

第 65 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 25 年 3 月 21 日(木)16:00~18:00

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
・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 25 年度計画 (案) について
- (2) リスク管理状況等について
- (3) その他

●大江審議役 時間前でございますが、おそろいでございますので、ただいまから第 65 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、本日は全員御出席いただいております。過半数を超えておりますので、会議は成立をしておりますことを御報告申し上げます。

資料確認でございますが、お手元の議事次第、座席図のほかに、

委員限り 1 平成 25 年度計画 (案)

委員限り 2 (要約) オルタナティブ投資スキームについての調査研究中間報告書

委員限り 3 国内株式運用の見直しについて

委員限り 4 リスク管理状況等の報告 (平成 24 年 12 月・平成 25 年 1 月)

それから、別紙になっておりますが、臼杵委員の資料も配付をさせていただいております。オルタナティブに関します御意見、御質問でございます。よろしゅうございますでしょうか。

よろしければ、以後の進行につきましては、植田委員長によりしくお願いいたします。

○植田委員長 本日はお集まりいただきまして、ありがとうございます。

最初に、委員限り 1 に基づきまして平成 25 年度計画 (案) について、御説明をお願いいたします。

●大江審議役 私から御説明いたします。委員限り 1、これは平成 25 年度の計画ということで、前回使いましたものに来年度の予算を加えた資料でございます。したがって、本日の御説明は、予算、追加した部分のみ御説明をいたします。10 ページをお開きいただきたいと思っております。

10 ページから何ページか続いておりますが、まず 10 ページ、平成 25 年度の予算とございますが、これはいわば国の予算書に相当するもので、収入と支出という概念で整理をしているものでございます。

11 ページ、平成 25 年度の収支計画とございます。これが通常、企業会計というところの PL に相当するものでございます。

12 ページ、平成 25 年度の資金計画とございますが、これが企業会計でいうところのキャッシュフロー計算書に相当するものでございます。

独立行政法人は共通にこういう様式でつくるようにということでございますので、それになっておりますが、基本的には 10 ページの収入と支出ということで御説明を申し上げたいと思います。ポイントとして大きく 4 つございますので、それを御説明いたします。

まず収入といたしまして、2 つのポイントがございますが、1 つが、上の最初の固まり、寄託金とある部分でございます。これは国の年金特別会計から厚生年金としての寄託金、国民年金としての寄託金、この合計がいわゆる寄託金・ニューマネーと呼ばれるものでございます。

この数字を見ていただきますと、来年度の場合は国民年金勘定に 175 億円ということが出ておりまして、厚生年金が 0 でございますので、来年度の新規寄託金・ニューマネーは 175 億円という予算でございます。これは国の予算をベースにしております。

それから、運用収入という項目がございます。運用収入として 3 兆 8 千億円ほど計上しております。これはよく御質問をいただく点ではございますが、計算というか、積算の根拠といたしましては、基本的には基本ポートフォリオの期待収益率に平成 24 年度末の運用資産残高の見込みを掛ける。そのときの 1 期の基本ポートフォリオの期待収益率は名目でございますが、3.37%と設定をしておりましたので、予算上はそれで計上しております。ですから、これはいろいろな考え方があるのですけれども、これで毎年度積算をさせていただいているところでございます。

それから、支出で 2 項目ございます。支出のほうでは真ん中あたりに国庫納付金繰入というのがございます。年金特会厚生年金勘定納付金、国民年金勘定納付金というのが、国への国庫納付の金額でございます。

平成 25 年度計のところで見させていただきますと、厚生年金に 4,700 億円ほど、国民年金に 270 億円ほど、合計で 5 千億円ほどの国庫納付金を今のところ予算上積算しております。これも国の予算と一致する形で計上しております。

それから、下のほうに寄託金償還というのがございます。これも国、年金特会の寄託金の償還、いわゆるキャッシュアウトでございます。厚生年金と国民年金に分かれております。来年度の場合ですと、厚生年金への償還・キャッシュアウトが 4 兆 3 千億円ほど、国民年金への寄託金償還が 3 千億円ほど、合計で 4 兆 6 千億円ほどでございます。ポイントとしては、今、申し上げた 4 つの点かと考えております。

あとは資料をお読みいただければと存じます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いします。

○山崎委員 収入の計と支出の計を見ると、支出の方が圧倒的に多いのですが、この差のお金はどこから来るのですか。

○高野管理部長 予算のつくり方としましては、今、委員おっしゃったように、プラスとマイナスが一致しないという形になっているのですけれども、こういう形で従来から整理しております。一般的には収入の範囲内で支出だという考え方もあるのですけれども、収入は収入としてとらえておまして、支出は支出だということになっております。

○植田委員長 お金がどこから来るかということですね。残高は減るということですか。

○山崎委員 そうですね。運用資産が減ってくるのですね。

○植田委員長 ほかによろしいですか。それでは、よろしければ次の調査研究について、委員限り2に基づいて御説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、委員限り2をごらんいただければと思います。

この資料でございますけれども、前回この場で、いわゆるオルタナティブのフィージビリティ調査につきまして、現段階でまとまったところで報告させていただくということでした。あのときも申し上げましたけれども、2月末に私ども中間報告をいただいているわけでございます。最終報告は3月末ということで、もうすぐでございますけれども、この資料は2月末の報告に基づきまして総括的にまとめたものでございます。これから御説明いたします。

まず、委託先でございますが、冒頭書いてございますとおり、ここに掲げております4社に調査研究をお願いしてそれをまとめたものでございます。順に御説明いたします。

まず、項番1のプライベート資産と海外年金の動向というタイトルですが、今回の調査対象となったプライベート資産、これは定義としては非上場で流動性の低い資産であり、具体的な部類としてはプライベート・エクイティ (PE)、インフラストラクチャー、不動産ということでございます。ただ、これは重複する部分もございまして、例えば物流施設、こういった商業用不動産の一部はインフラストラクチャーとして投資される場合もあるということでございます。

まず、この資産の投資の特徴でございますが、低流動性ということで、長期にわたり資産の売却が制限される一方で、限られた投資機会への独占的な投資、市場の非効率性等々による流動性プレミアムを獲得できるということでございます。そういう意味において市場対比の超過リターンが期待できるということでございます。GPIFはこれまで伝統的資産を中心に投資してきたわけですが、公的年金運用の長期性、制度の継続性の高さを踏まえると、こういった長期投資を許容することは可能であろう。そういう意味ではこういった投資がポートフォリオのリターン改善につながる可能性もあるのではないか、こういった内容でございます。

一方、海外の公的年金に目を向けてみますと、長期性に基づく流動性プレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上のために、こういったプライベート投資を既に実施しているところがほとんどであり、具体的には GPIF を除く上位 14 基金、これは規模で言いますと、大体トータルで 2.4 兆ドル、日本円にいたしますと 200 兆円を超えるぐらいになりますけれども、そのうちの平均的なインフラの投資比率は 1%。ドルベースで大体 290 億ドル。PE への投資比率も 6% で、大体 1,200 億ドル、といったところでございます。特にカナダ、これは先進的な運用手法で有名ですが、かなりの程度をこういった投資に振り向けているということです。

こういうことを踏まえると、こういったプライベート投資は、海外の公的年金にとってみれば通常のプラクティスになっているということも言えるわけで、逆に私どもは、そういった海外の公的年金が投資対象としてきた投資機会、これに触れないままに来たということでございます。そう考えますと、投資専門機関として分散投資による効率的なリターン獲得、こういう受託者責任の観点から前向きに検討を行うことが期待される、こういう報告書でございます。

以下、具体的な話を申し上げますと、項番 2 の各プライベート投資の基本ポートフォリオ上の位置付け。これは第 1 期中期計画の終わりにおける基本ポートフォリオの議論の中でも、こうしたオルタナティブ投資について議論が行われたわけでございまして、そのときを振り返りますと、そもそも基本ポートフォリオ上の独立したアセットとして位置付けるべきなのか、伝統的資産のアクティブとしてといった議論もあったわけですが、改めてこの問題について今後の調査研究として検討されたということでございます。

まず PE 投資でございますけれども、これは投資先企業の事業内容の改善等による投資価値を引き上げるということでございます。リスク・リターンとしてベンチャー・キャピタルは高リターンで高リスク、最近のデータでは低リターンということでございますし、またバイアウトは、長期・最近時の両期間とも上場世界株式との相関係数が高いということでございます。いずれも上場していませんが、企業に対する資本の投資であるということですので、そういう意味から株式の一部と位置付けることが適当であるというリコメンデーションでございます。

さらにこういった PE 投資、海外での投資が先行していて、歴史的発展過程もそうであることを踏まえると、外国株式の代替、具体的にはアクティブ運用が適当であろうということでございます。

続きましてインフラ投資でございますが、インフラ投資の特徴として、長期的に物価や経済成長率にリンクした安定的なキャッシュフローを期待できるということでございます。

一方、公的年金制度も保険料、給付がそういった物価等に連動している。こういうことを踏まえると非常に馴染むということになるわけでございますので、投資規模が大きい場合には基本ポートフォリオ上の独立したアセットクラスとして位置付けることが

