

## 第 60 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 24 年 9 月 21 日(金)15:00～16:30
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 ・臼杵委員 ・小幡委員 ・薦田委員  
・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

### 4. 議 事

- (1) 平成 23 年度の業務実績の評価結果について
- (2) 平成 24 年度第 1 四半期運用状況について
- (3) その他

●大江審議役 それでは、ただいまから、第 60 回の運用委員会を開会いたします。

まず、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。9 月 9 日付で理事の岡部が退任をいたしまして、その後任として、9 月 11 日付で大久保が理事に就任いたしましたので御報告を申し上げます。

●大久保理事 大久保でございます。どうぞよろしく願いいたします。

●大江審議役 続きまして、委員の出欠状況でございますが、本日は稲葉委員が御都合により御欠席ということでございます。能見委員は少し遅れて来られるという御連絡を受けております。

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、会議は成立していることを御報告申し上げます。

続きまして資料の確認をさせていただきます。議事次第、座席図のほか、

資料 1 年金積立金管理運用独立行政法人の平成 23 年度の業務実績の評価結果について

資料 1. 委員限り参考資料 平成 23 年度 業務実績評価シートに関する自己評価及び評価結果について

資料 2 年金積立金管理独立行政法人平成 24 年度第 1 四半期運用状況

委員限り 1 各資産の運用状況の補足説明（市場運用分）

委員限り 2 外国株式アクティブ運用受託機関の選定（第 1 次審査結果）について

委員限り 3 国内債券運用受託機関 第 3 次審査（案）について

委員限り 4 リスク管理状況等の報告（平成 24 年度 6 月・7 月）

なお、委員限り 3 の国内債券運用受託機関 第 3 次審査（案）につきましては、添付

しております個別の第3次審査（詳細版）という一枚紙につきましては、運用委員会終了後に回収とさせていただきますので、お帰りの際は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。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長をお願いいたします。

○植田委員長 本日は雨の中、どうもお集まりいただきありがとうございます。

それでは、1番目の議題平成23年度の業務実績の評価結果について、資料1、委員限り参考資料に基づいて、事務局からお願いいたします。

●大江審議役 私のほうから御説明いたします。御説明する資料は、資料1でございますが、平成23年度の業務実績の評価結果について、主として説明させていただきますのが、その後に1枚だけ資料1委員限り参考資料というものがついております。このマトリックス表でまず御説明をさせていただきたいと思っております。

その一枚紙見ていただきますと、平成23年度のところが太い四角で囲ってございますが、自己評価のところを見ていただきますと、前回、御報告したときには「S」が4つということで、私どもは自己評価を独立行政法人の評価委員会に案を提示してございます。評定、これは8月に2回独法評価委員会がございまして、その結果ということでございますが、最終的に、Sを4つ提示したところが1つに削減されたというところでございます。なお、平成22年度の評定のところを見ていただきますと、【評価項目5】、真ん中あたりですが、基本ポートフォリオの評定は「B」でございましたが、今回は、そこは「A」になって「B」がないという状況でございます。

内容といたしましては、私どもの自己評価通り「S」のまま残ったものが【評価項目7】年金給付のための流動性の確保というものでございます。これは国内債券につきまして、キャッシュ・アウト対応ファンドをつくりまして、流動性の確保に努めたという部分でございますが、ここが高く評価をいただいたということで、自己評価「S」が、評定として「S」となったものでございます。

それ以外につきましては、薄く網かけいたしておりますが、【評価項目3】運用手法、財投債の管理・運用、【評価項目8】内部統制の一層の強化に向けた体制整備等、【評価項目11】業務運営の効率化に伴う経費削減につきましては、残念ながら「A」評価。ただ、全体としては高い評価をいただいたものと考えております。

なお、資料が分厚いので全部は御説明できませんが、今、「S」がついたところだけ、6ページ目をごらんいただきたいと思っております。この部分は、評価委員会に評価していただいたもののうちの総合評価書と呼ばれるものの一部でございまして、④年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項のイ、年金給付のための流動性の確保、ここが「S」と評価された部分でございます。読み上げさせていただきますと、年金給付に必要な流動性の確保については、市場の価格形成等に配慮しつつ、円滑に資産の売却等を行い、不足なく確実に資金を確保することとされている。平成23年度においては、今後、財投債の残高が減少していく中で、キャッシュ・アウトに対応するため、満期まで債券を

保有しその償還金及び利金を活用することで市場に影響を与えることなく流動性を確保するキャッシュ・アウト等対応ファンドを設置したことは高く評価する、ということでした。その後に分厚い資料がついておりますが、その中で「S」とか「A」とか、といった評価が個別についておりますが、文章上は高く、ということで評価をしていただいております。

あとは、またお時間のあるときにお読みいただければと思います。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○薦田委員 細かいことで恐縮ですが、【評価項目 11】で、去年は「S」から「S」で、今年「S」から「A」で、一応分厚いほうの該当するところを読ませていただいたのですが、去年が「S」で今年「A」、その辺りについて特に御説明いただく点があれば。

●大江審議役 経費の節減につきましては、どういう提案をしているかといいますと、実は一昨年度に外国債券、外国株式のパッシブ運用の見直しをした際に、新たな委託先から極めて低い水準で手数料を提案していただいたということもありまして、平成 22 年度はそこを大変大きく評価をいただいたと。平成 23 年度はそれに加えて、さまざまなほかの工夫や宿舍の売却、いろいろ細々したもの、例えば昨年夏の夏の間の節電に伴って、結果として電気料金が大幅に削減になったとか、そういったものを集めてみたのですが、やった翌年度はいいのですが、2 年間はちょっとということもあったのだろうと思っております、そこは残念ながら、ただ、それでも「A」という高い評価をいただいております。行った翌年度が一番効果は高いということであろうと思います。

○山崎委員 今の話と似ているのですが、【評価項目 3】と先ほどの【評価項目 8】は、去年の自己評価はそれぞれ「A」で、結果ももちろん「A」だったわけですが、平成 23 年度は「A」ではなくて「S」と申請された考え方と実際の評価が「A」だったということについて何かコメントいただければと思います。

●大江審議役 【評価項目 3】につきましては、運用手法ということで、特にエマージング株式の見直しをして、運用の開始は今年度にずれたわけですが、そういった新たなものにも取り組んだということを提案し、また国内債券についても公募を開始して、1 次、2 次審査を行ったということでございましたが、結果としては、エマージング、もちろん株式運用の新たな手法だけれども、実際に運用が始まっていない。そういった工夫をして、その結果がどのようになるのか、今後見ていく必要があると。そういった意味で、「A」はつくけれども、「S」まではなかなか厳しいのではないかと。そういう意味でタイミングだとかいろいろなものがございまして、こういうことになっているのかと思います。

