

第 68 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 25 年 5 月 27 日(月)14:00～15:30

2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 参加者:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・大野委員
・小幡委員 ・薦田委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員

4. 開 会

5 議 事

(1) 基本ポートフォリオの検証について

(2) リスク管理状況等について

(3) その他

●大江審議役 それでは、定刻より前ですが、おそろいでございますので、ただいまから第 68 回運用委員会を開会いたします。

委員は全員御出席でございますので、会議は成立しているということで御報告を申し上げます。

続きまして、資料の確認でございます。種類が多くございますが、議事次第、座席図のほかに、

委員限り 1 - 1 中期計画の変更(案)新旧対照表

委員限り 1 - 2 中期計画(案)

委員限り 2 - 1 平成 25 年度計画の変更(案)新旧対照表

委員限り 2 - 2 平成 25 年度計画(案)

委員限り 3 - 1 オルタナティブ投資スキームについての調査研究報告(要約)

委員限り 3 - 2 提携の候補先となる海外年金基金等について

委員限り 3 - 3 オルタナティブ投資のスキームとその評価

委員限り 4 平成 24 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 5 リバランスの検討及び実施について

委員限り 6 平成 24 年度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 7 リスク管理状況等の報告(平成 25 年 3 月)

なお、かなり多くの資料を委員会終了後に回収をさせていただきます。具体的には、

委員限り 1-1、1-2、中期計画に関するもの、委員限り 2-1、2-2、年度計画に関する資料、オルタナティブ投資関係、3-2と3-3、委員限り 4、キャッシュアウトへの対応と今後の見通し、委員限り 5、リバランスの検討及び実施につきましては、委員会終了後に回収とさせていただきますので、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。随行の皆様方も同様をお願いいたします。

以上でございますが、資料はよろしいでしょうか。問題ないようですので、以後の進行につきましては、委員長をお願いいたします。

○植田委員長 今日はお忙しいところ、ありがとうございます。

それでは、早速、初めに中期計画の変更について、委員限り 1-1と1-2、年度計画の変更について、委員限り 2-1と2-2に基づいて、事務局より御説明をお願いいたします。

●大江審議役 私から委員限り 1 の関係と 2 の関係で御説明いたします。いずれも基本ポートフォリオの変更にかかわる部分でございます。基本ポートフォリオにつきましては、4月2回にわたりまして御議論いただきまして、その結果をもとに中期計画と年度計画を変更しようというものでございます。

まず、中期計画ですが、委員限り 1-1 の横長の表で、右が現行、左が変更案でございます。その表の中の数字が変更ということで、資産構成割合、現行は国内債券 67%、国内株式 11%、外国債券 8%、外国株式 9%、短期資産 5%でございますが、この2回にわたる御議論の結果を踏まえ、資産構成割合を国内債券 60%、国内株式 12%、外国債券 11%、外国株式 12%、短期資産 5%と変更する内容でございます。

なお、(注)にありますように、変更後の中期計画は、厚生労働大臣の認可の日から施行するというのでございますので、今日御了解いただきましたら、まず厚生労働大臣に認可の申請をいたしまして、後は厚生労働大臣側で認可の手続に入るというものでございます。

委員限り 1-2 はそれを資料にいたしたものでございまして、4ページをお開きいただきますと、4.(2)基本ポートフォリオというものがございまして、その中に変更後の数字を書き込んでおります。全体を見ていただくという趣旨で全体版も用意しております。

それから、委員限り 2-1 でございます。これは年度計画ということで、同じように年度の計画にも基本ポートフォリオを書いておりますので、同じように、現行、変更案をここに中期計画と同様のものを記載させていただいております。

なお、年度計画につきましては、中期計画と異なりまして、変更後に厚生労働大臣に届け出るというのが法律上の規定でございまして、中期計画の変更について、認可がとれ次第、大臣に届け出るという手順になるものでございます。

それから、委員限り 2-2、同じように、年度計画全体版でございまして、同じく 4ページの下、4.(1)基本ポートフォリオということで、変更後の数字を記載させて

いただいております。

私からの説明としては、以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○能見委員 これは、厚労大臣はどのようなプロセスで認可をするのですか。

●森参事官 これは独立行政法人の中期計画の変更になりますので、独法評価委員会というものを開きまして、それを受けまして認可することになります。また中期計画の変更につきましては、財務省に協議をすることになっています。実を言いますと、財務省とは内々お話をさせていただいているところでございます。

独法評価委員会でございますが、これは性質上、実施の日等が事前に公開されますと、GPIFの中期目標、ポートフォリオを変更することになるのだということがわかるかもしれませんが、開催するに当たっては実施の日も事前にはお知らせをせず、これは非公開で実施したいと考えております。

○小幡委員 財務省と事前協議するのはおかしくないですか。

●森参事官 これは独法の中期計画につきましては。

○小幡委員 おかしくないですかというのは、今日決めてから協議すべきではないですか。

●森参事官 おっしゃるとおりです。事務的にということでございます。

○小幡委員 それはいいのかという問題なのですか。

●森参事官 仮に早々に認可という形になれば、進めるためには財務省と正式に協議する必要があるのですが、早めに手続を進めるという観点からするとあらかじめ背景等について内々に話してということでございます。言葉を訂正させていただきます。

○稲葉委員 これを認可、申請して通れば対外的に発表ということになるわけですが、したがって、対外的な発表の仕方も、認可をとるときの説明も同じ説明でないといけないわけです。現状、資料がここにはないわけですが、基本的な考え方、変更に至った考え方について大筋を説明していただけませんか。

●大江審議役 私どもが対外的にといいますと、これはそもそも変更認可を得て最終的に公表するという扱いになります。したがって、内容が内容ですので、恐らくしっかり記者発表という形で記者レク・ブリーフィングも行うことになると思っています。そういったことでの説明の仕方で考えておりますのは、まず、私どもは、去年の10月に会計検査院からの報告書を得て、その後、厚生労働省からの要請に基づきまして、暫定ポートフォリオである現状の基本ポートフォリオ、この検証を行いました。それが去年の秋に会計検査院から指摘を受けてから準備をしております、4月に入って運用委員会でも御議論、御審議をいただきながら、変更すべしという結論を得ました。