考えられますが、投資規模が小さい場合は2つ考え方がございまして、1つは、そこから得られる安定的なキャッシュフローを重視して債券の一部とするか、あくまでもインフラ事業を行う企業への資本の投資であるとして株式の一部と考えるかということでございます。ここでは両論という形にはなっておりますけれども、いずれにしろ GPIF がこれから始めるといったときには、当初の投資規模は大きくならないだろうということでございますので、いわゆる外国株式、外国債券の一部と位置付けることが適当であると、こういうことでございます。

ちなみに、これにつきましては、後ろの13ページの(図表2)に、それぞれ PE とインフラ、各公的年金がどのような位置付けかということをお示ししておりますけれども、まず PE につきましては、ここでは CalPERS、CPPIB、韓国の NPS、これに併せまして、日本の企業年金連合会でございますけれども、PE についてはいずれも株式に分類しています。一方で、インフラにつきましては、ちょっとばらばらでございますけれども、例えばカナダについては、特性に応じて株式と債券に分割して管理されていますし、日本の企業年金連合会では債券の一部、こういった若干の取扱いのばらつきが見られるということでございます。

3ページに戻っていただきまして、いずれにしても、これらの投資対象に対する投資目的は、整理としては伝統的なベンチマークに対するアルファ源泉の多様化、もう一つは分散投資による効率性の向上、こういう形で整理することが適当であるということでございます。

なお、不動産については、機関投資家の投資対象資産としては7.4兆ドル、そのうち上場ビークルが2.7兆ドルと十分な市場規模があるということですが、今回のこの報告書の扱いでございますが、現在不動産の上場ビークルについては、これはいわゆる REIT でございますけれども、これは外国株式の MSCI の中にも既に入っているということでございますので、そういう意味では我々の既に投資対象であるということも言える。そういうことを考えますと、これまで投資対象となっていない分野への分散投資を進めるという観点からプライベートアセットへの投資を考えるということであれば、PE とインフラを先行検討してはどうかということでございます。

ただ、冒頭申し上げたとおり、この中のインフラにつきましては、流通施設等の商業用施設は入るという形で整理はできるのではないかとということでございます。

続きまして項番3のプライベート投資実施にあたっての課題ということでございます。

まず、プライベート資産への投資ですが、通常ファンド設定に係る経費や管理報酬が発生するわけですが、特にプライマリーの PE につきましては、リターンが出てくるまでに数年を要することが多いため、当初数年間ファンド全体のリターンはマイナスとなり、その後大きなプラスになる。これはいわゆる Jカーブ効果と言われております。こうしたリターン、これはそれにかかる投資自体としては許容しなくてはいけないわけ

ですが、PE 投資トータルとして許容できない場合には、例えばセカンダリーやメザニン、こういったものを併せて投資することによって、そういった J カーブを緩和するような投資戦略が必要となるだろうということが 1 点でございます。また、こういう投資は、いわゆるビンテージイヤーという言葉に象徴されるように、投資のタイミングが重要です。すなわち、非常にいいパフォーマンスを上げる投資時期が存在して、これはワインのビンテージと同じなのですけれども、本来であれば、そういうときに集中して投資したほうがいいわけですが、なかなかいいビンテージかというのは事前にはわからないということもある。そういうことを考えると、毎年、継続的に投資を行って、いわゆるタイミングリスクを分散することが必要であるということでございます。いずれにしろ、こういったプライベート資産の特徴をよく理解した上で、長期的な投資戦略を持つことが必要であるという指摘でございます。

次にプライベート投資での運用実績、運用能力は、上場株式以上に運用機関ごとに、あるいはファンドごとに大きくばらついているということで、アルファの獲得には成績が上位にある優れた運用機関の選択が重要である。それはすなわち、投資家としてのそういうファンド選別能力といいますか、そこが極めて重要になってくることになります。そういった観点から、私ども GPIF は、この分野における調査研究等の実施を通じて一定の知見の蓄積はある。ただ、実際の投資経験はないので、そういう意味での人材・体制の拡充が課題となる。こういうことを課題として留意する必要があるだろう。次でございますけれども、特に PE 投資、これは日本でもそういうような事例ありましたが、いわゆる敵対的な買収についてどう考えるか、こういうスタンスの問題。あとは、インフラ投資においては現地の生活、住民、経済活動との調和、こういった公的な投資家としての立場にも十分配慮して投資判断を行っていくことが重要であろう、こういった課題が浮かび上がってくるということでございます。

こういうことを踏まえると、まずは外部に蓄積された知見、優良な投資案件へのアクセスを活用することが必要になるわけですが、併せまして GPIF の受託者責任を十分に共有できるパートナーを選択することが必要であろうということでございます。通常こういった資産への投資は民間の運用機関とダイレクトに契約するのが通常であるわけでございますけれども、一方、先ほど公的年金の経験を申し上げましたけれども、公的年金、政府系機関といったものの中には、これまでそういったプライベート投資を実践して、かなりのエクスパティーズを持っているところが結構あるということでございますので、そうしたパートナーを選択して、それらの豊富な投資経験、能力を活用するための投資スキーム、こういうものも考えられるのではないかといたことでございます。

なお、プライベート投資でございますが、通常は投資組合のような形式でシングルファンドが設定されます。それでリミテッドパートナー（LP）の持ち分の購入を通して行われるのが一般的であります。ただ、このようなファンドの LP 持ち分は GPIF 法においては株式と同様、我々として直接購入できる投資対象とはなっていない。投資一任とい

うものを介して運用機関が実際投資判断をして購入するといったスキームになっていますので、これを文字どおり解釈すると、GPIFが実質的にシングルファンドをダイレクトには選べない。そうすると実質的にシングルファンドを選択する方法としてどういうことが考えられるかという、これは、まず投資一任運用機関に予め投資するようなファンドを明示していただいて、GPIFはその投資一任運用機関を選択する。つまり投資一任運用機関とそこが投資する実際のファンドのペアでそれを選ぶと、こういう形が考えられるということでございます。

あと、もう一つの課題として、いわゆる公募の問題について触れられております。この公募ですが、これの本来の精神はできるだけ投資機会を幅広く確保すること、選定に当たっての公平性、透明性を確保することになるわけですが、こういうものを実現するために現行の公募スキームがあるわけですが、現行はある一定の時期に、運用機関の見直しに先駆けて、特定のタイミングで広く公募して、手を挙げてもらい、そこから選別をする、こういったスキームでございます。ところが一般にシングルファンド、ファンドの場合、これはファンド自体がいわゆるファンドレイズというものを通じて投資家を逆に募るということです。そういう中で非常にいいファンドは、1カ月、2カ月ぐらいですぐクローズしてしまう、こういった問題がある。GPIFが公募して、ファンドのほうを公募すると、それ自体が何といいますか、平仄が合わないということがございます。一方、私どもがもしやる場合には、幅広い選択肢の中から、一番優秀なものを選ぶことが求められる。これは受託者責任の観点から求められるわけですので、そうすると現行の公募方式にはやや課題があると言わざるを得ないという指摘です。

実際、今回のフィージビリティ調査におきまして、海外年金がどういう形でファンドを募集しているかということ調べたわけですが、アドバイザーあるいはファンド・オブ・ファンズ(FOF)、FOFというのはシングルファンドを選ぶファンドのことですが、その場合は投資家がFOF等を選んで、実際にはFOFのマネージャーが個別のシングルファンドを選ぶ、こういうスキームになるわけですが、こういったFOF運用者の選定は公募により選定するのが大体半分ぐらいということでございます。これはあくまでもシングルファンドはFOFが選びますので、特にそこは自由に選べるということで、公募でも問題ないということですが、ただ、シングルファンドの選定に際して、海外の年金等が公募を採用している例は調べた限りでは見つからなかったという報告でございます。

こういった課題等々を踏まえまして、項番4の考えられる投資スキームでございますけれども、まずシングルファンドの選定の委託ということでございます。

GPIFがシングルファンドを直接選択できるようになったとしても、従来の公募方式が優秀なファンドを選定する上では十分には機能しないという、先ほどの部分でございますが、そうしたときにはファンドの選定と組入れタイミングを投資一任運用機関、あるいは投資一任運用機関が選定するFOFに委ねて、GPIFとしては当該投資一任運用を公募

することが考えられるだろうということです。

これらの場合の投資方法として、ちょっと細かいですが、幾つかありますが、まず 1) 投資一任運用機関が自らシングルファンドを選択するということです。これは我々としては、どこのシングルファンドに投資するかわからない状態で運用機関を選んで一任運用機関の判断でシングルファンドを選択するということですが、この場合、当然投資一任運用機関は、日本国内の投資一任免許を持っているところに限定されますので、それを前提とすると、現行の日本の投資一任運用機関が十分なシングルファンドに対するアクセスを有しているかということ、残念ながらそこは不十分だと言わざるを得ない。そうすると我々は、このスキームでは豊かな投資機会には触れることができないだろうということが、1) でございます。

次に 2) 投資一任運用機関が FOF を選択するということです。これは FOF としての LP 持ち分を投資一任運用機関が買うということですが、この場合、想定されますのは、いわゆる FOF が実質コミングル・合同運用のファンドに一口乗ると、こういったスキームでございますけれども、この場合は、まず 1 つはフィーの部分として、我々規模が大きいですので、それなりにフィーのディスカウントについてはかなり競争力があるだろうということでございますけれども、これは合同運用に乗ってしまいますと、そのメリットはなくなることが 1 点。もう一つは、我々として、どのようなプライベート資産のポートフォリオがいいのか、これを我々独自に設定することがベストでございますけれども、それが全部一律のものになってしまう、こういった自由度がないといった問題があるだろう。

