリュー系の運用、エンハンスト型も含めて随分よくなかったというのが起きた事実ということかと考えております。

○小幡委員 アクティブに懲りて減らすということかもしれないのですが、パッシブに移すということ自体がある意味アクティブというか、スタイルを選んでいることですから、ベンチマーク投資というか、いわゆる一番王道のベンチマーク投資がはやっているということは、やや、そこに投資が集中していることでもあるので、今回の見直しの仕方ですが、余りカテゴリーやスタイルにこだわらず柔軟に見てもらう、そういうことでよいのではないですか。

最初の1ページのカテゴリー6つに分かれている。分けていること自体がアクティブというか、何をアクティブというかという問題もあると思うのですが、我々で何らかの判断をカテゴライズでしているわけなので、それが余り良くなかったと解釈すれば、そうすると次回のマネジャー・ストラクチャーで運用機関を選ぶのはえらい大変というか、どうやって選んでよいのか、よくわからなくなるというのもあると思うのです。逆に言えば、そういうアクティブを減らして、トップダウンを減らしてという考え方をきちんと、何について反省しているのかということをごさいますして整理して、余りカテゴリー

ーやベンチマークなしに一生懸命選ぶというスタンスを確認したほうがよいのではないかと思います。以上です。

○山崎委員 前回の実績を拝見すると、個々のファンドのサイズを引き下げたと書いてありますね。これは、ファンドの数を増やすことによって、個々のサイズが減ったということですか。

●陣場運用部長 前回の構成は13ファンドございました。それを14ファンドに、1ファンド増やしていると。ただし、同時にアクティブ比率の引き下げ、20%から15%へということで落としてございますので、結果として1ファンド当たりのサイズはかなり小さくなったところでございます。

○山崎委員 その場合、個々のファンドから、それなりの金額を集めたということですか。

●陣場運用部長 A、J、K以外の10社については全部解約をして、新顔の11社に配り直すということを行ってございます。

○山崎委員 A、J、Kは余り変わらないで、残りでということですね。

●陣場運用部長 少々増えたりもしていますけれども。

○山崎委員 わかりました。

○村上委員 前回、マネジャー・ストラクチャーを行ったときは、3年間ぐらいの過去のパフォーマンスが結構重視されていたのでしょうか。

●陣場運用部長 公募の際には基本的に5年のデータを求めておりますので、ただ、なかなか運用開始間もなく、5年とれないものについては可能な範囲でくださいということをお願いをして、データを見てございます。

○村上委員 3年とか5年でも私は短いなと思っているのですけれども、そのあたりというのはシクリカルに結構上下するようなファンドもあるので、できるだけ、まず1つは長くパフォーマンスレコードは揃えたほうがよいのではないかとこのところがありまして、それでどういう局面でどうだったかというのをよく分析するというのは、4ページにお書きになっているように、ボトムアップ型で厳選するには非常にまた重要な要素になってくるのではないかと思います。

それから、もう一つ、質問なのですけれども、4ページではボトムアップで厳選していく、枠組みにこだわらずということなのですが、ボトムアップで厳選しても、類似のファンドが出てくる場合などは全体のバランスを事後的には考えていくというようなことになるのでしょうか、そのあたり。

●陣場運用部長 前回の反省としまして、ファンダメンタル分析のたけたファンドをとということで、選んだのはよかったのですけれども、
がほとんどアンダーということ
で、結果的に偏ってしまった現象が起きていますので、1つ考えられますのは、公募である程度進んだ時点でモデルポートフォリオみたいなものを取り寄せて、全体としてセクターに偏りがいいのかとか、そういうチェックはできるのかなということを考えております。

○山崎委員 ここに書いてあるようにアクティブ比率を更に引き下げるという方向で考えるということですか。

●陣場運用部長 そうです。

○山崎委員 先ほどの話と関係しますが、何のためにアクティブをやっているのかという気もしないではないのですが、ある程度、ウェイトがアクティブにないと、ポートフォリオとして意味がないような気もするのですが、その辺はどのようにお考えなのか。

●陣場運用部長 これはオルタナティブの議論とも関係しますが、意味あるサイズがないとだめではないかという議論はあるのですが、それでもマイナスになってしまうと元も子もございませんので、プラスがとれる、本当に確信のあるものを選んでいこうという考え方でございます。