【評価項目 8】内部統制の一層の強化に向けた体制整備等ということで、ここは内部統制の基本方針というものをつくって、しっかり取り組んだということは申し上げたの

ですが、なかなか正直言いまして、内部統制といったお話ですので、定量的にはかれるようなものではないので、なかなか厳しいということもありまして、高く評価していた委員もあったのですが、が分かれておりまして、

残念ながら「A」になってしまったというところはござ

います。

以上でございます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、続きまして、2番目ですが、平成24年度第1四半期の運用状況について、資料2及び委員限り1により御説明をお願いします。

●大江審議役 私から引き続き、資料2と委員限り1、これに関係するものでございます。

まず資料2、横長の資料で御説明をいたします。これは既に公表し、委員にもお送りし、新聞等にも記事が載ったものでございます。

まず、1ページ目の概要で申し上げますと、収益率（期間率）は、マイナス1.85%でございました。これは後ほど申し上げますが、国内外の株価の下落等の影響でございました。

第1四半期の収益額でございますが、マイナス2兆円余となっております。

第1四半期末の運用資産額は108兆1,600億円余といった状況でございます。

1枚おめくりいただいて、3ページのところでございます。

資産ごとの収益率が載っておりますが、今、申し上げました内外株式のマイナスが大きということでございます。国内株式が-9.83%、外国株式が-7.55%。外国債券も円高の影響で-3.46%となっております。ただ、一方で、国内債券は金利低下等もございまして、一応プラスの収益率で、分散は効いているという状況でございます。

1枚おめくりいただいて4ページでございます。

収益額を資産別に見ていった場合には、マイナスの大きかった国内株式が-1兆4,000億円、外国株式-1兆円。

国内債券につきましては、6,000億円ほどのプラスでございました。

6ページの超過収益率の状況（市場運用分）ということで、資産ごとの超過収益率 $\alpha$ の状況でございます。既にこれは毎月のリスク管理の資料でも出ているものですが、四半期という区切りで見た場合のことでございますが、外国債券が+0.13%ということで、アクティブ運用機関が、昨年度はややマイナスがあったわけですが、今期に入りまして、また安定してプラスを稼いできている。

外国株式もプラスということで、アクティブ運用が昨年引き続いてやや好調ということでこういった数字になっております。国内株式は-0.09%ということで、アクティブがこの間、-0.3%になっておりますが、昨年度は大きくプラスを獲得しておりますので、今年度こういう動きになってきております。この辺の詳しい内容は、別紙1、委

員限り1、アクティブ、パッシブ別の資産別のリターンをまたごらんいただければと思います。

それから、7ページがこの四半期の運用環境でございます。

国内株式と外国株式のところをごらんいただきますと、まず国内株式でございますが、4～5月にかけてアメリカ、中国の景気減速懸念、欧州債務危機の再燃懸念、こういったものに伴う円高への警戒感などから下落基調で推移をいたしております。6月には少し戻ったのですが、3月比では下落と、外国株式も同じような状況で、特に5月に下落したというところでございます。もちろん足下はECBの問題、QE3の問題、あと、中国の問題等いろいろございますので、マーケットは引き続き動いている状況でございますが、4～6月の第1四半期は以上のようなところでございました。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いします。

○村上委員 6ページの外国債券のところのコメントに書いてあります担保付き証券等というのは具体的にはどのようなものですか。

●陣場運用部長 具体的にはモーゲージ債です。米国のMBS等のことを担保付き証券というところで書かせていただいております。

○村上委員 わかりました。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、次の議題ですが、外国株式アクティブ運用受託機関の選定（第1次審査結果）について、委員限り2に基づいて御説明をお願いします。

●陣場運用部長 委員限り2、外国株式アクティブ運用受託機関の選定（第1次審査結果）について、御報告申し上げたいと思います。

本件につきましては、6月の運用委員会で公募の実施方法について議論をさせていただきまして、多様なプロダクトを期待するということであえて文言を付かせていただきまして公募をかけたところでございます。先月の15日を締め切りとして集計した結果、幸いなことに57ファンドもの提案を受けたという状況でございます。

今回は書面審査で少し絞り込みまして、57ファンドのうち、結論としては33ファンドを第1次審査通過といたしました。既に外国株式（アクティブ）につきましては、既存13ファンドを私ども持っておりますので、この13ファンドと合わせまして46ファンドについて2次の審査をかけていこうと考えているところでございます。まず、33ファンドの選定のプロセスということでございます。

まず最初に応募資格要件の審査ということで、公募の際に掲げた要件につきまして書面審査を行ったということでございます。順を追ってまいりますと、まず1番目として、金融商品取引法上の登録等があるかどうか。具体的には投資運用業としての業務ができるかということにつきまして、書面で審査をいたしました。具体的には金融商品取引業者の登録票の写しをチェックしております。

その結果といたしましては、全社、この要件は充足していたということでございます。

また、2番目の要件ということで、国内外で直近の年金運用資産残高がグループ全体で1,000億円以上という要件を掲げてございます。こちらにつきましても、書面上、各社この要件を充足していることを確認したところでございます。

続いて3つ目の要件でございます。こちらで実は1ファンド落としてございます。

3番目の要件といたしまして、応募ファンドと同じコンポジットの実績、トラッキングレコードが原則5年以上あり、かつコンポジットの直近の残高が原則300億円以上ということで掲げてございました。こちらは、原則ということで打ち出してございましたので、いくつかの救済措置をとっているところでございます。具体的には2ページ目の(ア)、(イ)で記載いたしておりますけれども、まず1番目として、レコードが5年以上ということ掲げてはありましたが、平成24年3月末時点で4年超であればいいということで基準を若干緩めてございます。これはリーマン・ショックが平成20年9月ということでございましたので、平成24年3月末から4年間ということであれば、平成20年の4月以降のレコードが必要ということになり、リーマン・ショックの時期が含まれます。その時期のリーマン・ショックの荒波を耐えているということであればいいだろう、ということで4年超として救済をしております。

また、クオantz運用、定量的な手法の運用のファンドによりましては、過去のシミュレーションデータも一緒に出してきた社がございまして、そういう社について、実績は短いだけでも、そういうシミュレーションデータをつなげると5年以上となるというものにつきましても、これもいいでしょう、ということで救済をいたしているところでございます。

また、コンポジットの残高の基準ということで、原則300億円以上ということで掲げていたわけですが、こちらにつきましても、多少なりとも残高があればいいということで、かなり要件を緩めたということでございます。