あと、3) でございますが、これはシングルファンドのマネージャーを投資一任運用機関として採用して、当該シングルファンドが個別の非上場株式に投資する。これは数あるシングルファンド、これはほとんどが外国のファンドなわけでございますけれども、このファンドに日本の投資一任免許を取ってもらい、そこに我々は直接決めるということでございます。これも本当にいいファンドがわざわざコストをかけて、国内の投資一任免許を取ってくれるかどうか等々、また周知をどうするか等の課題がございますので、これも現実的ではないということからすると、現実的なのは、投資一任運用機関が特定のゲートキーパー、これは PE、インフラストラクチャーのシングルファンドをいろいろ調べて、どのファンドがいいかということのを助言している、そういうのをゲートキーパーと言いますけれども、そういうものの助言のもとにシングルファンドを選択する 4) の方式。

あるいは 5) 投資一任運用機関が特定の FOF マネージャーを採用し、そのマネージャーに運用を再委任する。これは先ほど 2) は、FOF の LP 持ち分を買うということでございますけれども、5) のケースは、投資一任の再委任という形です。これは例えば我々エマージングへの運用機関は国内の投資一任機関が、実際には海外のプロフェッショナルのエマージングの運用機関に再委任する前提で選定したという経緯がございますけれ

ども、そういう形で再委任する。ということは、具体的には、いわゆる FOF 側に、我々専用のセパレートアカウントというのをつくっていただいて、そこで我々専用の、我々になじむようなポートフォリオを構築していただくと、こういったスキームが考えられるということでございます。ただ、いずれにしろ、4)、5) にしても、これは一任運用機関とゲートキーパー、FOF あるいは最終的にはシングルファンド、それぞれフィーがかかるということでございますので、ダイレクトにシングルファンドを選んだ場合と比べれば、フィーが二重にかかる部分が出てくることには留意が必要であるということでございます。

次に 6 ページの 4.2 投資信託の利用ということでございます。現行の公募体系にかかる問題への別の対応方法としては、インフラあるいは PE に投資する投資信託があれば GPIF が当該投資信託の受益証券に投資するということでございます。これは実は現行の法令においては、例えば我々がインハウスの中で国債、社債を直接購入するのと同じように、実は投資信託をインハウスで購入する、これは認められているものですので、このスキームを利用するということです。

投資信託については、他の投資家に対しても募集されるわけですし、実際に他の投資家が参加するというのであれば、これは市場を通じた投資対象の選択、購入となりますし、また他の投資家と投資運用機関あるいは個別の投資対象についての情報交換ができれば、よりどういふものがあるか、こういった議論もでき得るということでございます。

こういったことを踏まえまして項番 5 の投資開始にあたってのスキームということでございますけれども、私ども、先ほど申し上げたように、現段階では投資していないので、知識が十分というわけではない。そこをどう考えるかということで、具体的には 2 段階スキームということが考えられるだろう。当然我々の内部体制に知識、経験が十分蓄積されていれば、海外の年金が実際にやっているような直接的にファンドを選ぶ、こういったプラクティスが望ましいし、それを目指すべきだということでございますけれども、第一段階のスキームとしては、いかに我々の中に知識、経験を入れていくか、こういった視点も無視できない。

そういうことを考えますと、まず 1 つ、民間の運用機関の直接的な選定を念頭に置いた場合にどういうことが考えられるかということ、まず FOF 以外への投資スキームということであるとすると、これはシングルファンドをダイレクトに選ぶこととなりますけれども、この場合には現行の公募方式はなかなか難しいことがございますので、例えば事前の登録制、マネージャーエントリー制、事前にシングルファンドに我々のほうに登録してもらい、ユニバースをつくっておいて、そこにたまった時点で選ぶ、こういったことが必要だろうということが 1 点でございます。ただ、この場合でも、私どもがダイレクトにシングルファンドを選ぶという意味においては、我々の中かなりのエクスペリエーズが必要になるということですので、ファーストステップとしてはこれもなかなか

難しい。ということを考えると、先ほどのパラグラフ、4)、5)といたしますか、FOF、ゲートキーパーの選定。このときにはコストを含めた商品設計の柔軟性を見きわめた上で、投資業務を基本的にアウトソースする。それらを通じて FOF 経由で GPIF 内の知見の蓄積を図っていくことが考えられるということでございます。当然この場合に公募を行うこととすれば、それに伴いある程度の時間はきちんと確保しなくてはいけないということでございます。

一方で、海外年金基金が案件に直接投資する際に共同投資の形で参加するスキームは有効で実行可能性の高い選択肢ではないかという提言でございまして、このメリットとして、豊富な投資経験を持つ海外年金基金等の投資能力の活用、共同投資による投資規模拡大を通じたスケールメリットの享受、案件のソーシングやデュー・デリジェンスを海外年金基金に担当してもらう。こういうことによりコストの削減等も期待できるのではないかということです。特に相手先が公的年金基金ということであれば、これは受給者、被保険者も有するというので、GPIF と同様の受託責任を負っているということなので、いわゆるフィロソフィーといたしますか、タイムホライズン、こういったものも非常に近い。さらに投資先でのさまざまな社会的リスクに対しても公的機関と国際的な協力関係を持っていることが有効に働くことも思料されるということでございます。これは、基本的に海外で実際既に投資を行っているところの専門能力を活用するということですが、ただ、それでも我々が完全にそちらに丸投げするというわけには、我々の受託者責任の観点からいかないだろうということで、そうすると、どちらかというところ、このスキームは、海外年金が発掘するソーシング、そういうものを我々のいわばユニバースとして、そういう中から、選択的にいいものだけ投資していく、こういったスキームになるということでございます。GPIF サイドにおいても、最終的な投資判断、デュー・デリジェンスを行う体制整備はそれなりに必要となってくるということでございますけれども、海外年金等との連携を通じてそれらを補完すること、あるいは知見の蓄積等が図れるのではないかと、こういったことでございます。

そう考えますと、項番6の導入スキーム、内部体制も含めたことですが、まず、第一段階として共同投資スキームを採用し、第二段階としてより直接的に我々がファンド選定をする、こういうモデルを移行する方法がまず1つ。この場合、先ほど申し上げたとおり、第一段階においても、我々なりにそれなりのデュー・デリジェンスは必要であるということ。もう一つは、海外の提携先に派遣することにより知見を取り寄せる、こういったことですので、第一段階でも3～5名程度の陣容が必要になる。第二段階に入る場合に、プラス3～4名という形になるのではないかと、こういったことでございます。

8ページ目ですが、これに対して、第一段階として、現行法の枠組みの下でゲートキーパー又はFOFを活用する投資一任運用機関へのアウトソーシングということでございます。この場合には、ほとんどアウトソーシングしてしまいますので、そういう意味において、初めに必要な人員は1～2名程度と少ないということでございます。ただ、実

際にキャッチアップするには、前回よりは時間がかかるということでございますけれども、その後は最終的な規模は同じと、こういうことでございます。

以上、これがベストだというところの示し方はされていませんけれども、大体我々が投資を開始する場合の具体的な方法、プロセスについての提言はいただいたかなということでございます。

ちなみに海外年金との共同投資でございますけれども、この調査においては、具体的には3つ提携の候補先として挙げられておりますので、簡単に御説明したいと思います。9ページ目、まず1つは、オンタリオ州公務員年金基金ということでございます。ここにつきましては、大体5兆円ぐらいの資産規模で、そのうちの大体4割程度をプライベートアセットにアロケーションしているということですが、特にここはインフラ投資に力を入れているということございまして、さらに数多くの外部投資家とともに共同投資を進めるためのGSIA (Global Strategic Investment Alliance) というプラットフォームを運営しているということでございます。このGSIAでございますけれども、これは実際に日本からは企業年金連合会、三菱商事・JBIC(国際協力銀行)・みずほコーポレートバンクの連合体が投資に参加しているということでございます。

次に、2番目としまして、IFC(国際金融公社)でございます。ここはデット以外にもいろいろな投資はしているのですけれども、投融資をしているわけですが、融資以外にも直接投資、中の1つとして、PE投資を行っています。ここでございますけれども、10ページですが、特に特徴的なのは、海外の現地の事務所を使いまして、個別のプライベート・エクイティ・ファームにアクセスがあるということでございます。特にポイントとして、私ども昨年6月に実際に新興国への上場株式投資をし始めたわけですが、これを見てみますと、エマージングの上場株式は、ある程度特定のセクターに集中している。具体的には中国でいうとエネルギーや金融、こういうところに集中しているということがございますので、こういったPE的な投資によって、そういうようなものを修正して、よりバランスのとれたポートフォリオにすることが可能性として考えられるということでございます。

あと、3番目といたしましてT社との提携。T社でございますけれども、シンガポールのあるソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)ということでございます。T社は大体お名前はおわかりになると思いますけれども、ここもかなり前から、実際には1974年からPE投資を実施しているわけございまして、平均17%の投資リターン、かなり老舗ということでございます。特にSWFにつきましては、GPIFとの提携に前向きだということで、既存ポートフォリオの一律カーブアウト、今後の共同投資等多様な提案を考えているということでございます。