その際に、私どもはリスクとリターン、これを足下のデータまで基づいて検証しておりますけれども、第2期の基本ポートフォリオをつくったときとリターンは変えていない。リスクは直近までの数値を参照しているということ、その結果に基づいて粛々と検証していった結果、こういう数字が、国内債券並みというリスクの考え方に立った場合

の一番効率的なポートフォリオであるということを確認して、それに変更するのだと、そういう言い方をしていこうかと考えております。

- 大野委員 前回は申し上げたのですけれども、基本ポートフォリオを見ますと、国内債券が減っていますので、特に記者会見等においては、必ずしも GPIF が国債を売っているということではないのだというところは十分認識していただくような、そういうような受け答えをぜひお願いしたいと思います。
- 大江審議役 その点については、特に運用委員会では、どちらかというところ、検証という客観的な御議論をさせていただいていますが、記者発表する際には、足下3月の数字は我々には出せないわけですけれども、12月末の実際の構成割合、これは今回の変更後の基本ポートフォリオに近いこともあって、基本ポートフォリオを変更することで国内債券にしる株にしる、売ったり、買ったりしてマーケットに余り影響が出るというような状況ではないということは、むしろ資料にはっきり書いた上で公表してはどうかということと考えております。
- 大野委員 特にお願いします。国内株式、外国債券、外国株式の評価が上がる、あるいは為替が、円高が修正になったと、こういう効果でほかの部分膨らんでいるというのが主な原因だと思いますので、そここのところは誤解のないように。
- 大江審議役 そこを第一に、そこは本当に明示をして公表できたらなと考えております。
- 大野委員 お願いします。
- 小幡委員 今のところなのですけれども、我々としてはこの公表によって、債券市場も国内株式市場もマーケットインパクトは基本的にはないという認識で発表するということですか。
- 大江審議役 はい、そうです。
- 小幡委員 あった場合にはどうしますか。ないはずだという説明をするということですね。つまり、今のポジションと、これから新たに需給バランスを変えるわけではないと、短期的に、ですね。
- 大江審議役 説明としては、おそらくこれで基本ポートフォリオを変えたことで、それに向けてリバランスをしなければいけないということはないというわけです。ただ、マーケットが、例えば国内株とか円安がさらに進んで、変更後の基本ポートフォリオでもさらにそこからのリバランスが求められるかどうかというのはマーケット次第なのですが、ただ、基本ポートフォリオを変更したことによって足下のウェイト、それに近づけていかなければいけないというようなベクトルは持っていないと、そういう言い方になるかと思えます。
- 小幡委員 そうなのですけれども、ただ、本来の変更前からすれば、国内債券のウェイトを67%まで戻して、合理的に考えれば、戻していくはずなのに戻さないということが正式に決まるわけで、それはそれなりのマーケットインパクトがあるという予測もあり得ると思うのですけれども、そこは。

- 大江審議役 それをそうとる方はいらっしゃると思いますし、むしろ質問が集中するのは、足下はずっと、少なくとも国内債券の乖離許容幅の下限を超えていて、今、リバランスをやっているのでしょうと。それを言うようにとの質問が出てくるかと思いますが、そこはマーケットへの影響がありますので、お答えはできないという言い方にならざるを得ないということなのですが、ただ、基本ポートフォリオを変えたことによって、それに近づけるためのリバランスという意味では、そういうベクトルは持っていないという言い方になると思います。
- 小幡委員 だから万が一、これを出て、インパクトがないはずだと思って発表したけれども、インパクトがあった場合にも説明の仕方は変えないということですね。
- 大江審議役 それはまだ時間はありますし、マーケットの動向次第ではありますが、基本的にはそういうことにはならないというふうには考えております。
- 臼杵委員 まずアナウンスメント効果はありますね。実際の売買はなくても。そこはどう言ったらいいのですか、中長期的にはならされるという言い方ぐらいしかできないと思いますけれども。
- 能見委員 いいのです、やっても。実務を伴わないので、実際に売り買いを激しくそのために伴うようなことでないということが次第にわかってくるので。当面の見方として、非常に株式にはポジティブだと見る人が行動したとしても、実際に GPIF が売り買いに出ていないので、それはだんだん浸透していくので、でも何らかの影響はあると思いますよ。それはそれでいいのではないですか。
- 小幡委員 私の意見を述べさせていただくと、インパクトがないのが理想ですし、理論的にはどちらか、両方あり得ると思うのですけれども、ないのが望ましく、多分ないという予測でやって、それが理解されるような説明をするというスタンスで臨みますと。ところがどう反応するかわからない部分があるので、予想しない反応がある可能性もあります。今、おっしゃったように一時的な混乱もあり得るけれども、そこで説明ぶりがぶれないことがとても大事だと思っていて、一貫して、最初から言っているとおり、全くこうでこうだという言い方を、仮に向こうがいかなる誤解をしたとしても、基本的には、それは状況次第の部分もちろんあるのですけれども、基本的にぶれないというスタンスで臨んで理解に努めるというほうがいいと思うので、そこを確認しておきたい。
- 大江審議役 そういう方針で臨みたいと思っております。
- 小幡委員 ただ、状況によっては、説明を多少変えざるを得ないというか、補足説明というか、変えるというよりは、補足的に何か説明しないと誤解が解けない可能性もあります。それはそのときに説明ぶりを協議するということですか、それとも。
- 大江審議役 協議というか、そこは私どもにお任せをいただいて。
- 小幡委員 ということですね。
- 大江審議役 はい。マーケットは日々変化しておりますので、それは公表までにどういう事態が起こるかわかりませんが、ただ、基本的には、むしろ足下のポジションに近い

形の基本ポートフォリオなるので、このために無用に売ったり買ったりはしないので、どうかそこはマーケットに影響がないということで御安心くださいというような言い方、どこまで御安心と言っていいのかどうかわかりませんが、そういう説明の仕方になるろうと思っております。

- 清水調査室長 それに関連して、今後、基本ポートフォリオに係る中期計画の変更に関しまして、今後、独立行政法人評価委員会等における審議が行われることで、そういった審議の過程あるいは公表後のマスコミ対応と、こういった局面で、1つ、見直し前後の基本ポートフォリオと、あと年金財政、この関係について説明が求められることもあるだろうと理解しております。