ただ、ここまで救済をいたしましても、1社、シミュレーションデータだけという社がございまして、実績はありません。これはさすがに実績が少しもないというのはいかがなものかということで、このA34というファンドだけ落としたということでございます。

続きまして、4番目の要件といたしまして、再々委託というのはまかりならぬということで書面審査によりチェックをいたしまして、委託した先で全部完結していることを確認しました。こちらにつきましてもはすべて要件を充足していたということでございます。

最後、5番目の要件といたしまして、法令違反・不祥事関係ということでございまして、過去3年以内に資金運用業務に関して著しく不適当な行為をしていないかどうかというチェック項目でございます。

こちらにつきましても、何社か、自主的に申告をいただいた社がございまして、それら

の社についてチェックをいたしまして、いずれも軽微なものが多かったので、これで落とすということは今回いたしておりません。ただ、1社だけ、少し気になる社がございまして、その1社の申告では、インサイダー取引の疑いということで、米国のSECの調査が入っていますという申告があった社がございまして、こちらの社につきましては、SECもまだファイナルなデシジョンと申しますか、最終的なこの調査結果の発表がないということもございましたので、とりあえず1次審査は通しておいて、後日、SECが最終的に判断を下したという時点になりましたら、その時点でその内容等のかんがみて、改めて審査をしようということで、とりあえず1次審査の段階で落とすことはいたしていないところでございます。

4ページ目、おめくりいただきまして、形式要件で1社だけ不通過としましたが、このほか一定の基準でスクリーニングをかけたということが4ページに記載してございます。2次審査で実際に来ていただいてヒアリングを行うことになるのですが、応募のあった57ファンド全部ヒアリングできればいいのですけれども、なかなか時間的な制約もございまして、多少スクリーニングをかけようということでございまして、考え方といたしましては、スクリーニングをかけてみたところでございます。

具体的には ファンドを通過としようということでございまして。今回の応募の特徴といたしまして、多様な運用プロダクトを掲げた効果もございまして、外国株式の運用なのでございましてけれども、日本株を含めたファンドの応募が随分ございました。ベンチマークで申し上げますと、4種類のベンチマークでの応募が今回ございまして、MSCI WORLD、KOKUSAI、ACWI、ACWI(除く日本)という4つのベンチマークの応募があったところでございまして、このうちMSCI WORLDとACWI、これはAll Country World Indexの略称でございまして、こちらについては、worldのほうが日本を含む先進国、ACWIが日本を含む先進国と新興国、というベンチマークでございまして、こういうファンドが多かったということでございまして、最終的に日本を含むベンチマークでの運用を認めるかどうか、このあたりはいろいろ議論があるところでございまして、今回、その結論をなかなか出し切れる状況でもないということでございまして、今回のこの審査の考え方といたしましては、こういう日本株を含んだファンドにつきましては、まず日本株を含んだファンドの超過収益率、さらに、日本株を除いた場合のパフォーマンスについてもデータを全社から提出していただいて、日本株を含んだベースと除いたベースの超過収益率は幾らかという2つの数字を並べて、両方とも1%を超えていれば、ということで選定を行ったというところでございまして。

具体的には、こちらの別紙1の横表をごらんいただければと思います。

こちらの別紙1の1～5ページ目、A1～A46までのファンドを並べてございまして、こちらのA1～A46のファンドにつきましてはベンチマークがMSCI WORLD、またはMSCI KOKUSAI、日本株を含む先進国、または日本株を含まない先進国をベンチマークと

したファンドということでございます。

こちらの1ページ目を見ていただきまして、真ん中から下のところ、応募コンポジットの超過収益率、応募コンポジットの日本株カーブアウト後の超過収益率ということで、2番目のほうが日本株を除いたときの超過収益率ということでございます。これをずらりと並べまして、1%の基準でカットオフをいたしますと、A1～A20まで、3ページ目のA21が飛びまして、A22～A25、これらのファンドが両方とも1%超ということで通過のファンドということになったわけでございます。

続きまして、6ページをあけていただければと思います。こちらの6、7ページは、今度はベンチマークがACWI、先進国と新興国を含んだファンド、その中で日本を含む、日本を含まないというファンドの応募ということでございます。これがB1～B11までファンドがございまして、1%基準ということでカットオフをしたところ、B1～B9までのファンドが通過というところでございます。

本文のほうにお戻りいただきまして、今後のスケジュールということで参考として掲げさせていただいております。2次審査のヒアリングでございますけれども、既にある13ファンドにつきましては、来月の中旬ぐらいからヒアリングを開始しようと考えてございます。また、今回、選びました33ファンドにつきましては、11月頃からヒアリングを始めて、多分2か月弱ぐらいかかるのではないかと想定してございます。

そうした2次審査の結果を踏まえまして、運用委員会の場でもまた御報告をし、3次審査は現地実査、つまり海外での調査ということで、来年3月頃には訪問ができればいいかなというあらあらのスケジュール感でいるところでございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○小幡委員 運用実績年数について、基本5年を4年に変える必要何であるのかがよくわからなかったのですけれども、リーマン・ショックをまたいでいればいいという判断というのは、逆に言うと、リーマン・ショック後、運用環境すごく変わっていて、そこで新しい環境に適用した新しいモデルでやっていると。それはだめで、リーマン・ショック直前に運用を始めた人はいいということですね。

●陣場運用部長 リーマン・ショック前後で相当マーケットの状況が変わったという状況を踏まえて、そういう前後の状況にも耐えられるものを選んでおきたいなという考え方でございます。

○小幡委員 耐えられるというのはどういう意味かというのもあるのですけれども、それは個別に見ればいいと思うので、ベンチマークもありますし、それは5年でなくて4年がいいのだったら、それをとにかくまたげばいいという、そのロジックが理解できません。

●清水調査室長 原則は5年なので、緩和するということだと思っておりますね。

○小幡委員 緩和するのは別にいいか悪いかよくわからないのだけれども、せつかく緩和

するのだったら、原則を緩和するのだから、そうするといいことがあるというか、何か状況が違うので緩和しましたと。その理由はリーマン・ショックをまたいでさえいけば、まあ、いいのではないかという理屈が全くよくわからない。むしろ短くするのだったら、リーマン・ショック後に生まれた別の全く違うタイプも織り込むというのは、期間は短いけれども、それは別の考慮をすれば、その分、ちゃんとチェックできるというロジックでいいような気がするのですけれども。