○植田委員長 それでは、よろしいですか。

では、引き続き、キャッシュアウトとリバランスについて、委員限り資料3、4に基づいてお願いいたします。

●大江審議役 それでは、私から委員限り3、キャッシュアウト、委員限り4、リバランスをまとめて説明をさせていただきます。

まず、委員限り3、キャッシュアウトでございます。これは平成23年度の1年間を振り返ったものでございます。そちらの表の上のほうですけれども、平成23年度の実績は5兆2,900億円ほどキャッシュアウトがございました。その所要資金は財投債償還金・利金を含む国内債券からの回収を中心に賄ったということでございます。

国内債券につきましては、基本的に財投債償還金・利金、これは5兆円ほど、昨年度の場合ございましたので、これを活用しながら、市場で売却して資金をつくる場合も、債券市場が昨年度を通して安定的に推移していたということで、国内債券を中心に回収を実施したという実績でございます。それが2兆4千億円ほどというのが下の表でござんただけだと思います。

それから、外国株式につきましては、年度末にかけまして株式市場、為替が堅調に推移したということで、下の表でいきますと800億円ほど年度末に回収をしております。

その結果、3月末の段階で、短期資産残高4兆5千億円ほど積み上がっておりますが、これは今年度のキャッシュアウトに充てるためというところでございます。

2ページ、裏をかえしていただきまして、今年度の対応でございますが、キャッシュアウト額は、予算で御説明しているとおおり、8兆9千億円の予定でございます。回収資金につきましては、財投債償還金・利金、昨年度に比べまして2兆円ほど落ちておりまして2兆9千億円。

それから、昨年この運用委員会でも御議論いただいて、満期まで持ち切る国内債券のファンド、名前としてはキャッシュアウト等対応ファンドというような形につけましたが、ここから夏以降、満期償還が出てくるということで1兆2千億円ございまして、都合4兆円でございます。今年3月末のキャッシュと合わせて、この8兆9千億円に充てて

まいりますが、また、今年度末の短期資産の積み上げ状況もございますので、それを考慮しながら平準的にいずれにしても回収を実施していくという考え方でございます。

それから、委員限り4、リバランスでございます。リバランス、仕組みとしては、1ページ目の1. 運用委員会での議論内容でございますように、基本的に一定期間（四半期）毎ということで、リバランスの是非について検討しております。

③それ以外の時期でも何か変動があれば、定期的な検討時期とは別にリバランスの検討を開始するというところでございます。

これも2ページ、裏をかえしていただきまして、3. リバランスの実施についてでございますが、これは定期的な見直しの検討の部分でございますが、

ということをここで書かせていただいております。

その中身としては、当時の資産構成割合でございますが、

ことは適当でないと判断したというものでございます。

説明としては、以上でございます。

○植田委員長 御質問等をお願いします。

○山崎委員 今年度はそれなりに終わったということで、来年度（平成24年度）の対応として、短期資産が、約4兆5千億円残っています。来年は約9兆円要りますということです。4兆5千億円必要ということで、ここに書いてある財投債の2兆9千億円とキャッシュアウト等対応ファンドの1兆2千億円で大体カバーされているということで、キャッシュアウト予定額のほとんどはある程度目安がついている。

問題は、今年度末にどのぐらいの短期資金を持つかということだけですか。

●大江審議役 はい。したがって、平成25年度にどのぐらい寄託金償還、隣に参事官がおりますが、それは国の予算次第でございますので、そういうのも踏まえて、不足するキャッシュを少しずつつくりながら、最終的には平成25年度の予算をよく見きわめて最後調整をしていく必要はあろうかと考えております。

○稲葉委員 これは今年度から来年にかけてキャッシュアウトが8兆9千億円と増えるわけですけれども、今後、将来を展望したときにどういう動きをそもそもしていくのか、こういうテンポで増えていくというふうに考える必要があるのか、ないのかということなわけですけれども。

●大江審議役 その辺は年金局参事官のほうから。

●原口参事官 現状では簡単にしかお答えできないところでございますが、まず、本年度の8兆9千億円につきましては、そのうち年金交付国債が発行され、これを受け入れていただいて、見返りの資産の現金化をお願いするという要素があり、これが2兆5千億