以上、ちょっと長くなりましたけれども、中間報告という形でご説明した次第でございます。

○植田委員長 ありがとうございます。それでは、御質問等お願いします。

○薦田委員 1つは質問ですけれども、こうした分野での経験がまだ十分でない GPIF がパートナーと共同して投資を行うと蓄積ができると、こういうようなことが書いてあって、ただ、例えばオンタリオ州公務員年金基金 (OMERS)、GPIF がパートナーと想定している相手側にとって、GPIF と組むことが向こうにとってどういうメリットなのか。向こうも慈善事業をやっているわけではないと思いますので、というのが1点。

もう一つは、感覚的な議論なのかもしれないのですが、先ほど6ページ、投資信託の利用ですか、この辺を見ますと、政令で認められている範囲に入っているのだから、特に GPIF のために投資信託を設定してもらいと書いてあるような感じがしますし、私の読み方が不十分なのかもしれませんが、4ページ、5ページあたりでも、公募という建前は何とか守りながら、うまい方法を考えてみようといった感じで書かれていて、余り適当な表現でないのかもしれませんが、法令の規定とか、それに基づく GPIF に対する制度、仕組みをかいぐって多少の無理があってもやるのだというふうに読めたのがちょっと気になっていまして、この調査結果をそのまま世の中に出すわけでもないでしょうけれども、GPIF がいろいろな制約条件の中で、この種のマーケットに入っていくのはなかなか課題が多いのかなという印象を持ったのです。いずれにしても、私の勉強も十分ではないので、また勉強させていただきたいと思っておりますが、感覚的過ぎるのかという、何かコメントがありましたら、お願いしたいと思います。

●清水調査室長 あくまでも、これは我々が委託した4社のものをまとめたものだという前提で、我々はまさに今日以降、この問題について、あるいはこの報告書自体をどう考えるか、こういうステージで、この場において御議論いただいているという、まず御理解を前提で、答えさせていただきますと、まず共同投資先としてのメリットということなのですけれども、例えば OMERS でお答えいたしますと、OMERS は先ほどちょっと申し上げましたが、資産規模が大体5兆円ぐらい。そのうち4割ぐらい、大体2兆円ぐらいをインフラと PE のアロケーションとして持っているということですね。

一方で、世界のインフラ市場を考えますと、実はかなり大きな案件があるのですが、そここのところは OMERS 単独ではなかなか入れない。これは能見委員にお聞きしたほうがよいのかと思いますが、補足していただきたいのですけれども、逆にそういう案件に対しては、買うサイドのほうで資金の協力ができればかなりのプライシング面で競争力の向上ができるということを聞いております。これは本当かどうか、そこまできちんと調べていないわけですが、彼らとしては、そういう大きな案件に対して買うサイドとしてタグを組むことによって、そこでいい投資案件にアクセスするということが、実は彼らの戦略のねらいだと聞いております。

あと、投信でございますけれども、これは我々4社の1つとしまして、ローファームに、どういうスキームがいいかということ、これはまさにローファームの仕事でございますので、そこから提言を受けているわけですが、まず1つのポイントとして、公募の問題があるということです。すなわち先ほど申し上げましたとおり、通常ファンドとい

うのはファンドレイズという形で向こうが公募というか、向こうが投資家を募る。我々は我々として、一定のあるときに、実際のファンドを募る。両方とも募集しているという仕組みの中では、我々としていいファンドにアクセスすることはなかなか難しいという部分がどうしても出てくる。具体的には本当にいいファンド、例えばベンチャーは我々の投資対象から離れると思いますけれども、非常に有名なのは、例えばサンフランシスコのシリコンバレーのセコイアとか、ああいうようなところは一瞬にしてクローズドになってしまう。我々がそういう優秀なファンドにアクセスするためには、どうしてもそういう現行の公募は若干見直さなくてはいけない。

そういう中でどのような手法があるかということ、弁護士事務所として考えたところ、現行の枠組みの中で投資信託は1つの方法ではないか、こういった文脈の中にあると御理解いただければと、私はそのように理解しているということでございます。

- 大江審議役 ちょっと補足いたします。今、清水室長申し上げたように、今回の調査研究の中身、法令とか基本的に、今、中期目標、中期計画ございますが、そういった枠組みの中でどういったことができるのかをローファームとして検討、その他も検討していただいたということでございます。

厳密に申し上げますと、法律上、公募ということはどこにも書いてございません。それから、前回、御議論いただいた業務方法書の中では、運用機関を選定する場合は原則として公募しなければいけない。要するに公募になじまない場合は例外が認められるということが書いてございまして、まさに今回実質的にどうも公募になじまないみたいな場合は、別に公募によらないこともできる。ただ、そういった枠組みの中で、実態がどのようになっているか、海外のペンションファンドがどのようにやっているかというのが今回調査で出てきたのだと思います。

- 山崎委員 公募に関係するのですが、先ほど共同投資とおっしゃっておられました。三菱商事とかが入っているとのことでしたが、これは公募にはなりませんね。共同に参加するというのであれば。

- 清水調査室長 あくまでも共同投資については、共同投資の相手方はポテンシャルな契約先ではないので、そういう意味では、仮に例えば OMERS と我々が投資協定を組むということ自体は、これは公募には該当しないと考えています。そういう行為ではないということです。

- 山崎委員 公募ではないですね。投資協定を結んでしまうと、彼らが提案してくるプロジェクトに対して、基本的に参加するという意思決定をするかしないかはこちらの自由ですか、でもプロラタと書いてあるから、私は入りたくないと思っても、ほかの人がみんなやりたいと言ったら、プロラタでお金は出さなければいけないと、こういうことになるのですか。

- 清水調査室長 そこはスキームごとにいろいろあると思ひまして、OMERS の場合、申し上げますと、聞いている情報では、火力発電所みたいなプロジェクトがあると、それ独

自の SPC を立ち上げて、それに参加するか、しないかを個々の投資家が決めるということでございますので、そこで投資したくなければ、それは投資しないと、そういう選択的ではあります。

○山崎委員 海外が先行しているから海外だとおっしゃっているのですが、国内の事業に対する PE もあり得るわけですね。ここの資金の性格を考えたら、国内産業の育成が本当は重要ではないのかという気もしないでもないのですが、残念ながら案件がありませんということで海外にならざるを得ないという理解でよろしいのですか。

●清水調査室長 目的については、我々はあくまでも受託者責任という観点から選ぶわけでございますので、日本の経済成長になるから、それを選ぶという理屈は置いてお答えさせていただきますと、日本でも当然、産業革新機構さんがやっておられるような形で、本当にプロの GP といえますか、いらっしゃるわけでございますけれども、広く年金が投資するような先としては、これは海外のファンドは歴史的にも非常に古いと。日本だと長いところでもせいぜい 10 年プラスアルファぐらいでございますので、一方で海外は何十年選手の中で、そういう競争の中できちんと残っているところがあることを踏まえると、ファンドとしては海外になるだろうと。海外のファンドが、実際に日本の企業を対象とするかどうかというのはまた別の話として、海外のプラクティスとしてどう考えるかという話ではあると思います。

○植田委員長 臼杵委員、いかがですか。

○臼杵委員 私は名古屋にいるものですから、事前説明をお受けすることができなかったので、資料を拝見して質問を出したのが、こういうことで、一応電話では御回答はいただいたのですね。細かい話もありますので、全部ここで申し上げるのは、誤字とかもありまして適当ではないのですが、大きな話としては、2 番と 4 番と 5 番ですか。2 番として、今も御説明ございましたけれども、投資スキームの、資料の方の番号でいくと、4 番と 5 番と 2 つあって、4 番と 5 番の関係が 1 つよくわからなかったのが、その関係をお伺いしたのが質問の 2 番です。

4 番は、体制がこのぐらい必要ではないかというときに、今まで言われていたのは、日本の中で PE の専門家は非常に少ないし、独立行政法人という制約の中で、そういう人をちゃんと処遇できるような体制ができるのかどうかということです。日本の中で、そうは言っても、保険会社とか機関投資家では PE に投資していますので、それはそれでやり方もあるのかもしれない。その二つの見方があるので、それを確認したかった。

5 番はむしろ今後の課題なのですけれども、例えば OMERS などと共同でやるとしても、どういう関係、信頼関係のようなものを結べるのか。フィーの問題もあります。さらに、こういう非上場というか、流動性のない資産ですと、どうやってそれを売るのかというところがまた今度大きな問題になりますので、その辺についてきちんと調べる必要があるのではないか。もし、何かお答えがあればお願いします。

●清水調査室長 5 番につきましては、もし、そういう方向でということをお願いした後

の話として受け取るしかないのかと。そこまではちょっと申し訳ないです。一般論でいえば、例えば共同投資などのときには、当然一緒に投資して、いつの間にか、向こうのほうに売られて、こちらは一人になってしまいましたということがないような形で、それは契約の中できちんと担保する必要があるのではないかと。

フィーについては、今回のフィービリティ調査の中でも、全体のフィーの水準がどのくらいかということについては、別途最終報告にまとめてくる話でございますので、そういったことだと思います。