振り返りますと、平成21年財政検証において、これは厚生労働省の方ですけれども、長期金利を3.7%、それに分散投資効果0.4%をのせて、いわゆる4.1%の運用利回り、こういう形になったわけでございますけれども、これについてかなり高過ぎるなどのいろいろな議論が起こったわけです。それに対して、第1期から2期の我々の暫定ポートフォリオの策定においては、さすがに4.1%という数字は、この運用委員会でも高過ぎるのではないかとということで、策定のときに長期金利3.0%、これは前回もお示ししたとおりでございます。3.0%という違う数字を使っているわけでございます。

その2つの考え方がどう違うのか。前は数値目標が示されない中で、我々は安全かつ効率的という、そういう観点からの検証だということ。それに当たっては、そのときの、今回もそうですけれども、市場に織り込まれている長期金利の水準等々を参考に3.0%を設定したということでございますとか、あるいは賃金上昇率プラスアルファという、そもそものマンドートの関係をどう考えるかと、こういったこと等いろいろ、特にマスコミ対応におきましては多分いろいろな質問が出てくるのだろうなど。

そこについて、この委員会でもかなり突っ込んだ形で議論はしていませんけれども、そういうことについて、これは第1期から2期のときにどういう議論があったのか。あのときは、当初は賃金上昇率プラス1.6%というポートフォリオをつくらうという形で議論を進めていて、最終的にあのような形で数値目標のない結果になったという中で、その過程でどういう議論があったのか、そういうような材料も含めまして丁寧に説明させていただければということで、その辺は事務局にお任せいただければありがたいということで、御容赦いただければと思います。

- 能見委員 影響がないといった意味の中で、要するにGPIFがアロケーションを変えることによってマーケットが大きく動いて、動いた中でオペレーションしなければいけないというのが一番影響あることなのですね。新しいアロケーションに合わせてオペレーションをしなければいけないというのをマーケットが先取りしてとられるのが、それは今のところほとんどないだろうということになっている。ただ、マーケットにおける非常にリーダー的というか、トップの投資家ですので、当然のことながら、同じような基金のアロケーションに影響をいずれ与えてくると。これは佐藤委員にも聞いた方がいい

と思いますけれども、各基金は少なからず、GPIF がアロケーションを変えたということは当然のことながら各年金基金にそれなりのインパクトを与えて、各年金基金がもう少し、自分たちもアロケーションを変えるかとか、郵貯、簡保、そういうところもありますね。そういう基金等に対して一定の影響力は持っていると思うのです、ここのアロケーションは。それがどういうふうに影響を与えるのかというのはわからないですけども、そういうことはあり得るかと思いますね。

○小幡委員 今のことと、もう一つ、別にお聞きしたいのは、今回の見直しと次の中期計画の見直しとの関係性というか、全く独立しているということでもいいですか。

●大江審議役 これは参事官から補足があるかもしれませんが、平成 26 年の財政検証に関連しまして、国の方が審議会の専門委員会で議論しているものは、まず経済前提から議論をし直して、そのときに、私どもにどの程度の運用の中身を期待するのか。それで、ここで言うと、国内債券の期待収益率にプラスアルファの分散効果、あるいはそれを賃金上昇率プラスアルファとの関係でどのぐらいに考えるのか、そういったことを今後設定していくということでございますので、私どもが今回行っている基本ポートフォリオの検証は、まず平成 21 年の財政検証とやや切り離された形で前回設定した基本ポートフォリオを検証しているということで、財政検証やそれに基づく次期中期計画とはそもそも連続をしていないということがございます。

したがって、この場でも調査室長からも何度か申し上げているかもしれませんが、通常ですと、来年の年明けに財政検証での数字が出てきて、それをもとに多分 1 年ぐらいかけて、私どもが基本ポートフォリオをつくっていくと。そういう意味で、平成 27 年度からの第 3 期の基本ポートフォリオに向けて、また、いろいろ作業が始まるわけですけども、そういった作業の中でまたいろいろなことが考えられていくのかと考えております。

●森参事官 私も確か 4 月の最初のポートフォリオ検証のときに申し上げたかと思いますが、けれども、次の平成 26 年財政検証に向けたポートフォリオの見直しにつきましては、今回の検証を受けたところの見直しとは概念的には別のものだというように考えております。

○小幡委員 現在の外的環境といいますか、制度的なというか、そういったものを全部踏まえた上で、現時点では今ベストのものがこれで、次の 5 年に向けて修正する方向の中間的な微修正をして、次、本格的な修正するというわけではなくて、今回は今考えられるベストをやりましたと。また、次の中期計画で状況が変わったり制度的な要請が変わったりすれば、そのときベストのことを考えますということで、これはこれで打ちどめというか、現状のベストが今回の変更案だと。これ以上の変更は、外的な要件が変わらなければ、現メンバーとしては余り考えてないということになるということですね。

●大江審議役 そうです。定期的に検証するというのはどのぐらいの頻度で考えるかということもあるのですが、ただ、来年早々に財政検証の数字が出て、その 1 年後に基本ポ

ートフォリオの変更ということになると、今回策定した基本ポートフォリオの次は第3期の基本ポートフォリオの策定。それに前提となる経済前提と目標数値、こういったものが与えられて、再度ここでも御議論いただく、そういったことになるのだろうと考えております。

○小幡委員 例えば、国内債券の構成割合が今回は67%から60%に減ったから、次は55%にするのではないかとか、方向としてだんだんリスクをとるようになってくるのではないかというような邪推に対しては、これで、今、現状でベストなので、もし外部環境や制度的な要請も違えば全く違う、全くは違わないかもしれませんが、違った議論になるけれども、現時点でのベストを尽くした結果だということですね。