円という額になっております。これを除いて6兆4千億円が従来ベースのキャッシュアウトということでございます。従来ベースのキャッシュアウトに関しましては、保険料収入・保険料率がこれから引き上がっていくというスケジュールがあり、財政検証上は、これに伴ってキャッシュアウトが縮小し、再びキャッシュインの時期を迎えると見通しています。これが減少していく要因の1つです。

それから、今国会に提出しております年金関連の法案で、現在は物価スライドが停止されて特例水準が設けられていますが、これを段階的に解消することを提案しておりますので、これが働きました場合には、現在は単年度で1兆円ほど、本来よりも高い給付水準になっていると推計しておりますが、これに伴う支出の増がなくなるという要素がございます。キャッシュアウトの規模は何より景気動向などの影響が現実には大きいわけでございますけれども、見通せる要素としては、このキャッシュアウトの規模はやや縮小していく方向の要素があります。

また、年金交付国債のことでございますが、平成24年度の措置として法案を提案しているわけでございますけれども、平成25年度に関しましては、どのように年金差額を手当てするか、改めて検討するという位置づけにしております。全く同じスキームですと同じことになるわけですが、この点は、私どもとしましては、勿論できるだけ特会に対して一般会計からキャッシュを繰り入れる仕組みを検討していきたいと考えております。この仕組み次第でということであり、別に毎年度の措置とはなっておりませんので、違う扱いにできるかもしれないということでございます。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、次の委員限り資料5に基づきました平成23年度トランジションの実施について、御説明をお願いします。

●陣場運用部長 昨年度実施しましたトランジションの御報告でございます。トランジション・マネジャーにつきましては、昨年の12月にマネジャープールをつくるに当たって運用委員会で既に御議論いただいたところでございますけれども、これは個別具体的な実施の御報告でございます。

対象が国内株式のアクティブでございます。これは昨年度の総合評価の結果に基づきまして、国内株式のアクティブについて評価の低いファンドから現物で回収しまして、評価の高いファンドに配分するというオペレーションを行ってございます。その際にトランジション・マネジャーを活用したところでございます。

国内株式につきましては、A、B、Cの3信託銀行がマネジャープールに入っております。この3社に対して新たに今回個別具体的な提案を出させましてその評価をいたしております。これが別紙1でございます。次のページですが、A信託、B信託、C信託からのそれぞれの提案に対して評価の高いものから順に

ところでございます。

着眼点としては、

ということで、これは

について審査を行いました。その結果として、
からA信託がトップだったということ
ことをごさいますして、A信託に実施をお願いしたところをごさいます。

本文に戻っていただきまして、トランジションの実施概要というところをごさいます。
実施に当たりまして回収対象ファンド、配分対象ファンドそれぞれ銘柄リストを出して
もらいまして、それを突き合わせた結果、この時点で現物マッチ率が約4割弱(38.93%)
ということで、これはそのまま回収先から配分先に受渡し、残った株について売却をし、
必要な銘柄を買いつけるというオペレーションを3月の中旬に行つてごさいます。

こうして購入した株について、3月の下旬に配分を行つて、年度中にオペレー
ションを終えることができたところをごさいます。

このオペレーションでかかったコストについても、A信託に計算をさせていまして、
A信託が事前に予測してきたコストの範囲内におさまっていたという状況で無事終了
ということをごさいます。

説明は以上をごさいます。

○植田委員長 それでは、いかがでしょうか。

○山崎委員 別紙の総合評価を拝見すると、A信託がトップとなっていますが、これは毎
回同じ結果になり得ると思つていいのですか。

●陣場運用部長 それはその都度、提案をさせますので、マーケットの状況とか、あと、
その都度、証券会社も選定し直しますので、選ばれた証券会社の違いで、結果は多分そ
の都度変わってくると思つてごさいます。

○山崎委員 コストが変わってくるということですか。

●陣場運用部長 はい。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、引き続き、委員限り資料6で、「リスク管理状況の報告」をお願いいたしま
す。

●陣場運用部長 委員限り6で、リスク管理状況につきまして、簡単に御報告をさせてい
ただきたいと思つます。ページでいきますと、8ページの収益額のところをごらんいた
ただければと思つます。昨年度の2月、3月をごさいます。マーケットの状況、大変良
くて、円安・株高が進んだ時期をごさいます。したがつて、収益額の2月のところを
ごらんいただきますと、3兆4千億円の収益が単月で上がったということをごさいま
して、2月の時点で通期1兆6千億円のプラスに転じました。3月の数字につきましては、
今、精査中をごさいます。平成23年度につきましてはプラスの運用成績で終えられ
たのではないかと考へてごさいます。