●陣場運用部長 5年ということで見ますと、ちょっと厳しすぎるといいますか、2次審査で、私どもとしても幅広くいろいろなファンドを見ていきたいという気持ちもございまして、5年ということで杓子定規に考えると、4年ちょっとあるのだけどというファンドが結構ございますので、そういうファンドを不通過とするのかという判断もなかなか難しいかなということで考えました結果、そこは4年超の実績があれば、とりあえず通過させるというところで救済をしたというところでございます。

○小幡委員 それでは、そもそも5年という基準は要らないのではないかという気がしますし、あと、リーマン・ショック直前に始めたというか、別に新しく始めたわけではなくて、運用スタイルを始めたというのもあると思うのだけれども、それは何でそんな時期にどういうことを始めたのか、すごく興味あるというか、そこに割と数が多いということは、そういう人たちがいっぱいいるのかどうかということなのですから、どうということなのか。応募のセレクションバイアスというか、なぜ、そこにあるのかというのが気にするところなのです。

●陣場運用部長 前回のマネジャーストラクチャーを行って、リーマン・ショック後のどん底の時期にスタートしたところ、リーマン・ショック前の好成績と打って変わってスタートで大変苦労したというファンドが随分あったという苦い経験がございました。リーマン・ショックの後で、それまで通用していた運用手法というものが通じないものが出てきた結果として、今の13ファンド、既存マネジャーが苦しんでいるという経験を踏まえまして、リーマン・ショック前と後の動きの大きな変化の中で耐えられたものを探したいということが我々の根っこにございます。そういう観点で、原則として5年と掲げてはいるのですけれども、多少緩和して、リーマン・ショックを挟んだ4年ぐらいあればいいのかな、というところでございます。

○小幡委員 そういうロジックだったら緩和しないほうがいいと思う。1番の質問は、4年超5年未満のファンドは結構いっぱいあるということは、なぜ、そういう現象が起きているかということで、応募するという行為に対するセレクションバイアスなのか、それともその時期にスタートしたファンドが世の中に多かったということなのか、あるいはそういうファンドは生き残ったけれども、なかなか顧客がつかないから困っていて、どんなチャンスでも物にしようとして積極的に応募しているのか、いろんなロジックが考えられるわけですから、その理由が知りたいですね。わざわざ4年まで緩めているということは、そこに結構玉数があったということだと思ふ。1つ救うために何かしたと

というようなことでないとする、あるいは救いたい理由があるということは、この時点では数を確保したいということかなと思うので、そこは理由の分析は聞きたいところがあります。

- 大江審議役 ちょっと補足いたします。基本的に5年で、まず切っている理由としては、本来は長ければ長いほうが当然いいわけですから、それは10年、20年あったほうが、定量データだけである程度検定をすれば出てくるというのは教科書的な話なのですが、ただ、実際にはいろいろな新しい運用もできますし、それから、できるだけいいものを見るという意味ではそんなに長くもできない。そのぎりぎりのところが5年というところでこれまでやってきたというのが正直なところでございます。

ただ、5年に機械的に数か月足りないので切っているのかとか、あるいはクオンツ運用でかなり再現性が高いものは、ある程度定量データで確認して、新しくても拾うことができるものがあるのではないかとということでございます。

そういった中で、リーマン・ショックというのが今回出てきているのは、当然私どもが採用するということがプラスのリターンがないと応募できないということで、結果的に、結構昔から運用を行っていても、リーマン・ショックの後、うまくいってないから応募してこないのかどうか。そこは応募してこない理由はなかなかわからないところがあるのですが、結果的に4年ちょっとのあたりに固まっているというのはあるのだろうと。ただ、その中でも少し長くて、リーマン・ショックをどう切り抜けたのか、見たいというのが正直なところでございます。

あとは、最終的に、今回そもそも外国株式アクティブが全体的に $\alpha$ を獲得できているところが少ない。既存でもかなり少ない。そういった中で、いろいろ御意見ある中で、我々としたら、ヒアリングをしてみなければわからないところが随分あると思っておりますので、できるだけ今回は機械的に切るというよりは、逆に話を聞きたいのだけれども、せいぜい50ファンドぐらいが限界だろうなということで、いろいろ考えてみた中で、長さや数字で切るというのが、大体効率的・合理的な線引きかなということで、できるだけ拾うという中で、セクションをしたというのが、こういった結果である。総合的にはそういうふうに考えております。

- 佐藤委員 私も幾つか質問があるのですが、私は小幡委員と同じように、救済を行う根拠、それは多様な運用機関を拾いたい、だからまず1次で自動的に落としたいので緩めましたということで理解したのですが、出てきた現象として、4年ぐらいのところというのは非常に興味深い。

まず、お聞きしたいのが、前回、選考したときに落ちた運用機関が応募してくるという敗者復活のようなものはあったのか。そうでなければ、前回落選したプロダクトでは今回もだめであろうから、運用機関側のほうで何か通りそうなものを見繕ってきたのか、ということが1つあるのですが、そこはどのようなのでしょうか。

質問が沢山ありますので、一つずつ切った方が良いですか。

- 陣場運用部長 前回、応募してきたものが、再度応募してきたというものは3ファンドございました。それらのファンドについては、前は2次審査又は3次審査のところ、落ちてしまったわけですが、今回、また来ているファンドは3ファンドだけあるという状況でございます。そちらにつきましては、今回のパフォーマンスの基準でそのうち2ファンドは残念ながら落ちましたけれども、1ファンドは今回も残っているという状況でございます。
- 佐藤委員 前回の選考のときから、今回そんなに年数がたってないのですけれども、なぜこれ程、たくさんファンドがまた出てきたのかなという1つの答えが、運用期間がちょうど4年ぐらいのものが多くてということなのかと思います。1つ、再現性というところで気になるのは、例えば具体的に言うと、別紙のA3というファンドなのですが、実際の運用期間が5年のうち半分ぐらいあればシミュレーションで再現性はわかるのですが、1年ぐらいしかないのに、再現性の高い運用と評価できるというのはどうしてなのでしょう。
- 陣場運用部長 これはかなり機械的な運用手法なので、シミュレーションは運用手法と同じ方法で行っていますと、書面上はそういう書き方ではございましたので、1次の段階ではこれは一応書面に書かれていることを我々として受けとめて通しました。ただ、佐藤委員がおっしゃるとおりで、2次の審査においては、本当に再現性のあるものか、このシミュレーションのやり方で、取引コストを考慮しているかとか、その辺のことはずっと念入りにチェックが必要だろうと思ってございます。
- 佐藤委員 これから検証されるということですね。
- 陣場運用部長 はい。
- 佐藤委員 似たようなことが、違う切り口なのではございますけれども、例えばA10のファンドですと、運用残高が30億円しかなくて、1999年からやっていたと。超過収益率を見るとかなり良いのですけれども、こんなに良いファンドが何でそんなに人気がないのか、30億円しか残高がないのか、という点はきちんと2次審査、3次審査で検証されるということで良いわけですね。
- 陣場運用部長 確かにパフォーマンス上位のファンドを見ますと、残高の多いのもあるのですけれども、規模の小さいファンドが結構多いというのはおっしゃるとおりでございます。私どももといたしましても、こういう小さいファンドですと、旗艦ファンドでない可能性がある。そうすると社として本当にリソースを注ぎ込んでくれるのかという懸念が当然ございますので、その辺は2次審査で、本当にこれに力を入れてやってくれるのかということは一つこく聞いてまいりたい。
- 佐藤委員 ほかの商品についても言えるのですけれども、その運用機関が都合のいいものだけを出して応募してないかどうかというところは、よく2次審査、3次審査で見たい。あと超過収益のスクリーニングですが、これも1%という根拠が私はよくわからないのですが、よく言われるのは、運用は過去サイクルみたいなものがあって、