●大江審議役 そういうことです。

○宇野委員長代理 この前提になった各資産のリターンとリスク、これについては公表されますね。それから、相関。

●大江審議役 どういう形で公表するか。

○宇野委員長代理 ウェイトが変わったのは、その3つの数字のどれかが変わったからというのが今回のプロセスですね。

●大江審議役 はい。

○宇野委員長代理 どこが変わったので、こういうアロケーションに変わったのかというところはどのように説明される予定でしょうか。

●大江審議役 まず公表する内容をどこまでとするかというのは、タイミングを見て、そういった御指摘の、各資産のリターンとか、リスクは公表しようというふうには考えております。その上で、対外的に例えばマスコミに対しても、何が変わったので、これを変えるのですかということについては、私どもはこの場でも御説明してきたとおり、リーマンショック後、特に株とか外国資産、為替のマーケットが落ちついてきて、リスクが減少してきた。そういった中で国内債券並みのリスクを前提としても、少しリスク性資産を増やすほうがより効率的なポートフォリオになるということで、結果としてその分が増えたのです。総じて言うとそういう形で御説明していくことになると思います。

○宇野委員長代理 国内債券並みのリスクというものの大きさに対する基準が見直されたということですか。

●大江審議役 そういう意味では国内債券のリスク自体も大きくなっておりますけれども。

○宇野委員長代理 基本的に、例えば相場観があって今回アロケーションを見直したのではないのだと、方向性についてですね。むしろ資産間のリスク・リターンの関係と相関の関係がこの間大きく変わってきている。これを反映させて、改めて最適ポートフォリオを推定したところ、こういったものがより効率的なものが出てきたということのを正しく伝える必要があると思うのです。そのためにはある程度前提として作業をした。というのは、これまで各資産ごとの期待リターンとリスクの大きさというのは公表していますね。だから、その数字が前はこうで、どう変わったのだ。相関はどう見ているの

だという部分を基本情報で出さないと、論理的に、どうしてアロケーションが出てきたのかということについて、変な邪推、国債のリスクが高まっているからではないかとか、その他のことをかえって憶測されやすいのではないかと思いますけれども。

- 大江審議役 タイミングを見計らった上で公表はしたいというように考えております。
- 小幡委員 今の宇野委員がおっしゃったことは、タイミングも、一緒に公表したほうが、後出しだとちょっと誤解されるのではないかという御趣旨ですね。
- 宇野委員長代理 一緒に言わないと、なぜこうなったか。今度の新しい数字というところが選ばれたのかということころは、えいやと決めたわけではないし、相場観を見てこうしたわけでもないし、従来と同じやり方で最適なリスク・リターンを選択した結果、こうなったのだというのが基本的な認識だと思うのですね、一般における。それはかえって説明された方がいいのではないかと思います。
- 植田委員長 難しいところですね。
- 稲葉委員 よく考えてみますと、冒頭に質問したのですけれども、こういう計画案とか、こういうのは出ているのだけれども、実際それをどうやって説明するのか、認可をとるとき、どうやって申請するのか、対外的にはどうやって発表するのかという、そういう説明の仕方は1枚の紙になって提示されてもよかったなという感じはいたしますね。そのことで、そういった基本的なデータまで入れることが、余計な思惑を生んだり、そういうことはないかどうかというのはこの場で議論すればよろしかったのではないか。もし間に合うのであればそうした方がいいのではないか。
- 三谷理事長 対外的に発表するペーパーとか、それに皆様方もひょっとしたら取材を受けるかもしれないので、余り専門的な領域に立ち入るとまたいろんな説が飛び交っても困りますけれども、基本となる想定問答のようなものは対外発表のタイミングを見計らって皆様方にお送りしたいと思っています。今の細かな数字をどうするかということについては、いずれにせよ、どこかの時点で発表することは間違いなしののですけれども、対外公表の日にするのか、それとも若干時間を置いて公表するのか、その辺は検討させていただければと思います。
- 植田委員長 そういうことでよろしいでしょうか。それでは、この案件はここまでにしたいと思います。

続きましてオルタナティブ投資スキームについての調査研究報告について、委員限り3-1、3-2、3-3に基づいてお願いします。

- 清水調査室長 それでは、委員限り3-1、3-2、3-3に基づきまして、私から御説明申し上げたいと思います。3月の2回目のこの委員会におきまして、オルタナティブ投資のフィージビリティ調査につきまして中間報告をさせていただいたわけですが、3月末という形で各社から最終報告書が出そろいましたので、今回は最終報告を要約したものをこの委員会に御報告させていただければという趣旨でございます。ただ、内容につきましては、ほとんど3月27日の中間報告と同じで、それに若干の修

正と追加事項があるといった程度でございます。前回の中間報告における確認も含めて御説明いたしたいと思っております。

まず、2ページ目の上の部分でございますが、特にこちらにつきましては、プライベート資産と海外年金の動向を踏まえて GPIF としてこういった投資をどう考えるべきか、ということで、海外の公的年金がこれまで積極的に取り組んできたオルタナティブ投資に、GPIF としてはそういう投資機会に接することなくきたのではないかと。そういう意味で海外年金ではそういったものが一般のプラクティスになっていることも踏まえると、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を目指す受託者責任の観点から、プライベート資産について前向きな検討を行うことが期待される。ここが一応確認ということでございます。

次に基本ポートフォリオとの関係ということございまして、2ページ目の下の部分でございますけれども、ここで言うておりますのは、こういうオルタナティブ投資を実施するに当たって基本ポートフォリオの1つのアセットクラスとして位置づけることも考えられなくはないわけですが、ここでは PE (プライベートエクイティ) 投資については、外国株式アクティブ運用、あとインフラ (インフラストラクチャー) 投資につきましては、外国債券のアクティブ又は外国株式アクティブ、こういう形として位置づけることも考えられるという趣旨でございます。

4ページ目ございまして、日本国内のインフラ、PE についての現状認識ということでございますけれども、まず日本のインフラ市場、ここはまだ黎明期で、取引額、市場参加者等さまざまな面において未成熟な段階であろう。また PE 市場につきましても、国内に有力な GP は少なく、まだ発展段階だということでございますので、今後、市場の拡大により投資機会等が多く提供され、成熟するまでは、日本国内への投資については、いわゆるグローバル投資の一環として取り扱うことが妥当だということでございます。したがって、日本に特化した形でのマndレートは避けた方がいいという趣旨と認識しております。

あと、下の部分でございますけれども、ここはいわゆるマーケットにおける PE 投資の意味ということございまして、当然ハイリスクの投資という見方もあるわけでございますけれども、一方で、ほかの見方もあるということございまして、御案内のように、私ども昨年の6月にエマージング市場の上場株式への投資を開始したわけですが、実際にそれを、特にセクターを見てみますと、上場株式に多いいわゆる素材、金融、こういった成熟産業に偏っていると、こういう傾向も見てとれるということでございます。