2番でございますが、4と5の関係ですけれども、4については、これは恒常的な状況を想定したときに公募という問題が、ある程度解決されたということを前提に、どういう手法というか、方法があるかということを書いたということでございます。これに対して5は、あくまでも我々として初期段階では、我々の内部に人材を育成しなければいけない。そういうことを並行していくにはどういうやり方があるかということですので一緒に考えることはできるということだと思います。

あと体制の、人材の部分については、独立行政法人としての制約は否めないのですが、これは努力していきたいということと、あともう一つは、海外年金との共同スキームであれば、実際にトレーニーみたいな形で向こうのところに派遣することによって、向こうのプロとしての知見を徐々に取り入れるということは十分可能だろうと考えております。

○村上委員 幾つか質問です。年度の終わりに近づいているのであまり追加の調査はできないと思うのですが、この資料の最後の14ページの下のPEのユニバースの内部収益率（IRR）の平均の推移を見ますと、2000年より前はそれなりの水準だったのでしょうかけれども、2000年越えてからというのは、ほとんど0か1桁の前半ぐらいのところまで平均値が推移しているような状況になっています。これは結局どういうことになるかということ、伝統的な資産よりも、PEに見合うリスクプレミアムがさらに上乘せされたリターンを得るためには、上位4分の1に入るようなファンドを選ばないと難しいというような状況になっている。そうすると、その辺りを選別できるというのは、事前にはなかなかまた難しい話になってくると思うのですが、平均的な姿ではない投資ができるための何らかの方法論を知見として持つこと、あるいはそのあたりの選択の方法論が何らかの形で確立できるか、あるいは上位に行くようなファンドの共通点というものが何らかの要素でくくれていくのか、そういうことが結構リサーチとしても重要になってくるのではないかと思います。

●清水調査室長 その部分については、実はここにはお示ししてないのですが、デュー・デリジェンスの方法について、この資料で申し上げますと、T&D アセットとキャピタル・ダイナミクス、あるいはブライトラストもそうなのですが、3社とも、いわゆるデュー・デリジェンスの一般論といいますか、それに加えて細かい実際のプラクティスについてかなり詳細なまとめをしていただいています。

ここにはないのですが、それについて若干かいつまんで申し上げますと、まず彼らの認識として、おっしゃるとおり、この投資のかぎは成績上位4分の1のファンドにどのようにアクセスするかということが問題である。そのときの前提として、これはよく上場株式のアクティブはスパゲティ・チャートと言われているのですけれども、これは能見委員などに補足していただけるとありがたいのですけれども、PE等の場合には成績上位4分の1のファンドは、逆に再現性があるということがよく言われます。つまりいいファンドは次もいいということが一般に言われる。ただ、体制が変わったり、あるいはフィロソフィーが変わったりするとだめなのですけれども、そこはきちんとしたデュー・デリジェンスをすることによって、かなり再現性の高いファンドにアクセスすることができるというのは、彼らの細かい報告書を読む限り、そういうものが出てきたということが1つあります。

もう一つは、このばらつきなのですが、投資家のファンドサイズによっても実は影響があって、具体的にはかなり大きなポジションを持つ投資家が実は良好なリターンのところを独占しているというのがこの投資において、これは1つの体制面でのスケールメリットというのがありますし、ファンド側からすればスケールの大きな投資家は優良顧客となり得る、そういう議論と2つあって、実はそういう規模のメリットが非常に生かせるような投資であることも一応言及はされていることだけ、ここでは御説明させていただきます。

○村上委員 それから、これはPEに限定されたことではないのですが、オルタナティブ全般について、ヘッジファンドとかも、全部含めた話をします。最近アメリカで報道されているのは、公務員年金でそのようなオルタナティブに積極的なところと、逆に非常に消極的なところとの2つのユニバースで調査すると、積極的なところは運用の手数料などが何倍かになっているのですが、結局トータルのリターンとしては、この5年間では年平均1%以上も劣後しているというようなことがデータとして示され、投資方法に疑問を投げかけている報道があります。そのようなことを考えますと、オルタナティブというの、単純にリスク・リターン効率をよくするとか、新たな投資機会を求めていくという整理だけではなかなか進まないのであり、成功のための条件というものを非常によく詰めていかないと、説明できるものにならないのではなかろうかと思うわけです。

もう一つ、特にまたインフラ投資等については、例えば大災害が起きたときのリスク負担というのはどういう形になるのかとか、結構これも契約などで非常に案件ごとに細かくいろいろ仕分けされるということを知っておりますので、そういうこともつぶさに調査をする必要があるのではと思われまます。

●清水調査室長 今の1番目の御指摘、コストの問題ですけれども、これはまさにおっしゃるとおりで、共同投資というのはある意味そのあらわれなのですけれども、海外の公的年金は、いわゆる民間のファンドを選ぶと結局コストばかりかかるといことで、それであれば、そういうようなエキスパートを内部に抱えて、なるべく直接投資する。そ

のほうが結局得だという、そういう流れでやっているのかなど。ですから、そういう意味でのニーズは実はあると理解しています。また、インフラについては、もちろん災害リスクについては、当然注意しなくてはならないことになると思っています。

- 能見委員 実際こういう投資をどう入れるかという議論になったときには個別に意見を述べたいと思いますけれども、こういうものとの見え方や見方は、あくまでもアロケーションというか、ポートフォリオ全体の中で、これがどういう意味を持つかということの評価したほうがいいと思うのですね。そういう意味では、オルタナティブ投資というのは、ある意味で、もちろんそれを専門的にやる運用のセクターもいますけれども、我々のように、あるいは銀行のポートフォリオもみんなそうなのですけれども、債券、株を軸としたポートフォリオの中で、このオルタナティブ投資がどういう意味を持つかということを考えて、そして、それをポートフォリオの中に入れるかどうかということが非常に大事だと。

そういう意味で言うと、いわゆる分散投資の一環の中で、通常のリスク・リターン曲線をどちらかというと、有効フロンティアを押し上げていくような、左上といいますか、オルタナティブ投資は全体のポートフォリオミックスの中では、経験的にもそうだし、そういう役割を果たすのですね。これ自体の、確かにリスクプロファイルというのは非常にリスク・リターンが大きいものではあるけれども、全体のポートフォリオで考えたときには、全体のポートフォリオの長期的なリターンを押し上げていくとか、あるいはリスク・リターンのシャープレシオ全体をいい方向へ持っていくような役割を私は果たすと思っています。ほかの諸外国の年金基金なども、当初そういう意味で入れていたのが、そこのリターンが常に今までは大きかったものだから、だんだん大きくなってきてしまって、イベントリスクのときに CalPERS でも相当衝撃を得て新聞ざたになったけれども、ポートフォリオの中でこういう部分は一定の割合入れていったほうが、全体としてはポートフォリオ自体の中身をよくするというのを認識する必要があると思うのです。その上で個別の同じオルタナティブといっても、さらにいろいろリスクプロファイルがありますから、それをどう議論するかということだと思うのですね。

私は基本的には、こういう検討をして、そして GPIF のような、大きな、債券が大半占めているのですけれども、ポートフォリオの中で、これを一定の割合で入れていくことは非常に前向きに考えていいのではないかと思います。

- 佐藤委員 私も2点ほどあります。前々から申し上げているとおり、そろそろ実践の段階に来ているのではないかと。実践の段階でそれを進めていくことは賛成なのですけれども、まず1点目、臼杵委員のペーパーにもあるのですけれども、人の問題というのは非常に大きくて、私も個人的にいろいろな方からお話を聞く機会があるのですけれども、やはり投資をする前に専門的な人材を確保する必要があるかと。何もこれは大がかりなチームである必要はないのですけれども、どのやり方をするにせよ、GPIF 側で目利きができる人というのは必須だと思います。トレーニーなどの方法もあるのですけれども、

内部育成というのは非常に時間がかかるということと、こういった投資は、出口も大事なのですが、入口の選択が非常に重要で、間違えると流動性の低い案件ですからやめるというわけにいかないのですね。売却すると2割、3割のディスカウントとか、なかなか足抜けができないとか、永久的に持つと、そういったことがありますので、契約時の目利きというのは非常に重要になるかと思えます。ですから今後どのような形で実践するのであれ、そういったことに対応できる方の人材の確保はぜひお願いしたいと思えます。

もう一点は、これは長いコミットメントなので、GPIFとして、組織として力強い意思というのですか、たとえ人が替わっても、この投資をやって成果を刈り取るころには、早い投資でも5年、長いと10年以上、その間には現場のスタッフの方とトップの方々、いろんな交代もあると思うのですけれども、組織としてやると決めたら、それを絶対にやるということを守っていく、ということ。これは途中でやめると最悪の投資ですので、人の問題と、この投資を絶対やりたいのだというコミットメントだけは強く持っていたいただきたいと思えます。

○植田委員長 それでは、今日のところは、このくらいで、どうぞ。

○小幡委員 私もぜひ前向きに実践へ向けて進めていきたいと思えますし、進めていってほしいと思うのですが、中間の後、最終報告はいつなのですか。

●清水調査室長 一応最終報告は3月末に集まってくるので、例年ですと大体7月ぐらいに前年度の調査研究のものの概要という形で公表を前提としてお見せするという形になります。ただ、今回のこの中間報告でございますけれども、多分このレベルのストーリーとしては、大体最終報告とほとんど変わらないと御理解いただいて差し支えないと思えます。