過去、超過収益が悪くても今後頑張れますとか、そういうスタイルもあると思います。そこを足切りしてしまうと、そういう隠れた商品が落とされているリスクがあるのではないかと思うのですけれども、いかがでしょうか。

●陣場運用部長 そこは大変難しいところでございまして、1つは、1%ということで、運用手数料控除前の数字でございますので、1%ぐらいはないと手数料引いた後に超過収益が余り残らないのではないかとということがございます。本来でしたら、本当は57ファンド全部聞きたいぐらいの気持ちではございますが、現地から来ていただいてヒアリングとなると結構手間がかかると申しますか、1回2時間ぐらいのヒアリングを行って、1日2ファンドできればいいという、そんな状態でずっと続けますものですから。また、既存の13ファンドも同じようなヒアリングを今回行わなければいけませんので、そういうことを考えると、30ファンド程度に涙をのんで絞り込んだというところです。

○佐藤委員 わかりました。あと、これはコメントになるのですけれども、リーマン・ショックを含めるということについて、私は強く同感します。やはり運用を見るときに、運用スタイルによってもまちまちなのですが、1つ気をつけたいのは、難しいときも良いときも乗り越えて、どうだったかという実地的な検証、そのような局面を含まない場合には、どうして良いところだけでやってきた運用が難しい局面、難しいのは2008年とは違う難しさが今後来るかもしれないのですけれども、そこをどうやって乗り切っていくのかという見極め、そういうところを2次審査、3次審査でしっかり確認していただけるようお願いしたいと思います。

以上です。

○山崎委員 お話を伺っていると、最初の応募資格のところでは、なるべく間口を広げたいと。とはいいいながら、たくさん面接するのは無理なので絞るという結果になっているという理解なのですが。その中で、A25と26を並べてみると、A25というのは残高3億円で6か月しかやっていないが、パフォーマンスが両方1.13%です。A26は1,500億円の残高で、2006年からやっている。しかし、パフォーマンスが0.93%と1.10%だから落ちてしまったということになっていて、えっ、これでいいのかなという気が私はするのですが、どういうお考えでしょうか。

●三谷理事長 本当にどこかで切るということになると、目をつむって切らざるを得ないということになってしまうのですね。これでA25を落としてA26を入れると。ただ、その根拠は何だと。金額が大きければいいだろうという話になって、結局なかなか切るに切れなくなってしまうので、最後はどこかで線を引いて、それ以外のところは目をつむるしかないかなということだと思います。おっしゃることは、まことにごもっともではあると。

○山崎委員 何となくA26を追加で入れたほうが良いような気がするのですけれども、わかりました。

○植田委員長 どうぞ。

○村上委員 先ほど佐藤委員がおっしゃったように、本来はいろいろな局面のデータがもっとあって、それらに対応できているファンドかどうかということを通じた期間を通じて見るというのが一番いいのだと思うのですね。リーマン・ショックがあったり、最近のEUの諸問題があったり、この5年間というのはかなり特殊な市場構造になっている時期かもしれないとも思います。逆に心配するのは、そのような5年間のところで判断したものが、将来にわたって超過収益の源泉として認められるのかどうかということであり、その判断は、今度は評価する側のほうが主体的に行っていかなければならないということになってくると思うのです。そのところにどのような見解を持って評価を行うかということが一番大事なことになってくるのだと思います。ですから、本来はもっといろいろな局面を観察したほうがよいのだと思うのですが。

そのように考えると、コンポジットの運用開始からの期間が非常に短いファンドが多過ぎるなという印象を私は持っています。結局、国のこの大事な年金の資金を預けるには設立後間もないファンドが多いのではないかと。そうすると、評価・判断を行うときにクオリティーの審査というものの基準、すなわち将来性の判断の基準をよほどしっかりさせなくてはならないのではないかと。思うのです。

●陣場運用部長 おっしゃるとおりでございます。今回、設立から期間の短いもの、コンポジットとしても規模の小さいプロダクトが結構上位に来てしまっているなということもございまして、パフォーマンスで切るとしたら、もっとバーを上げて切るという方法もあるわけですが、そこまでしてしまうと、本当に上位の少々個性的なものばかりが出てきてしまって、そこはセレクションの幅が狭くなってしまいうということもございまして、できるだけ我々の能力的に可能な範囲で1%ぐらいまでバーを広げて、手広く見ていこうというのが今回の選定の考え方と御理解いただければと思います。

おっしゃるとおりで、クオリティー、リーマン・ショック前後の切り抜け方とか、それが将来にわたっても有効な手法なのかどうかといったところは、特に注意をして2次審査、3次審査と見ていきたいと考えてございます。

●大江審議役 補足をさせていただきますと、多分委員がおっしゃっているのは、5年より長い期間があるところは5年以前のものをきちんと見ろという御趣旨かなというふうにも感ずるのですが、ですから、例えば私どもが毎年度評価している総合評価は、どうしても同じ期間で、リンゴはリンゴ、ミカンではミカンで比べなければいけないので期間をできるだけ同じにしていますが、長いところは、今回定性で見るわけですから、5年よりさかのぼって、10年、20年あるのだったら、その中のいろいろなイベントをどう切り抜けてきたのかも含めて見ておくことはむしろ必要なのだろうと理解しております。もちろん陣場部長も同じ思いだと思いますが、そういうことであろうと思います。

○村上委員 もう一つは、5年しかレコードがないものについても、その運用戦略を想定したときに、さまざまなイベントを乗り切れるような戦略なのかどうかということにつ

いても確認が必要なのではないかということだと思います。

○白杵委員 これだけ議論が出るということは、いかにアクティブファンドの選択が難しいかということを示しているのだと思います。私も同じようなことを1つ、少し違うことであと1つコメントをさせていただきます。