一方で、エマージングの PE ファンドの投資先を見ますと、エマージング諸国のこれから伸びが見込まれる中間層、そういった消費層をターゲットにしたサービス、製造業とこういったところにフォーカスしているようなファンドも多いということで、上場株式で見られるような偏ったセクター、これを逆に補完するような、こういうような機能もあるということでございます。

次に6ページ目でございます。ここは4.2の下の3行でございますが、実は前回3月のときに、委員から、前の版はどのような書き方だったかという御質問がございましたが、インフラあるいはPEに投資する投資信託を設定してもらって、それにGPIFが投資するという書き方になっていましたので、そこは非常にフラットな形で単純にインフラ、PEに投資する投資信託の受益証券にGPIFが投資するという形で書かせていただいているところです。

あと、追加事項として、4.3の長期的な投資計画の策定ということで、まず1点目が、株式であれば流動性があるということで、あらかじめどういう形でポートフォリオを組むかを事前に計画して、そのまま実行できるということでございますが、プライベート資産の特徴として、投資機会は例えばファンドレイズを通じて向こうから来るということで、あらかじめ我々の方から、こういったポートフォリオを組むと計画することはなかなか上場株式に対する投資に比べれば難しい。コントロールが十分にできるわけではない。しかし一方で、投資のセクター、あるいはビンテージによってパフォーマンスが大きく異なる。さらにはいわゆるPEについてのJカーブ問題、こういったことがあるので、手法・地域に加えて時系列的な分散を踏まえた長期の投資計画を策定することが非常に重要である。そういう中で、Jカーブの緩和という観点からセカンダリーやメザニン、そういったものも活用できるということ。あと一つは、インフラについて、これは投資の実効性がさらに投資機会に左右されるということでございますので、共同プログラムのようなスキームをコアに、補完的にPEストラクチャーのインフラファンドへの投資を行う案も考えられるだろうといったことでございます。

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、ここでは、確認になりますけれども、投資を開始するにあたって、海外年金基金等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、十分可能性の高い選択肢ではないか、こういったところが記述されているということでございます。

さらに8ページ目、これは点線の網かけ、追加的な部分でございますけれども、そういった共同投資に参加する場合、具体的にどういうビークルが考えられるのかということ、ここでは2つありまして、1つは、投資信託を通じた共同投資協定に参加する場合、ただ、この場合でも、例えば投信委託会社とGPIFとの法的関係、あるいは源泉税、金融商品取引法上の問題等々といった課題があるということでございます。

また、投資一任スキームの場合、これはどういう関係になるかと申しますと、この場合は、海外年金基金等が指定する投資案件のユニバース、これを我々として設定して、そのユニバースの中で投資先を一任する。その中からいいものにだけ投資してくださいというスキームにすることによって、いわゆる一任性が確保されるという趣旨でございます。

9ページですが、ここではいわゆるデュー・デリジェンス等々の問題ということで、これにつきましては、15ページを見ていただくと、PEファンドの投資・選考プロセス

のイメージということで、基本的には上場株式投資の銘柄絞り込みのプロセスに非常に似ていますが、ただ、非上場ということで、デュー・デリジェンスと条件交渉、あとはコミットメントとなります。コミットメントというのは、投資の枠を、上場株式であれば、例えば100億円と決めれば100億円をすぐに投資できるわけでございますけれども、こういった非上場投資の場合は、個別案件はその後、実際の投資を通じて出てくるということですので、あらかじめ100億円をコミット、つまり委託して、そこからいわゆるキャピタルコールという形でファンドからの資金のニーズに従う形で資金を拠出していくということが通常の上場株式への投資と違うという趣旨でございます。あと、デュー・デリジェンスのマニュアルについても委託報告に入っているということが書いてございます。

あと、10、11ページ目でございますけれども、いわゆる運用評価・フィー体系ということでございまして、運用評価につきましては、ここに書いておりますが、資産の取得時と売却時、このときに現金・キャッシュとして収益額が幾らか明確になると。ところが投資期間中の時価評価額は理論価格にすぎないということですので、運用評価はパフォーマンス測定時点までの累積キャッシュフローに基づく投資倍率・マルチプルと一般に呼ばれているものでありますとか、ファンド通期の内部収益率（IRR）が用いられることが多いということでございます。

一方で、我々の上場株式投資でのパフォーマンスの計測は、いわゆるキャッシュのドラッグとか、そういうものも考慮した全期間、通期の収益率ということでございますので、評価の軸が若干違うということに十分留意が必要だということでございます。例えばIRR20%ということと、我々のいわゆるパフォーマンスの年率20%のリターンは意味が違うことをきちんと認識する必要があります。

当然、その2つを比較する形で評価するかということについては、ここに書いてございますけれども、例えば上場株式+スプレッドという形でございまして、あるいはキャピタルコール・ディストリビューションのタイミングに合わせて、仮にPEではなくて上場株式に投資をした場合にどのくらいのリターンが出たのか。それと実際のPEのリターンを比較するといった形で比較可能性を確保する等々の工夫が必要であるということが前半でございまして。

後半、いわゆるフィーの部分でございますけれども、これについては、11ページでございまして、(3) PEファンドの標準的なフィー体系と水準ということで、通常、管理報酬（マネジメントフィー）と優先リターン超過後に発生する成功報酬（インセンティブフィー）が一般的だということございまして、いわゆるバイアウトの場合でマネジメントフィーが1.25~2.0%程度、ベンチャーキャピタルで2~2.5%程度。一方で成功報酬の部分については、これはハードルレート、先ほどの優先リターン超過の基準となる部分については、7~8%ということを設定した上で、成功報酬としてそれを超えた場合に、バイアウト20%、ベンチャーキャピタルで25%、このくらいが通常である。

これに加えてファンド・オブ・ファンズ (FOF)、あるいはゲートキーパー (GK) になりますと、FOF のマネージャーが彼らの裁量で、例えば先ほど言ったシングルファンドを選んでいくと、こういう形になりますので、この (3) シングルファンドへのフィープラスアルファで (1)、または (2) のような形でフィーがかかってくると。それが大体通常ですと、FOF の場合には大体 60bp~90bp。成功報酬は、一方で FOF の場合には、通常プライマリーにはかからずにセカンダリーとコ・インベスメント、こういうところで 5%~10% かかってくる。