それから、12ページ、別紙の委員限り6の1枚紙のグラフの資料をごらんいただけま
すでしょうか。こちらは、通常ですと、過去5年間のパフォーマンスをグラフ化してお
りましたが、1月、佐藤委員からの指摘もごさいます。直近3年でグラフをつくりま

したのがこちらの表でございまして、こちらを比べていただきますと、一番違いますのは、国内債券、国内株式につきましては、過去3年間で各社よく頑張っているなど。アクティブ全体で超過収益率がプラスになってございます。ただし、外国株式のアクティブにつきましては、5年間で見ても3年間で見てもマイナスに沈んでいるという状況が見てとれるわけでございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、ご質問等お願いいたします。

○稲葉委員 年度を通してプラスになってよかったですね。

○植田委員長 初歩的な話ですけれども、年度末のデータはまだ出ていないというのはどこに時間がかかるものなのですか。

●陣場運用部長 数字の精査を運用機関のデータと管理機関のデータを突き合わせてチェックしてございます。そのチェックに念を入れているところでございます。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、委員限り資料7に基づきまして、「分散投資効果から見た市場のリスク構造変化の有無について」、お願いします。

●清水調査室長 私から委員限り7について御説明を上げます。

この資料でございましてけれども、3月にこういう短期的なリスクの計測に基づいて、具体的にはリーマン・ショック前とリーマン・ショック後で市場構造にどのような変化があったのかということについて簡単に事務局で御説明をしたわけでございます。

まとめますと、リーマン・ショック後に分散投資が効かないという状況が観測される。これは具体的にはいわゆる分散投資効果がリーマン・ショック前と比べて若干高まっているということ。この理由としては、リーマン・ショック直接の影響ということではなくて、むしろショック後に世界的に行われている金融緩和、いわゆるゼロ金利といえますか、そういう中で起こったものだろうということです。具体的には金融緩和によって流動性クライシスまでは市場は予想していないという中で、いわゆるゼロ金利の下に債券と株が両方ともリスク性資産として認識された結果、同じ方向の動きになったのではないかと。

ただ、そういう中でも何らかのイベントリスク、例えばこれはギリシャ危機もそうでございますし、昨年の8月の世界同時株安もそうですけれども、そういうときにはリスク回避、すなわちリスクオフが起こって、株式から債券、あるいは債券から株式という大きな資金移動が起きているということです。ただ、それ自体はリスクの代替ということで分散投資が効いているものですから、ポートフォリオの全体のリスクはそれ程大きくはね上がることはないといったことについて御説明をしたわけでございますが、その際に、植田委員長からもう少しさかのぼってロシア危機、あるいはLTCMの破綻のときに同じような分析をしたらどうかというような宿題をいただきましたので、今回は2003年以降のデータでしかお示ししてなかったわけですが、今回改めてその前のデータにさ

かのぼりまして計算をしてみたということでございます。

それで、一応計数的にまとめたのが1ページ目でございます。これは結論から言うと、ロシア危機・LTCMの破綻はリーマン・ショックのときのように一斉にほとんどの資産が下落、同じ方向に動くことによって分散投資は効かないという状況であったことが確認されたわけでございます。ある意味、ミニリーマン・ショックのようなことだったと。振り返ってみますと、それらのときにやはり流動性クライシスというのが起こったわけで、キャッシュがある意味キーになったわけでございますので、そのほかの資産が結局下落したという意味においてはリーマン・ショックと同じだということですが、ただ、マグニチュードにおいてはリーマン・ショックほどではないということでございます。

これを見ていただきますと、例えば①のロシア危機・LTCM破綻のときに、ポートフォリオ全体のリスク、これは3.1%だったものがイベント後には7.6%まで上がっています。これはリーマン・ショックのときには、4%だったものが約4倍にまで上がったということで、その効き方のマグニチュードはリーマン・ショックほどではないわけでございますけれども、そのリスクのうち、分散投資効果が占める部分については、実はロシア危機のときには4.7%ということで、リーマン・ショックのときの5.2%に迫る勢いであることが確認されたわけです。