1つは、皆さんおっしゃっていることと重なる点なのですが、シミュレーションデータしかないところについては相当慎重に御判断いただければと。リーマン・ショックのようなときは、取引コストなど、流動性が相当枯渇するというか、厳しくなりますので、単なる取引コスト以上にマーケットインパクトなども含めて、特に順張りの動きの運用の場合にはかなり気をつけるということです。それから、規模について申し上げると、規模の不経済というのは多分アクティブファンドの場合にはありますので、そこは小さいところはかなりやりやすいけれども、大きくなるに従って難しいというところは気をつけていただければと思います。

もう一つ、違う点は、ベンチマークなのですからけれども、これは2次審査、3次審査ということだと思うのですが、今の基本ポートフォリオがあって、そこからパッシブ・アクティブと選んでいくことを前提とすると、また、日本株と外国株を分けること自体に余り賛成ではないのですが、それはそれとして、今、そういうふうに分けられていることを前提とすると、日本株除きのものが、まず定量判断する場合には先に来る。そこでインフォメーションレシオなり何かを見ていくのかという気がしています。

以上です。

○植田委員長 それでは、大体よろしいですか。小幡委員のコメントがありましたけれども、おおむね皆様は、例えばリーマン・ショックのようなマイナスの時期をどういうふう乗り越えられたかというのは、一応1つの大事な基準であるという御意見だったように思います。

○小幡委員 私の趣旨は、短くしろという趣旨ではなくて、4年超5年未満のところのビンテージが多いというのは、そののなぞを考えてもらうほうが。

○白杵委員 どうせ広げるのだったら1年でもいいではないかとか、そういうことですか。

○小幡委員 いや、そういうことではないです。そうなった理由ということは、4年超5年未満のファンドがすごく多いということですね。それはなぜかをファンドのビンテージで考える必要があると思います。

●清水調査室長 6ファンドということですので、その辺を言っているわけですので、5年を4年に短くすることによって、6追加されたと。

○小幡委員 でも2006年に始めたところは数えるとか、例えば5年数えるとか、何らかの理由があると思うのですね。逆にいえばリーマン・ショックが起きた直後はだれもファンドをつくらないから、余りないでしょう、普通に考えれば。だから、ビンテージは結構その後のパフォーマンスに影響するかどうか。それは何となくアカデミックな発想なのですからけれども、意外と形にあらわれない、ビンテージによる特性というのがあるのか

などということでお聞きしたので、基本的に反対はしてないです。

○宇野委員長代理 それでしたら、2007年の夏にクオンツ運用のパフォーマンスが非常に悪かった時期があったと思うのですね。この6つのファンドはその直後にスタートしているという意味でいくと、クオンツモデルの見直しをその時点ですて、それが今日につながっているのかどうか。そのモデルがリーマン・ショックであるとか、今日までのいろんな危機を乗り越えてきているということは、ある程度、その後のマーケット環境に適合してきているというふうにも判断できると思いますので、なぜ、その時期にスタートしたのかという情報を次回お集めになってはいかがでしょうか。

○臼杵委員 つけ加えですけれども、ベンチマークは日本株除きですけれども、投資対象自体は別に日本株を入れても、場合によってはエマージングを入れても、それはマネジャーの裁量でいいのではないかと思います。

○植田委員長 それでは、2次審査以降、いろいろ出た意見も考慮いただいて、しっかりやっていただくということをお願いしたいと思います。

●陣場運用部長 かしこまりました。

○植田委員長 それでは、引き続きまして、国内債券運用受託機関 第3次審査（案）について、委員限り資料3に基づいてお願いします。

●陣場運用部長 委員限り3、国内債券運用受託機関 第3次審査（案）についてということでございます。こちらにつきましては、6月の運用委員会で、国内債券のパッシブ・アクティブ、既に審査をいただいたところでございますが、ここで掲げておりますA11というファンドにつきましては、金融庁による行政処分の状況がわからないということで審議を留保ということにさせていただいたところでございます。

こちらの社につきましては、インサイダー取引の事実があったということございまして、今年の3月に証券取引等監視委員会から勧告が出たという状況を踏まえまして、私ども直ちにその社のファンドについては全部配分停止という措置をとり、6月の運用委員会でもまだ処分の状況がわからないということで審議を留保ということにさせていただいていたところでございます。

その後、この社につきましては、第三者委員会ですとか、特別調査委員会を社内に設けまして、インサイダーの事案に対する原因究明、再発防止策について社内で入念にまとめた結果を金融庁に報告されて、金融庁もそれを受理したという状況でございます。また、インサイダーの事案そのものにつきましても、最終的に金融庁からの課徴金の納付命令が出まして、7月に入って課徴金の納付も行われたという状況でございます。

8月に、この再発防止策の実施状況について金融庁に報告をしたということございまして、社内での自主的な改善努力が評価されて報告命令で済み、再発防止策についても金融庁としては了解したと。その再発防止策の定着状況について、定時に報告しなさいという命令にとどまっているという状況が続いてございます。

その再発防止策の実施状況の報告を8月に行ったという報告を受けまして、私どもと

いたしましても、再発防止策はしっかりできているかどうかということを確認しようということで、現地に行ってまいりました。その上で真摯に再発防止策の実施に取り組んでいるという状況を、私ども自分の目で確認いたしました結果、今回、3次審査ができる状況となったのか、ということで本日議題に挙げさせていただくというところでございます。

こちらのA11のファンドでございます。クリップ外していただきまして、縦長の個表をごらんいただければと思います。こちらの社のA11のファンドでございますが、  
ファンドでございます。

投資方針等は非常にしっかりとリスクをとる運用でございまして、投資方針・運用プロセスについては  
がつけられたと考えているところでございます。

また、組織・人材の面におきましても、非常に経験年数の長いファンドマネジャーでございまして、クレジットアナリストが配置されておりまして、この点でも文句なしという状況でございます。

次にコンプライアンス、事務処理体制ということでございますけれども、こちらはネガティブチェック項目ということでございますけれども、インサイダーという事案がこの会社で起きて行政処分がなされたということではございますが、業務改善に向けた努力が非常に真摯に行われているという観点から、コンプライアンス・事務処理体制としては  
というわけにはまいりませんが、ネガティブチェックで落としてしまうには至らないのかなという判断しているところでございます。

続きまして、3次審査ということで、運用手数料の評価ということでございます。こちらの社につきましても、既存契約のある先でございまして、手数料も標準的な手数料で、特に高いということもございませんので、この点も問題なしという判断をさせていただきます。