○小幡委員 できるだけ早めに判断して、前向きに行けたらいいなと思えます。

○植田委員長 それでは、よろしければ次のテーマ、国内株式運用の見直しについて、委員限り資料3に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り3をごらんいただければと思えます。クリップを外していただきまして、本文と資料編2つに分かれてございます。資料編を初めのうち中心に説明をさせていただければと思えます。

まず資料のほうでございます。今回、国内株式アクティブ・パッシブ両方見直しということで考えているところでございますが、国内株式の残高、足下で16兆円弱といった状況でございます。1ページ目の下のグラフでございますけれども、現状16兆円のうちアクティブとパッシブの比率は大体1:3ぐらいということでずっと推移をしてきているのが現状でございます。

資料の2ページ目でございます。資料4の全体パフォーマンスという表をごらんいただければと思えます。今のアクティブのマネージャーストラクチャーでございますけれども、平成20年度の初頭にできまして、今年の1月で大体5年弱のレコードが積み上が

っている状況でございます。一番右の列をごらんいただきますと、平成 20～25 年 1 月末（年率）、5 年弱の平均であらわしたのですが、この 5 年弱の超過リターン、アクティブ・パッシブ併せまして -0.10% ということで少しベンチマークから劣ってしまったという状況でございます。

この要因でございますけれども、パッシブの方は 0.02% のプラスということで、まずまずの成果であったと分析しております。一方、アクティブの方が年平均で -0.41% ということで、こちらが残念ながら足を引っ張ったという状況でございます。

アクティブが足を引っ張った要因ということで、7 ページ目をごらんいただけますでしょうか。アクティブのスタイル別の分析ということでございまして、7 ページの一番下の、これはまた 5 年弱の平均の分析の表でございます。こちらの寄与度というところをごらんいただきますと、5 年弱の平均、ファンド要因で -0.29% 、ベンチマーク要因で -0.11% といった状況でございます。特にファンド要因のところのエンハンスト型が -0.25% ということで、ここがカテゴリーとして見ると大きなマイナスが生まれているということでございます。また、ベンチマーク要因ということで、トータルグロースが、ベンチマークのレベルで -0.13% ということでございまして、この 2 つで合計 -0.38% 、アクティブのベンチマークに劣った要因はほぼこの 2 つで説明できるという状況でございます。

それでは、このマイナスが一体どこの年に出たかということで、6 ページ目の平成 20 年度にマルをしてございます。こちらをごらんいただきますと、平成 20 年度、リーマン・ショックの起きた年でございます。この年にエンハンスト型は -0.67% ということ。それから、グロースもベンチマークレベルで -0.79% でございます。この年に大きく負けてしましまして、途中、出入りはあったのですが、残念ながら、この平成 20 年度の負けを最終的に取り返しきれずにここまで来てしまったというのがアクティブの状況ということになると考えてございます。

続きまして、8 ページをごらんいただけますでしょうか。こちらはアクティブのファンドごとにプラスマイナスを見たものでございます。現状、残存しているアクティブ、スタイル調整ファンドは除きまして、17 ファンドでございます。この 17 ファンドのうち、赤と黒で超過リターンということで示してございますけれども、ベンチマークを上回ったものが黒字のものでございまして、6 ファンドに限られる。残りの 11 ファンドについては、マイナスの超過リターンで終わってしまったというところでございます。

それでは、私どものファンドが、一般に年金運用の世界のユニバースの中でどういう位置付けになるだろうかというものを示したものが 9 ページの表でございます。こちらはコンサルタントから年金運用のファンドのユニバースを取り寄せまして、その中で我々のファンドがどこに位置付けられるかというものを示してございます。左の列が上位 50%、右の列が下位 50%ということでございまして、超過リターンの数字が右端に出てございますけれども、大体上位 50%はプラス、下位 50%は超過収益マイナスとい

ったことになってございます。私どものファンド、上位 50%に属するのが、残念ながらわずか 5 ファンドということで、残りの 12 ファンドは下位 50%に落ち込んでしまっているといった状況でございます。

続きまして、本文のほうにお戻りいただきまして、3 ページをごらんいただければと思います。

今のストラクチャーをつくるに当たって、どういう考え方で前回ファンドを選択したのかということ振り返らせていただければと思います。項番 4 のところでございまして、前回、これは主に平成 19 年度に議論をしたところでございますけれども、このときの考え方と申しますのは、マネジャーストラクチャー前は、3 ページ目の下の箱でビフォー、アフターということで書いてございますけれども、当時は TOPIX 型が 5 割ちょっと。実はスタイル特化が、バリュー、グロース合わせて 5 割弱ということでかなりスタイル特化型が多かったという状況でした。平成 19 年度に議論をいたしましたときに、ベンチマーク、これは TOPIX でございますので、TOPIX に直接勝てるものをふやしたほうがいいのではないかとということで、TOPIX 型の比率を 5 割ちょっとであったものを 68%、大体 3 分の 2 ぐらいまで拡大したといったことがございます。この拡大した部分ですけれども、エンハンス型を特に増やしたということでございまして、7%ぐらいしかなかったものを一気に 25%、4 分の 1 までふやしたといった状況でございます。

その分、スタイル特化型を少し減らして、バリュー、グロース、それぞれ 15%、13%ということでシェアを落として、かつ小型を新規で組み入れたといったことを行ったわけでございます。

次のページにまいりまして、前回のストラクチャーの評価ということでございますけれども、繰り返しになりますが、エンハンス型を一気に 4 分の 1 まで増やしたということが裏目に出てしまったということでございます。リーマン・ショック時に想定外にベンチマークを下回って、負けた分を取り返せなかったということでございます。

②として、スタイル特化型も、特にグロース型がこれまた想定以上に悪かったといったことがあったということです。

こうした状況を踏まえまして、今回アクティブ・パッシブをどのように見直すかという論点で 4 ページ目の項番 5 でございます。

まずベンチマーク、特にパッシブのベンチマークということで議論があるのかと思っております。主なパッシブで使われているようなベンチマークということで、資料の 11 ページをごらんいただければと思います。現状、TOPIX が、私どもパッシブのベンチマークということですが、御承知のとおり TOPIX 東証一部ということでかなり小型株も入っております。そうしたベンチマークで本当にいいのか、悪いのかということで、参考までに TOPIX と TOPIX1000、これは TOPIX の下半分をとって 1,000 銘柄程度に押さえたものでございます。それから、パッシブのベンチマークとして使われますのが、Russell/Nomura Prime、こちらは東証一部以外にも東証二部、または JASDAQ といった

ものも含めて、かつ時価総額の大きいもので 1,000 銘柄に絞ったというベンチマーク、パッシブではよく使われるベンチマークと認識してございます。

これらベンチマークのリスク・リターン特性ということで、11 ページのところ、過去 10 年間のリスク・リターンを拾ってみたところでございます。まずリスクのほうから見てまいりますと、TOPIX のリスクが大体 18.3%、TOPIX1000 が 18.4%、Russell/Nomura Prime 18.3% ということで余りかわり映えしないといったところがございます。

また、リターンのほうですが、TOPIX が 4.7%、TOPIX1000 が 4.56%、Russell/Nomura Prime 4.82% ということで多少差はあるのですけれども、大きな差は出ていないといったところかと思えます。この差でございますけれども、TOPIX に対して、TOPIX1000 が少し劣ってございますけれども、この過去 10 年間振り返ってみますと、小型株が比較的パフォーマンスよかったこともございまして、その分、小型株の多い TOPIX のほうが TOPIX1000 を上回っていると認識しています。また Russell/Nomura Prime が 4.82% ということで、TOPIX よりもリターンがよくなっています。これは TOPIX と Russell/Nomura Prime で、浮動株調整の仕方が少し違ってございます。浮動株調整の考え方の違いで Russell/Nomura Prime の銀行株がアンダーウェイトになっているといったことがございます。この 10 年を振り返ってみると銀行株は少ないほうがよかったというのが Russell/Nomura Prime のパフォーマンスが少し優った原因になっていると認識しております。リスク・リターンで見ると、そんなに大きな差はなくて、特に TOPIX から変える必要性はリスク・リターンの観点からはないのではないかと考えているところがございます。

違う視点でございますが、流動性の観点で本当に TOPIX がいいのだろうかという議論が一方であるわけでございます。国内株式からのキャッシュアウトの可能性でございますとか、また、リバランスの際に国内株式を売ってほかの資産を買わなければいけないといったことも今後想定できるわけございまして、その際に小型株を含んだ TOPIX よりも大きな銘柄に絞り込んだ TOPIX1000 や Russell/Nomura Prime のほうがいいのではないかという議論があるわけです。そうした観点から、取引コストということで、TOPIX、TOPIX1000、Russell/Nomura Prime、3つを比べてみたのが 11 ページの下の方でございます。結論的に言いますと、取引コストの面で余りかわり映えしないという結果でございます。

これはどういうことかと申し上げますと、私どものパッシブの運用機関に対して、一部資金回収等で売ってくださいと指図をいたしますと、かなりの運用機関はまず先物を売るというオペレーションから入ります。先物を一旦売って、その後で徐々に先物と現物を交換する。これを EFP 取引と申しておりますけれども、先物を建てて、それを現物と交換して現金化するといった手法をとる先が多くございます。そうした EFP 取引というものを考えますと、先物は TOPIX ですので、先物と構成が同じ TOPIX のほうが証券会