先ほどリーマン・ショック以降のリスクオン、リスクオフということについて、改めて御説明いたしますと、例えば世界同時株安のときには、⑤でございますが、ポートフォリオ全体のリスク、これは外国株式が18.2%というリスク水準が40%まではね上がった。あるいは国内株式についても、17.5%が33.9%まではね上がったにも関わらずポートフォリオ全体のリスクは3.3%から4.3%までしか結局上がってない。これは何かというと、実は分散投資効果の部分が1.9%から、今度は-3.2%ということで、逆に債券と株式の間の資金移動が起こったということで、株が下がる分だけ逆に債券は金利が下がって価格が上昇したことによって、トータルのポートフォリオリスクは抑制されたというところが先ほどの文脈の御説明でございます。

細かく申し上げますと、2ページをお開きいただければと思います。2ページ目のグラフの1、これがいわゆる短期的なリスクを計測するSVモデルによってアジア通貨危機以降の我々のポートフォリオのリスクを計測した結果でございます。これを見ていただきますと、1995年からの状況では、実はロシア危機・LTCM破綻のときに、リーマン・ショック以前では、我々のポートフォリオの短期的なリスクが一番高くなったということがわかるかと思えます。

これを次の3ページ目のここが分散投資効果の部分でございますけれども、これを見ていただくと、ロシア危機・LTCM破綻のときに、ここの分散投資効果がかなりはね上がっているということかと思えます。ただ、これを見ていただきますと、リーマン・ショック前は分散投資効果がある意味、0.00を中心に大体上下していることがおわかりになるかと思えます。これに対しましてリーマン・ショック以降は、そういった分散投資効

果の平均値は若干高くなっているものの、ギリシャ危機や東日本大震災、9.11などイベントリスクのときには逆に分散投資が効くような形で推移していることが確認されています。

そのような意味において、この間の3月に事務局から御説明したような状況は、当分は変わらないだろう。新たにLTCMのときにはミニリーマンだったということが確認されたということでございます。

あと、後ろにつけておりますのが、このたびのギリシャの再燃と申しますか、これを受けて、また市場が若干荒れているところです。具体的にはいわゆるリスクオフの状況になっていて、株は当然下がって、逆に安全資産と言われていた日本の国債でございませうとか、そういうところに資金が逆に還流しているという状況の中で、ここでは5月15日までのデータに基づきまして、先ほど御説明したSVモデルをいま一度走らせて、時間の関係で簡単な資料になってございますけれども、お示しさせていただいたところでございます。

これを見ていただきますと、別紙の一番上、portfolio volatility、これが私どもの基本ポートフォリオのボラティリティでございますけれども、これは5月15日でも、トータルリスクがはね上がっていることは観測されないということは一応確認できるということでございます。

その次が、分散投資効果の部分でございますけれども、これについても同様でございます。ただ、分散投資効果については、よく見ていただきますと、2012年4月以降、下から2番目に拡大したものが出てございますけれども、これを見ていただくと、このポートフォリオのボラティリティ、下から2番目のほうは、実はこの局面でポートフォリオ全体のリスクは逆に下がっていることが確認できます。

あと、一番下の部分、これを見ていただきますと、分散投資効果の部分につきましても、下のほうに動いているということは、分散投資が逆に効いているという状況が確認できます。

この裏の部分が、資産毎のリスクを示したものでございまして、この時期、結局どの場面で一番リスクが高まったかというところ、これは裏の一番上のグラフの赤のFB(フォーリンボンド)、外国債券、これはある意味、当たり前で、ギリシャの再燃によってクレジットの部分に影響が出たということで、外国債券のリスクがかなり上がっているという状況でございます。

一方でDB(ドメスティックボンド)につきましても、この図からは余り動いていない形に見えるのですが、これは御案内のように、長期金利は直近で0.85%ぐらいまで下がっているということで、そういった外国の債券にクレジット不安があるため、そこから流出した資金が日本の国債やスイスフラン等の安全資産のほうに流入し、その結果、このような低金利を招いている。日本の国債は低金利の影響で資産価値が上がっているわけでございますが、それによってポートフォリオ全体のリスクには影響を与えてないことに