それから、本文の別紙2をごらんいただけますでしょうか。3次審査の判断といたしまして、スタイルの分散という観点で申し上げますと、このA11の社のファンドは、  
に当たるわけでございますが、我々の現在のマネジャーの分散から見ても、意味のある分散が期待できると考えてございます。また、パフォーマンスの相関、超過収益率の相関ということで、既に選定されている社の超過収益率の相関を掲げてございます。それ程相関が低いということでもないのでございますが、高いこともないということで、パフォーマンス相関の点からは特段の問題ないと判断をしているところでございます。

私から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。特にございせんか。

それでは、この案件はこれまでにさせていただきまして、次にリスク管理状況等の報告について、委員限り4に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 その前に1点、補足をさせていただきたいと思います。今回の御審議の結果を踏まえての補足ということで、先ほど申し上げましたとおり、この社のファンドにつきましては、今、配分停止と、新規資金を追加しないという措置をとってございます。具体的には外国株式のパッシブファンド、外国債券のパッシブファンドにつきまして、3月のインサイダー問題の発覚の時点から引き続き配分停止という措置が続いているのでございますが、今回、このアクティブファンドについて採用決定という判断を踏まえまして、配分停止の措置についても近々解除したいと考えてございます。

もう一点、補足でございますけれども、実はこの社につきましては、去年の11月のエマージングのファンドの選定におきまして、採用を決定していたところでございますけれども、本件の法令違反の事案の関係で、新規資金を配分できないという状況が続いておりますので、このエマージングのファンドにつきましても、少しタイミングを図らせていただいて資金を投入したいと考え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、リスク管理の話をお願いします。

●陣場運用部長 リスク管理状況等の報告でございます。かいつまんで御報告いたします。まず、8ページ目をごらんいただけますでしょうか。

今年は欧州情勢に大変左右される年でございます。先ほど第1四半期から7月1か月間の状況でございますが、7月におきましてはスペインの地方債務の問題が火を噴いておりまして、その関係で円高が、特に対ユーロで随分円高が進んだという状況が7月にございまして、その影響で、国内株式が随分下がってございます。

9ページをごらんいただけますでしょうか。

7月単月で、総合収益額のところで見ていただきますと、国内株式でマイナス5,500億円ということでございまして、これでほとんど7月の負けが説明できてしまっているという状況でございます。この結果としまして、市場運用分で通期累計ではマイナス2兆6,000億円という状況でございました。

ページを戻っていただきまして、1ページ目をごらんいただけますでしょうか。

国内株式が5,500億円、時価が下がった影響を受けまして、基本ポートフォリオの乖離というところで見ていただきますと、特に国内株式、7月は逆に国内株式のオーバーウエイト幅が縮まって、その分、基本ポートフォリオには近づく結果になったということでございます。その反射的な効果といたしまして、国内債券のアンダーウエイト幅が、6月のマイナス3.25%~マイナス2.74%まで縮まっているという状況でございます。

それから、2ページ目でございます。

運用資産全体の時価総額、7月は国内株式の下落を主因としまして、トータルの資産額107兆円ということで、前月より少し縮んでしまったというところでございます。

続きまして、3ページでございます。

運用資産全体のリスクということで、一番上の箱の推定相対リスクで見ていただきま

すと、6月の時点では基本ポートフォリオから0.6%の推定相対リスクを持っておりましたが、国内株のオーバーウエイト幅が縮まったことを受けまして0.54%、少し下がったというということでございます。

また、4ページ、資産毎のリスクということで、各資産の推定トラッキングエラー、これは前月から比べて大きな乖離はないという状況でございます。

続いて7ページ目をごらんいただけますでしょうか。

流動性リスクということで、各資産のベンチマーク市場規模ということで、今回から新しくエマージングを加えて、外国株式の中をKOKUSAIの先進国とエマージングの新興国との2段書きにさせていただきまして、エマージングの時価総額と当法人の比率を掲載させていただいております。

それから、流動性リスクという観点で申し上げますと、相変わらず国内株式の流動性が非常に細っている状況でございます。7月時点で1日当たりの売買代金、辛うじて1兆円というような状況でございます。大変流動性の乏しい相場が国内株式市場では続いているということでございます。また、下のILLIQの数字も流動性の低いところの数字で張りついているという状況でございます。

続いて11ページ目をごらんいただけますでしょうか。

各資産毎の超過収益率の状況でございます。第1四半期のディスクロージャーでは、国内株式が少し今年は苦戦という状況でございます。7月単月で見ますと、単月では内外株式、内外債券とも超過収益率はプラスという状況でございますが、累計で見ますと、特に国内株式のアクティブがやや苦しい状況が続いていまして、これにつきましては我々も注視して管理をしていきたいと考えてございます。

また、外国株式のところでお注目いただきたいのが、6月の下旬にエマージングについては新規資金を投入いたしました。7月からはパフォーマンス評価を開始ということで計測をいたしてございます。7月単月で見ますと、MSCI-EM、-0.65%ということで、スタート時の銘柄選択がうまくマーケットにマッチしていない状況でございます。7月単月ではマイナスになってございますけれども、これは長期的にウオッチしながら管理をしていきたいと考えてございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○臼杵委員 今回のエマージングの話は、11ページのここに出ているということですか、7月のところに。

●陣場運用部長 11ページの7月分の外国株式アクティブの中のMSCI-EMという欄のところでございます。

○臼杵委員 アクティブトータルには両方入っている。

●陣場運用部長 アクティブトータルは両方入っております。

○臼杵委員 ここはどちらのベンチマークなのですか。

●陣場運用部長 これは複合ベンチマークで合算したものでございます。アクティブトータルでは、今年勝ってございます。まだ、エマージングは規模が小さいので、アクティブ全体としては影響が小さいというところでございます。

○白杵委員 12 ページの右下、これには入ってないということですか。

●陣場運用部長 これには、まだエマージングはスタート間もないので、ドットグラフには入れてございません。

○白杵委員 わかりました。

○植田委員長 よろしいでしょうか。

○宇野委員長代理 2つ、今後、検討していただきたいと思っていることがございまして、ちょっと申し上げさせていただきたいと思います。

1つは、日本株のパッシブ運用のベンチマークのことで、TOPIX で運用してきているわけなのですが、昨今の卑近なことでいいますと、東京証券取引所・大阪証券取引所が合併するというので、大証一部銘柄が来年の7月に TOPIX に組み入れられるという方針だということを知っております。これ自体は二十数銘柄ということでウェイトの上からいってもそんなに大きな影響はないと思うのですが、今、TOPIX をベンチマークにして運用しているということは、取引所の業務上のさまざまな上場基準の変更であるとか、そういうことがパッシブ運用のベンチマークを変更することにつながっていると、こういう状態になっていることが、このままでもいいのかなという疑問を感じております。2008 年のリーマン・ショック以降、日本株自体に対する見方もグローバルに変わってきておりますし、日本株のパッシブ運用を非常に大規模にやっているという GPIF としては、パッシブ運用のベンチマークというのが今までどおりでいいかということについての確認をしたほうがいいのではないかと1つ思っております。