また、ゲートキーパーの場合、実際にファンドの運用はしませんけれども、レポートイング、どこまで関与するのか等々によって多寡が決まってくると、こういった内容がつけ加わっています。

以上が委員限り 3-1 で、委員限り 3-2 は、前回もありました共同投資の提携の候補先となる海外年金基金等について別の形でまとめさせていただいたものでございます。

これにつきましては、実際に我々が委託した調査機関が海外において、いろいろ調査に回る中で、むしろ GPIF との共同投資に積極的であるといった先をまとめていただいたもので、具体的には 1 ページ目が OMERS (オンタリオ州公務員年金基金)、2 ページ目が IFC (国際金融公社)、3 ページ目が、先方から特定されては困るということでしたので、ここについては T 社という形で書いてございます。

簡単に御説明いたしますと、まず 1 ページ目の OMERS でございますが、ここはカナダのオンタリオ州の公務員年金ということで、大体資産規模が 550 億カナダドルでございます。今のレートで約 5 兆 5 千億円の公的年金としてはやや小ぶりな年金です。この公的年金でございますけれども、自家運用によるプライベート資産への投資を進めてきたということで、現在でも大体資産の 4 割程度はプライベート投資を行っているということでございます。特にここは近年、いわゆるインフラ投資に力を入れているわけございまして、数多くの外部投資家とともに共同投資を進めるための Global Strategic Investment Alliance (GSIA) 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。これには日本からも実際参加しているところがありまして、既に 2 つのグループ、1 つは三菱商事と JBIC (国際協力銀行) とみずほ CB のアライアンスチームが 1 つ、もう一つは企業年金連合会、ここが大体 1 シート 12.5 億カナダドルという形で既に参画をしているということでございます。

この内容については、枠といたしましては、200 億カナダドルですから、大体約 2 兆円の投資の枠をセットいたしまして、そこに 1 つのプロジェクト案件で 20 億カナダドルですから、大体 2 千億円ぐらいのプロジェクトに 10 件程の投資をすると、そういうようなイメージのプラットフォームだということでございます。

次、2 ページ目でございますけれども、これは国際金融公社、世界銀行グループの 1 つということでございます。本部はワシントン DC でございますが、世界 95 カ国に 104

の事務所を構えて、特にエマージング市場への PE 投資家として世界最大級であると。IFC の本来の目的は、民間セクターへの活動を支援することと経済活動を促進するという趣旨ですが、実際にはリターンが出ないところといった経済活動の促進にはつながらないということですので、基本的にはリターンをねらっているということですので。特にここは各国政府が出資しているために、各国政府との交渉上の比較的優位性でございますとか、それなりのプロフェッショナルな機関ということですので。

特に IFC につきましては、我々に対しては、IFC が投資している既存の PE ファンド、大体 1 千億円から 2 千億円の規模なのですが、その一部をカーブアウトして我々にどうかと、こういった話もあるということですので。

最後ですが、これは T 社ということですが、ここは特に直接投資かつ PE 投資、かなり積極的に、既に 1974 年からやっており、年率大体 17% の投資リターンを達成しているというところですので。ここにつきましても、実は既存のポートフォリオを原資産とした証券化の商品、そういうものを実際、海外年金等の機関投資家に提供するということを考えているということですので。

以上が具体的な投資先の例ということですが、もちろんこれ以外にもいろいろあると認識しているところですので。

次に委員限り 3-3 でございます。これが前回一部の委員の方から、総じてこの報告書については、まず我々、それなりの PE に対する調査研究を通じた知見の蓄積はあるけれども、実際、投資するのは初めてなので、ファーストステップとしては、2 つ書いてございますが、1 つは海外年金等との提携に基づく共同投資、もう一つが、いわゆる GK、FOF を活用した投資一任会社の委託、これがいいのではないかといった内容であるわけですが、それぞれメリット・デメリットを比較して検討したらどうかというような御意見をいただきましたので、それに沿った形で御用意させていただいたということですので。

まず海外年金等との提携に基づく共同投資でございますが、これは先ほど御説明いたしましたけれども、海外年金基金が発掘する投資案件ユニバースの中から、投資信託運用会社が案件を選定・投資判断を行う。その投資信託を GPIF がインハウスで買うというスキームでございます。

一方で、GK、FOF による投資一任スキームにつきましては、オルタナティブ運用に係る専門性を持つ GK、そうした運用機関 FOF、そういうところに助言、再委任という形で運用を委託するというところですので。

それぞれメリット、あるいは課題でございますけれども、まず共同投資につきましては、海外の公的投資家、政府系機関のこれまで培ってきた投資経験や知識を我々として活用できる。

協定の締結により、そういった経験のあるピュアな、そういうところの目になかった厳選された質の高い投資ユニバースを設定できる。

あとは、資金が集まるということですので、大口投資家のみならず許される投資家へのアクセスの確保が期待できる。

規模の経済、さらには運用機関を少なくする、通さないことによるコストの節減が図られるといったメリット。

公的年金であれば、彼らも等しく受託者責任を負っているということですので、同じ立場で投資に参加することによるいわゆるエージェンシー問題等の回避・低減。

特にインフラ案件などがそうだと思いますけれども、公的組織としての社会的信用度を活かしたスムーズな案件取得。

海外投資を通じて、提携先から知識等が修得できるといったメリットがある。

一方で、課題としては、当然のことながら投資ユニバースが共同投資の枠内で提供される案件に限定されるということ。

さらには、GPIFとしても数名の陣容が必要になる。

一方で、投資一任スキームでございますけれども、この場合、FOF、GK の場合、海外の年金も概ね公募によって調達してきていたということでございます。そういう意味で、これまでの我々のプラクティスであるところの公募、これと親和性が高い。

一方で、我々の資産規模に照らせば、実際には FOF のコミングル・合同運用の一部に入るということではなくて、我々の法人のみの投資家を対象とするような口座(セパレート・アカウント)で運用するということですので、投資戦略に関する自由度、フィーの交渉もできる。