なっていることが確認できるということでございます。

このギリシャ危機をめぐっては、新聞報道等いろいろあるところでございますけれども、引き続き、私どもとしては注視しなくてはならないとともに、ただ、今現状では、トータルのポートフォリオリスクというところでは、それ程顕著なリスクの上昇ということはこの段階では見受けられないことをこの場で報告させていただきたいと思っております。

以上でございます。

○植田委員長 ありがとうございます。それでは、何か御質問等おありでしたら。

○能見委員 分散投資効果というのはそれぞれのポートフォリオのポジションによって見方が異なってくると思うのですね。というのは、基本的にはキャッシュポジションと投資のホライズンによって分散投資効果がより大きいのか、そうでないかということが出てくると思います。GPIFの場合にはこの2つについての強みがあるので、逆に分散投資は非常に有効であると。分散投資効果が効かないところもある。投資期間が短くて、すぐにキャッシュアウトが迫る場合、一番状況が悪いときに損切りをしなければならないケースである。分散投資効果を見るときにはどういうポートフォリオ特性があるかということによってこの効果が違ってくる。

GPIFは、非常に重要なのは、分散投資効果をフルに効果的に使えるセクターであるということをよく認識してポートフォリオを構築すべきであるというのが私の意見です。

○植田委員長 この計算は、今、能見委員がおっしゃったようなことは必ずしも十分とらえられないような計算ではないですか。

●清水調査室長 今、委員がおっしゃったことを私なりに解釈いたしますと、これは短期的なリスクということなので、これはこれできちんとウォッチしなくてはならないのだけれども、我々の投資ホライズンというのは極めて長期なので、そういう長期的な構造が変わらなければ、むしろそういうものを享受というか、うまく利用して、よく分散化されたポートフォリオをつくるべきであると、そういう御意見と私は拝聴いたしました。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

●原口参事官 すみません、一言御報告させていただきたいと思っておりますけれども、以前、こちらの会議のほうに、独立行政法人改革の動きがあり、そして GPIF に関して固有の根拠法に基づく法人に移行するという方向が出たということ、2月だったでしょうか、厚生労働省から御報告させていただいたと思っております。その後、今月に入りまして、独立行政法人通則法の改正案が閣議決定されて、今、国会に提案されているという段階になりましたので、個別の法人に関わる個別法と申しますけれども、それについてもこれから検討していかなければいけないという段階になっております。

それで遠からず GPIF の後身の法人ということになりましようか、その法人のあり方について、検討組織を置いて検討するというのを厚生労働省で進めさせていただくことになるだろうと思っております。そうしたことで、資金運用のあり方につきまして、

審議会に専門委員会を設けて御議論をいただいておりますけれども、この法人のあり方を検討するに当たって、運用のあり方について何か大きな動きがあるのかということは今後一応整理しておかなければいけないかと思っております。先ほど申しました個別法を来年の通常国会には提案できるようなスケジュールでこれから検討を進めるべきだと思っておりますので、そういうことになりますと、この夏の段階から総務省とも調整を始めなければいけないというスケジュールになりますので、その際の前提の1つとして、運用のあり方についても、平成22年度に植田委員長に座長を務めていただいたあり方検討会でいろいろ議論いただいて両論併記の部分など含めた報告いただいておりますが、さらに一わたり改めて議論をしておく必要が出てくるのではないかと思っておりますのでございます。

こうしたことがありまして、私は欠席いたしましたけれど、先般、運用委員会の作業班のほうをまた再開していただいて、運用についてあり方を議論いただきました。これから私ども議論する場合に、前提として GPIF のほうでも、中で議論しておいていただければということで、今運んでおります。

法人のあり方について議論を今後始めていく時期になっているということで、とりあえず口頭だけで失礼いたしますが、報告をさせていただきたいと思っております。

○植田委員長 ありがとうございます。

それでは、きょうの議事はこれまでです。事務局から何か連絡事項があればお願いします。

●大江審議役 私のほうから2点。次回の日程でございますが、次回は6月、来月の22日（金曜日）の朝10時からでございます。お間違えのないようにお願いします。場所はこちらの会議室でございます。

それから、2点目は、冒頭申し上げました委員限り3、キャッシュアウト、4、リバランスの資料につきましては回収とさせていただきますので、お帰りの際、机の上に置いて、そのままお帰りいただきますようお願いいたします。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、今日の運用委員会はこれで終了いたします。ありがとうございます。