社もより安いコストで交換に応じてくれるということです。一方、先物 TOPIX と構成が違う TOPIX1000 や Russell/Nomura Prime でこの EFP 取引を組むと証券会社からはより大きなコストを請求されてしまうということをごさいます、こうした観点から余り銘柄を絞り込むといったメリットはどうもないのではないかとこの分析の結果になってまいります。

続きまして、本文に戻りまして、5 ページ目でございます。(2) のアクティブファンドをどうしようかという議論でございます。①でスタイル特化型をどうしようかということで、スタイル特化型、バリュー、グロース、小型といったものについては廃止の方向で考えるということでございます。コンサルタントから、年金運用のユニバースを取り寄せてみますと、バリューインデックスとかグロースインデックスをベンチマークにしているファンドはほとんどないといった現状がございます。もちろん運用のスタイルとしてバリュー型運用、またグロース型運用というのは運用スタイルとしてはございますが、そういうファンドは皆さん、いや、私は TOPIX がベンチマークですということで主張されていまして、こういうスタイルインデックスをベンチマークにしているものは残念ながら世の中になんかいないということがわかっております。したがって、スタイルベンチマークを掲げて募集をかけても企画倒れになってしまうのではないかとということで、スタイル特化型は廃止の方向で考えているところです。ただ、全体のスタイル管理という意味では BARRA のモデルを使って、スタイル管理は引き続き続けていく必要はあるかと考えております。

②でエンハンス型をどうしようかということです。カテゴリーとしては、エンハンス型は残念ながら期待外れの結果となっていることもあります。したがって、エンハンスというカテゴリーで募集することは今回しないということで考えております。ただ、個別のファンドで TOPIX ベンチマークのクオンツ型のファンドでいいものがあればそれを採用することは否定しないということでございます。

③にアルファ源泉の多様化ということでございます。この5年間を見てまいりますと、私ども 17 ファンドのうち6 ファンドしか勝てず、11 ファンドはマイナスといった状況を踏まえますと、なかなか伝統的なジャッジメンタル、またはクオンツの手法が機能しづらいといった状況があると考えてございます。したがって、今回見直しに当たってはいろいろな手法に目配りする必要があると考えてございまして、具体的には、資料の 13 ページをごらんいただければと思います。

最近、国内の上場株式の運用においても、ベンチマークにとらわれない運用ということで、いろいろな運用スタイルが出てきている状況と認識しております。例えば 13 ページでの表で掲げてございますけれども、本源的価値志向、サステイナブル・グロースといったように、いわゆるウォーレン・バフェット型の運用と申しますか、将来的に成長が見込める銘柄に集中的に投資をし、それで長い間かけてリターンを実現していこうといった形の運用手法が少しずつ出てきていると聞いているところでございます。今日

はこうした手法にも目配せしながら、広く厳選していこうと考えているところでございます。

また、12ページをごらんいただければと思います。こちらは新しいインデックスということで、従来の時価加重とは違った考え方のインデックスがいろいろ出てきているような状況でございます。一例として申し上げますと、12ページの一番右端などで、外需関連業種 Wide Index ということで、海外売上高が多い業種だけを集めたインデックスといったものが既につくられて、そうしたファンドもあるといったような状況がございます。こうしたものも幅広く、同様に目配りをしながら公募をやっていく必要があるかと考えてございます。

本文にお戻りいただきまして、5ページ目の(3)でございます。今回、アクティブ・パッシブ両方見直しということでございますが、パッシブについてどう考えようかということで、従来、パッシブにつきましては、ファンド数が少し多めでございます。国内株式につきましても6ファンドございますけれども、これらについても、運用手法、手数料等で厳正に審査をしていきまして、数を絞っていく方向で考えているところでございます。

6ページ目、最後のページ、アクティブ比率の問題でございます。前回のマネジャーストラクチャーにおいては、エンハンスはこうしましょう、バリュー、グロースはこうしましょうということで事前にスキームを決めて臨んだわけですが、今回は外国株式と同じような手法でございますけれども、公募で幅広くファンドを募りまして、そのファンドを厳選していいものを積み上げていくと。その結果としてアクティブ比率、ファンド数が決まっていくという形でストラクチャーを組んでいこうと考えております。

国内株式の運用見直しにつきましては、説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、いかがでしょうか。

○村上委員 お話の中で心配しております点は、資料の3ページにありましたように、前回かなりドラスチックなスタイルの見直しをして、それが結果として劣後するファンドが多くなった要因になってないかということですね。結局、前の5年間とか今のトレンドを見てマネージャーの構造を変えようということをしなすと、後追いになってうまくいかないことが結構いろいろなシミュレーションをしてみるとよくあるということです。先ほど部長の御説明にもありましたように、伝統的なクオンツやジャッジメンタルがこの5年間は機能しなかったのかもしれないのですが、それがずっと機能しないものかどうかということ、この5年間が特殊だったのかどうかということも GPIF として判断しなければならないところになってくるのではないのでしょうか。また、そここの判断を間違えてしまうと、現在いろいろ出てきているような新しい戦略のファンドを追っかけてしまうと、次の5年間でまた間違えてしまっていたということも起こり得ますので、これは非常に難しいことなのですけれども、そここのところは本当に普遍的なものが何なのかということを追求していく必要があるのではないかと思います。

●陣場運用部長 その辺は答えのない世界でございますので、公募をして、あらゆる手法を虚心坦懐に見つめて、本当にいいものを選んでいくことに尽きるのかと思っております。特にアクティブというのは、これは村上委員も御承知のように、ゼロサムゲームの世界で大変競争が激しい世界でございますので、その辺の状況を見ながら、これが過去5年間そうだったけれども、今後5年間はどうなるのだろうかということにもきちんと思いをはせながら選んでいければと思っております。

○村上委員 よろしく申し上げます。

○山崎委員 パッシブで書かれている中に現行の考え方で選定するとありますが、現行の考え方というのは結局どういう考え方ですか。

●陣場運用部長 今まで外国株式、外国債券、国内債券パッシブの選定を行ってまいりましたけれども、そのときの過去の3回の考え方は、運用能力と手数料と二本柱で見ます。過去の経験からすると、運用能力ではインデックスに合わせる技術ということですので、ほとんど差はつかない。実際には運用手数料のところちょっと差がついて数が絞り込まれていくというような推移をしております。そうした考え方で選定するのかなというところがございます。

○山崎委員 つまり、今、6ファンドあるが手数料で並べてみて、半分ぐらいの数でいいのではないかと。それはファンドの規模を小さくするのではなくて、運用機関の数を絞るほうが、効率が上がるという理解でよろしいのですか。

●陣場運用部長 はい。

○稲葉委員 私の感想で、若干先ほどのオルタナティブ投資にも関連することなのですが、この5年間ぐらい時間をかけて、長い期間か短い期間かという議論はあるのですが、ストラクチャーを見直すことに結局過程にはなったわけですね。5年間前、ドラスチックに見直したことが裏目に出たのか、その辺は何ともいえないということで、経験というか、教訓的には余りドラスチックにやっても、それなりの成果が出てくるというわけでもどうもないだろうと。そうすると、そういうドラスチックに変えるというよりは、先ほどちょっとおっしゃったように分散をきかせたような、そういうファンドのいろいろな違った性格のファンドを入れておく方が、よほど意味があるのではないかと感じるのですね。

こういうのを見るにつけても、もともと長期的保有でもってじっくりその成果を見るというのがなかなか難しく、オルタナティブ投資などでも、がまんしながら長く見ていくことができるかどうかというのが大事な要素だと思うのですが、外部からのプレッシャーとかいろいろあって、どうしても我々は短期的に見がちなのですが、そのところは心してやっていかないといけないという感じがしましたですね。

○佐藤委員 私も他の委員の方と同様のところなのですが、後追いにならないようにしてほしいということと、この間、勉強会でいらしたアブダビの方で、元CaIPERSのCIOの方が、大規模な基金がアクティブ運用の超過収益をどこでとれるのか、そういっ

たときにパブリックの効率的な市場ではなかなかとることが難しいのではないかと。中規模、小型規模の基金であればニッチにいろいろなものを見てパッとピックアップしてとっていくことはできるのだけれども、大きい規模になるとまた話は別ですねというお話があったと思うのですけれども、これが GPIF にも当てはまる所が大きいのではないかと。こういったストラクチャーの見直しも結構なのですけれども、その戦略で本当にこの資金規模の GPIF が、今後 5 年間、長期でやってもとっていただけるかどうか。

13 ページにある戦略は非常にすばらしい戦略だと思うのですけれども、伝統的なアクティブ戦略だとうまくいかなかったということで、ここ 2～3 年いろいろな人たちが注目して結構いいものは刈り取られてしまっている、クローズしてしまっているといったような気もいたしますので、そういうところもよくよく検証されて。長期投資に資するものなのかどうか。

それから、むしろ 12 ページにあるようなベータの分散をいろいろ考えていくほうがいいのではないかと。そういう気もいたしますので、そういう複眼的な視点から国内株式のマネジャーストラクチャーを考えていただければと思います。