課題といたしましては、公募となりますので、それなりに時間がかかる。特に機動的、効率的な実施を図ろうとすると、それなりの工夫が必要になるということ。

あくまでも我々が投資一任のスキームを採用する場合には、国内のライセンスを持った投資顧問会社をお願いをして、一方で、そういうエクスペリエンスを持った GK、FOF はほとんど海外のところでございますので、そういったところが海外の GK の助言を受けるなり、あるいはそういうところに投資一任の再委任をする、こういう形になるということでございます。そうすると、果たして国内のそういった投資一任会社がきちんと、世界的に高く評価される FOF、GK にアクセスをしているかどうか。もし、していないとなると、そういうところに我々は結果的にアクセスできない、こういった問題もあるということでございます。

マネージド・アカウント、セパレート・アカウントということで自由性、フィーの交渉ができるわけですがけれども、先ほど御説明したようなシングル GP の報酬に加えて、GK 等への報酬が追加的に発生する、そういう二重のコストの問題がある。

当然、GPIF の内部管理等のため、数名の陣容が必要である、こういったことでございます。

以上、今回の最終報告並びに前回の議論を踏まえた論点整理について御説明をさせていただきました。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○大野委員 1つ、基本ポートフォリオ上の位置づけということですが、以前、議論されたかどうか、私は全部把握していませんが、恐らく先ほどおっしゃったJカーブの問題、あるいは設定のタイミングがあるということで幾つかのビンテージに分かれてくると思うのですが、最終的な全体の中の投資規模のイメージはどの位を考えられているのでしょうか。あるいは今後の議論なのか。

●三谷理事長 当初の段階では日本円にして千億円オーダー程度がせいぜいだろうと思います。我々のポートフォリオの中から見ればコンマ数%の規模だと。もう少し我々としても習熟度を上げてくるなり、いろいろな対象先が広がってくるなりすれば、これが例えば1%、2%位になってくれば1つのポートフォリオとして切り出すことも意味があるかもしれませんが、最初の段階ではコンマ数%ぐらいで、単独の資産アセットクラスとしては適当ではないと思っています。

○大野委員 そうすると最終的なゴールのイメージというのは無く、それはやりながらということでしょうか。

●三谷理事長 今のところは特にございません。

●清水調査室長 この最終報告を踏まえて、我々の今後の方針について若干御説明をさせていただきますと思います。

まず今回の報告、4社にお願いして作成していただいたのですが、我々として内部でも議論をする中で、十分にフィージビリティといえますか、我々にとって現実的に非常に役に立つ報告書であるという認識があります。その上で、我々のオルタナティブ投資に対する基本的な取り組み方でございますけれども、先ほども御説明、報告書の繰り返しになりますが、海外の公的年金等では流動性プレミアムの獲得、これは非流動性の見返りとして流動性プレミアムをとっている。あるいは分散投資による効率性向上、こういったことを目的にプライベート投資、インフラへの投資を積極的に進めているということで、そういう認識がございますけれども、こうした投資は、現在では年金運用における一般的なプラクティスとなっているのではないかと。そういうことを踏まえると、受託者責任を負っている GPIF としても分散投資を進める観点からプライベート資産への投資に取り組むこととしたいということがまず前提の基本的なスタンスでございます。

その際に、今の御議論、大野委員からの御指摘なのですが、プライベート投資に取り組むに当たって、その際にそれらを基本ポートフォリオ上の独立した資産クラスに位置づけること。これは当然我々の資産規模に対して何%という実際運用のターゲットを決めて、それだけ投資を進めるということにもつながるわけでございますけれども、我々の資産規模に対して、今、理事長からもありましたように、当面は小規模の投資にとどまるということが想定される。もう一つは、実際にファンドを見ても、ほとんどは市場の中心は海外であると。こういうことを考えると、これは報告書にもありますが、PEに

については外国株式アクティブ運用、またインフラ投資につきましては、キャッシュフロー等の特徴に応じて外国債券アクティブか、外国株式アクティブ、こんなところに位置づけて取り組んでいくことが適当ではないかと考えています。

そういう意味からすると、いわゆるアクティブ運用という形で、その考え方はいいものがあるれば投資するというので、特に初めから規模を幾らとターゲットを決めるわけではありませんので、そういう中で取り組んでいければということがまず考えられるということでございます。

次に今回の報告書の指摘としまして、先ほども申しましたけれども、これまでの調査研究、今回の調査研究も含めて、それなりに一定の知見の蓄積はあります。ただ、実際の投資は初めてだということでございますので、ファーストステップとしては、実際の投資と並行して、GPIFの内部のノウハウを蓄積できるようなスキーム、これによって投資を開始することが不可欠であろうと考えます。

そうすると、具体的な投資スキームとしては、1つは報告書にあるとおり、海外年金等との共同投資スキーム、もう一つが、GK、FOFを活用した投資一任スキームということですが、どちらかといえば、知見等の蓄積、コストの問題、効率性、こういった観点から、海外年金等との提携に基づく共同投資が我々としてはいいのではないかとということで、それを軸として投資信託スキームを念頭に置いた具体的な検討を進めたいということでございます。

次に、共同投資となりますと、海外年金と相手方との合意が前提になるということでございます。これは相手が合意しなければ結局前には進まないこととなりますので、具体的なスキーム等について、想定される提携先候補と、ここで御了解いただければ交渉を開始することとしたい。もし、これから詳細を詰めるということであれば、合意が見込まれる場合には、その段階で改めて具体的な細かいスキーム等も含めたものについて、この場に御報告をして御了解をいただきながら前に進めていければと考えています。

また、これまで議論の中で、実施に向けた体制の整備についていろいろ御意見をいただいているところですが、これについては共同投資に関する交渉と並行して外部からの人材採用と GPIF としての体制の強化について検討を併せて行って、そのときに合わせた形等々で報告させていただければということでございます。

最後、2つあるうちもう1つの GK、FOF を活用した委託スキームですが、これは先ほど申し上げたように GK への追加的な報酬の発生、国内投資一任会社からアクセス可能なファンドが限定されるかどうかといったこともありますので、その導入の可否について引き続き検討してまいりたいということでございます。