もう一つは、日本株の取引市場に PTS 市場（私設取引システム）というものが最近加わってきてまして、取引所外で上場株が売買されるウェイトが6%とか7%まで上がってきております。実は、これは今のところ、機関投資家が参加しないでこのウェイトになっておりまして、今年の10月から、これまで機関投資家が参加しにくかった TOB の5%ルールというのがあるのですけれども、これが対象外になりますと廃止になりますので、ある意味で機関投資家も取引所と PTS 市場をにらんで、日本株を執行することができるようになります。これでウェイトが高まるということが予想されるわけなのですが、金商法上で最良執行義務というのが一応証券会社に課されていて、証券会社は基本的に銘柄毎に主市場を定めてそこで執行するというのを原則としてやっています。ということは、PTS 市場にいい価格があっても、ある銘柄、東証主市場、あるいは今度は日本取引所主市場ということであれば、それ以外見なくてもよいというような形での執行することになるので、パッシブ運用にとって、執行コストを下げる機会があるのであれば、それはできるだけ活用していくことが望ましいわけで、GPIF としては積極的に運用者に対して、そういったことに対してどういう対応をするつもりなのか。今後、それ

を活用することによって、執行コストが下がるのかどうかということに対するモニタリングをきちんとしていく必要があるのではないかと。これまででもフィーという形でのコストを削減する努力は十分にされてきていると思うのですが、マーケットでの執行における取引コストを下げる機会がこれから広がってくるのであれば、それに対しても積極的に柔軟に、積極的というよりは柔軟に対応できるような形に運用機関との間の話し合いといいますか、していったほうがいいのではないかとちょっと思っております、そういったことについての検討を是非していただきたいと思っております。

- 陣場運用部長 今、2点ちょうだいいたしました。まず TOPIX のお話で申し上げますと、東証にもいろいろ問い合わせさせていただいて、今回の東証・大証の合併ということに関していいますと、問題になりますのは、御承知のとおり、大証と東証銘柄がほとんど重複しております。問題になりますのは大証単独で上場しているという銘柄が TOPIX のほかに加わってくるということで、ベンチマークのつくりが少々違ってきますという問題がございます。

現状、大証単独上場銘柄が 30 銘柄でございます、これ、時価総額全部合わせましても 2,000 億円強ということで、今は TOPIX の浮動株ベースの時価総額を 166 兆円からすると 0.13% ということで、それ自体としては大きな影響はないのかなと考えてございます。ただ、おっしゃるとおり、日本株の位置づけでございますとか、東証の都合で中身が変わってしまうといったような問題、いろいろ課題があろうかと。ただ、TOPIX につきましては、基本ポートフォリオのベンチマークになってございますが、そこは慎重な議論が必要だろと思っております。ただ、今、外国株式のマネジャーストラクチャーを行っている最中でございますが、順番でいくと、次が国内株式の見直しの時期に差しかかってくるわけでございますので、この中でベンチマークについても、できるところについて見直しをしていければなと考えているところでございます。

2つ目の問題提起で PTS の問題でございます。5%ルールの緩和ということで、これが 10 月からになりますが、どうもかなり証券会社も利用の頻度を上げようという動きがあるというところでございます。私どものスタンスでございますけれども、従来、我々は最良執行をお願いしますということで、取引市場を東証に限ってくださいとか、そういうリクエストは一切しておりません、最良執行を徹底的に追求してくださいということでお願いしているところでございまして、既に一部、我々の把握しておりますエージェンシー取引の1つとして PTS を通じた取引をなされている社もございます。今回、運用機関にいろいろヒアリングを行ったところ、規制緩和のことは全社承知してございまして、発注先の証券会社に対して PTS はどんどん使ってくださいということで、各運用機関とか、証券会社に申し上げているという状況でございます。恐らく 10 月以降、流動性が増えてきて、いい値段が出てくるという状況になりましたら、多分利用度合いも、今、12 社、国内株式の運用機関ございまして、そのうち、PTS を実際に利用しているところは 3 社しかないのですが、今後は広がっていくのかなと考えているところでござ

ございます。

○宇野委員長代理 先ほどの外国株式の運用機関のところ、日本株も運用しているところがあると。この日本株は TOPIX でなくて違うインデックスでやっていますね。そのパフォーマンスと過去の GPIF のパッシブ運用の TOPIX をベンチマークにした運用のパフォーマンスがどんな状況になっているのかというのは非常に貴重な、ベンチマークを変えるとどういう違いが生じ得るのかということを知る上では貴重な情報があるのかなと思いましたので、ぜひ分析していただければと思います。

○植田委員長 ほかの委員の方々、この辺、何か御意見おありですか。よろしいですか。それでは、御検討いただくということで、ほかに何かございますか。

○山崎委員 国債が出せない状況で、政府は支出を絞るとかやっておられますが、こちらの年金のほうに影響してくることはあり得るのですか。

●大江審議役 多分最終的には参事官にお答えいただくことになると思うのですが、要するに年金交付国債が、今度は特例年金国債、つなぎ国債に変わるかどうか。これは法律と補正予算次第ということになるかと思います。したがって、それがいつ成立するのか、あるいは本当に最終的に成立するかどうか、それは政治状況次第だと思いますが、ただ、その場合はそれができなければ、当初の予定どおりの額で私どもにキャッシュ・アウトの請求が来る。成立すれば、請求の額が減るということですので、両様の構えを持ちながら、よく年金局サイドのほうからも情報をいただきながら対応しているというのが状況でございます。ただ、今の時点では私どものほうから申し上げられることはないのですが、いかようになっても対応できるようにはしたいと考えております。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは議事はこれまでですが、事務局から何か御連絡あればお願いいたします。

●大江審議役 2点ございます。1点は、次回の日程でございますが、次回は11月5日(月曜日)でございます。時間は2時からでございます。場所はこちらの会議室でございます。

2点目は、冒頭申し上げましたとおり、資料のうち国内債券運用受託機関選定 第3次審査(詳細版)、1枚紙につきましては回収とさせていただきますので、机の上にそのまま置いてお帰りいただきますようお願いをいたします。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、今日はこれまでといたします。ありがとうございました。