- 陣場運用部長 おっしゃるとおりでございます。規模の制約は確かに制約条件としてある可能性がございます。先ほど説明を省きましたけれども、前回のマネジャーストラクチャー時に 5 千億円を超えるようなファンドが結構ございまして、それは規模を均一化といったような措置をとっています。ただ、それでも私どものファンドですと、1 社 1 千億円から 2 千億円ぐらいの規模になってまいりますので、これは一般の企業年金のアクティブファンドからすると規模が 1 桁ないし 2 桁ぐらい違ってまいりますので、そこは確かにアルファの制約になっている可能性十分ございます。そこは注意をしたいと思います。

それから、13 ページのこういう新たな運用スタイルでございますが、これは本当に規模が小さいものが多くて、多分現状の 1 千億円とか 2 千億円の規模ではとてもお任せは多分できないだろうと。慎重に規模を踏まえながら多分選んでいくことになるかと考えております。

- 宇野委員長代理 取引コストの検討をしていただいたのは今回よかったと思うのですが、200 億円というのは、例えば 1 日の 1 回の売却量、金額として妥当な金額として選ばれたのか。

- 陣場運用部長 1 日に、私どもは売却の依頼をするに当たって大体このくらいを前提にやるということになりますので。

- 宇野委員長代理 それから、EFP の場合のコストなのですが、これは売りを前提にして出していますけれども、買いの場合、同じようなコストですか、少し違ってくる可能性がありませんか。

- 陣場運用部長 買いのときは想定してなかったもので検証してはございません。

○宇野委員長代理 現物と先物の間で、基本的にはコストキャリー分だけ先物は高いですね。そのメリットが、持っているものを先物で売っておいて、現物で代替する。このときには高く売れるという部分がコストの節約要因になってくる。逆に今度買い建てに行くときには、先物で先を買っておいて、後で現物と交換するとなると、現物の価格よりも高い価格で買いに行くケースが出てくるのではないのか。往復で、既に持っているものを売却する方法としての有効性はここにあらわれていると思うのですが、ポジションをつくってというところまで考えると、これの場合ではないのではないかとこのところがちょっと気になったのですけれども。

●陣場運用部長 そこについては追加的に調査をいたしたいと思います。

○宇野委員長代理 将来に向けてなのですけれども、前にもちょっと申し上げたことがあるのですが、TOPIX をパッシブ運用のベンチマークとすることを今後も継続していかどうかということに関して言うと、パッシブ運用が広がった1つの背景は、アクティブがなかなかパフォーマンスできない。もう一つは、市場が効率的だからリードできないと、2つあると思うのですが、市場が効率的だということは必要な情報は価格に織り込まれているのだという議論ですね。今、TOPIX 採用銘柄のアナリストカバレッジを調べると、下位の分位のところは10%か20%しか銘柄がカバーされてない。逆に言うとアクティブ運用のチャンスがそれらの銘柄が多くて、つまり効率的な価格形成がされてない疑いが十分にあるということを見ると、TOPIX 全体、プライスを信じてやるパッシブ運用の今後継続することに関しては、もう少し慎重ないろんな角度から検討してみる必要があるのではないかとちょっと感じておりました、今回の見直しに間に合わせる必要はないと思うのですが、中期的にはそういうことを考える必要性が出てきているように私は思っております。

●陣場運用部長 引き続き、検討させていただきたいと思います。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、次のリスク管理状況の報告を、委員限り4に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り4につきまして、御報告申し上げたいと思います。

まず、8ページ目をごらんください。収益の状況でございます。1月の状況ですが、米国が財政の崖を回避したとか、また、安倍新政権への期待もございまして、1月単月で3兆7千億円の収益上がってございます。

9ページ目をごらんいただきますと、1月の収益の分解ということで申し上げますと、円安、株高が進んだこともございまして、外国株式が1兆6千億円弱、国内株式が1兆3千億円と、非常に好調であったということでございます。

1ページ目をごらんいただけますでしょうか。内外株式の時価総額が膨らんだ一方で、全体のリスクという観点から見ますと、国内債券のアンダーウェイト幅、1月末をごらんいただきますと、-8.9%ということでございまして、リスク性資産が膨らんだ反動として、国内債券がアンダーウェイト、乖離許容幅の8%を超えてしまったという状況

がございます。この状況なのですけれども、この間、短期資産からの振替え等で国内債券にどんどん移しているのですが、市場の動きが大変激しかったということで、それでも、なお、国内債券が乖離許容幅を下回ってアンダーウェイトになったという状況です。足下もオーバーウェイトの資産からアンダーウェイトの資産に移すといったオペレーションを連日行っているところですが、3月末時点でこれがどうなるかということにつきましては、市場の動向等の関係もございまして、予断を許さない状況になっているところではあります。

次に、11 ページ目をごらんいただけますでしょうか。アクティブ運用の超過収益の状況についてごつかいつまんで御報告申し上げます。11 ページ、細かい字で恐縮でございますけれども、1月の状況、特にアクティブだけ拾ってまいりますと、国内債券が0.03%のプラス、国内株式が0.53%のプラス、外国債券が0.02%のマイナス、外国株式が0.12%のプラスということでございまして、1月は久々に国内株式のアクティブが高い超過収益を上げております。これはファンダメンタルな相場にちょっと回帰したということで、今の私どものファンドのスタイルが相場に久々に適合したといったことで大きなプラスが出ているといった状況でございます。

リスク管理につきましては、説明は以上でございます。

○植田委員長 先ほどの国内債券が許容乖離幅下限も下回る。これはルール上どういう扱いになるのでしょうか。

●大江審議役 それでは、私から御説明申し上げますが、基本的には、私どもこういうふうに毎月御報告をさせていただいております実績の乖離状況を見て、そこから超えているようであれば、この乖離許容幅の範囲内におさまるようにオペレーションをします。ただ、その場合に、直ちにおさまるようにやるということではなくて、マーケットに与える影響もありますので、マーケット環境を見ながら、わかりやすく言うと、むちゃなことはせずに、場合によっては時間をかけて、あるいはできるようであれば直ちに戻していくと。

ただ、今、現状、運用部長が申し上げましたように、正直言いまして、国内債券を買って、ほかの資産を売ってというようにオペレーションを行ってもマーケットでは、株高あるいは円安が進んでおりますので、それは大変ありがたい話でございますが、そういった中で、私どもはできる限りの努力をしていくと。ただ、最終的には、3月末の状況は、それこそ3月の最後に、私どものオペレーションの後に、相場が大きく、それはそれで、私どももどうしようもない場合もございまして。したがって、3月末の状況というのも大変重要ではございますが、3月末でまた仮に超えているようであれば、またそこをスタート時点として新年度に入って、引き続きオペレーションを続けていく、そういう考え方でやっております。

○植田委員長 よろしいですか。

○臼杵委員 済みません。

○植田委員長 どうぞ。

○臼杵委員 先ほどのオルタナティブの話にちょっと戻させていただいて、1点だけ、4月以降にまた調査の結果をお教えいただくということなのですが、先ほどの話でいくと、PEと不動産とインフラとがあって、それぞれ独自でやる場合と共同でやるという選択肢があると思うのです。まだ、余り結論を言うのはどうかとは思いますが、GPIFのような性格からすると、インフラの共同投資というのはなじむかなど。全く個人的な考えもあるので、その3つと、それから、スキームですね。それぞれのメリットとデメリットがわかるような形で、できれば御報告いただければと思っています。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

●大江審議役 1点、補足で、最初の年度の予算で、山崎委員から御質問いただいたもので、大変恐縮ですが、私ではなくて、管理部長のほうから、今、お答えさせていただきます。

○高野管理部長 済みません、もう一度、委員限り1の資料の平成25年度計画案の10ページ目をお開きいただけますでしょうか。

厚生年金勘定の支出で、総合勘定へ繰入ということで、7兆1,686億円がございます。この7兆1,686億円は何かと申しますと、これは平成24年度の分配金の受入として既に存在しているものでございまして、それに基づいて25年度の支出があるという形になっています。

それから、次に厚生年金勘定の収入について、総合勘定より分配金受入というのがありまして、これが3兆5,668億円ございます。これが言ってみれば翌年度に繰り越していくということになっています。

厚生年金勘定と国民年金勘定は以上のように、収入、支出とも当年度だけの数字を書いているために、収入と支出の数字は一致しませんが、総合勘定におきましては、収入の部と支出の部は、見合った形で収支が表現されているという状況でございます。ちょっとわかりづらいですが、以上のような御説明で御了解いただければと思います。

○植田委員長 ありがとうございます。

●清水調査室長 先ほど臼杵委員からの最後の御意見でございますけれども、これはあくまでも調査委託先からの報告という形で、3月末にそれを受け取りますので、我々としては、きょうの御意見等も踏まえまして、3月末の報告を前提に、今度は私どもとしてのフィージビリティという観点からどのようなことができるのか等も踏まえながら検討してまいりたいと考えております。

○植田委員長 それでは、事務局から御連絡等ございましたら、お願いします。

●大江審議役 次回の運用委員会ですが、4月12日（金曜日）、時間は今日と同じく午後4時からでございます。場所はこの会議室でございますので、よろしく願いいたします。

○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す。