以上、今の我々としての報告を受けた基本的なスタンス、それも踏まえた形で御議論いただければと考えております。

○植田委員長 それでは、以上の点についていかがでしょうか。

○臼杵委員 2つ、お伺いしたいのですけれども、1つは、この投資信託スキームの場合、

投信委託会社というのはどこになって、基本的には提携先が投信委託会社になると理解すればよいのでしょうか。

●清水調査室長 そこは相手方のスキームによって変わってくると思うのですが、共同投資で想定していますのは、例えば海外の年金があって、そこが実際に、今、PEやインフラにいろいろ投資していると。そこでいい案件について、彼らはソーシングをしてくるわけですので、それに対して投資信託の会社が、これはいいと思った案件については投資に追加的に乗ると。そういう意味において、海外年金のソーシングしてくる、そこが投資のユニバースになって、個々に、そこできちんとデュー・デリジェンスもした上でいいものだけアクセスしていくと、こういう形のスキームになりますので、どちらかというところ、イメージ的には我々の側に立ったというか、そういう目利きのあるようなところを想定することに多分なるのだろうと考えています。

○臼杵委員 そこが、だから名前は違うけれども、GK的な役割になるということなのか。

●清水調査室長 そういうケースも、それはソーシングするものが、例えばファンドであれば、それは共同投資のスキームで多分異なってくると思っていて、海外年金等が実際 LP (リミテッド・パートナー) 投資をします。ここのシングル GP がいいと思うのだけれどもという形で、それに乗るという形になれば、それはまさに GK 的な人たちが、このファンドはいいですよという話になりますし、そこはそういう形になります。

○臼杵委員 なぜそんな質問をしたかというところ、別にそれぞれの OMERS と IFC と T 社でそれぞれ、また、具体的案件が出てきたらいろいろスキームが出てくると思うのですが、要するに利益相反的なところが、今、いい案件とおっしゃいましたけれども、逆に悪い案件を外に出すということも想定されないことではないので、そのインセンティブとかガバナンス、その辺が 1 つポイントかなと思います。

もう一つは、内部体制なのですが、メリットの表を拝見すると、どちらも数名の陣容が必要ということであるのですが、このあたりは上と下とで、実際に必要となるような人材に違いがあるのかどうか。具体的にどのように、恐らくこういうインフラを行っている日本人は非常にユニバースとしては限られて、経験という意味では限られると思うのですが、そのあたりをどのようにそれぞれ調整するというか、どのように進めていくことになるのですか。

●清水調査室長 相手のあることですので、彼らとの間で、具体的なスキームについて合意できるか。そのときに我々としては、今、御指摘のあったような、なるべくコンフリクトは起こらないというか、そういうようなスキームを当然目指す形で交渉を開始するというところになりますし、あるいは今の体制の問題につきましても、我々がどの程度関与するのか。例えば海外年金の共同投資という形 1 つとってみても、最近あるのは海外年金がコスト削減のために自分のところでみずから子会社をつくってしまっているところもあるわけですね。そういうところについては、なるべくコンフリクトが

起こらないような仕組みも当然考えなくてはいけないのですけれども、ほとんど LP 投資のような形で我々が仕組むのか、あるいは受託者責任、我々はそのから学ぶという形で、むしろ積極的にそこに人をきちんと張りつけるとか、そういうことも含めてやるのか。そういった関与の程度によっても体制の問題は随分変わってくるのだろうということでございますけれども、いずれにしろ、今、御指摘いただいたようなコンフリクトの問題とか、体制の問題、これは一方で、我々はこの投資を通じて我々の内部に実際の知見を蓄積しなくてはいけない、単なる LP 投資だけだとなかなかそこが蓄積できない、そういう問題も聞いていますので、その辺をうまく両立を図りながら、具体的なスキームについての協議といえますか、話し合いをまず始めたいという趣旨でございます。

○村上委員 資料3-2の提携候補先の中に3つ代表例みたいなところが載っていますが、これを見ると、それぞれの機関の性質がかなり違うものだと感じるのは。OMERS、IFC、T社、これらは組織自体の目的がそれぞれ違う機関なので、そのあたりの組織の目的が異なってくると一緒にやることによってさまざまなギャップが出てくる可能性があるのではないかと思います。その点については、受託者責任という観点からすると、海外年金が最も親和性があり、目的を同じくしてできるのではないだろうか、と資料を読んでいて思うのですが、その辺はいかがでしょうか。

●清水調査室長 受託者責任という形で、目的を共有していると、そういう意味で一番親和性があるということも個人的には認識しておりますが、ただ、実はそれも投資対象によるのだろうと。インフラ投資のように、超長期のキャッシュフロー等が目当ての投資については、これは多分SWFの目的とは違う感じになると思います。

ただ、一方で、例えばPEファンドのような、長期なのですけれども、5年～7年とか、そのぐらいのタームでの投資ということであれば、それはそれで、また、そういうようなところとも親和性は出てくると。ケース・バイ・ケースでございますし、何よりもどういうチームがどういう目的でやっているのか。これは多分実際のGPを選ぶときとほとんど同じような項目についてきちんと見ていく必要が出てくるのだろうなというふうには思っています。

○村上委員 例えばソブリン・ファンドなどですと、政策的なファンドですから、その性質からすると政治的にも将来的にも不透明な部分を抱えていると解釈できないのでしょうか。

●清水調査室長 私の個人的な認識になりますけれども、例えばT社で対象としているのはファンド投資の部分でございます。これはIFCもそうなのですけれども、T社の本当のメインは実は直接投資でございます。例えばここで有名なのは、

などに実際に直接投資して株式を持っているわけで、その直接投資の部分については、御指摘のような にフォーカスしてというような政策的なものがありますが、私の見る限りでは、ファンド投資の部分については、直接投資の部分とは遠いところに内部組織上も位置づけているという感じは見えていてするところでございます。

す。IFCも同じようなことです。

○村上委員 最近、海外の年金などにおいても議論されている投資家責任の話がありますが、GPIFが基本的には個別企業の経営に余り影響を与えないで投資していくというスタンスに対しまして、PEの投資になると結構違う部分が出てくるのではないかとと思われるのです。例えば資料3-1の本文の4ページに非友好的なバイアウト投資に対するスタンスに触れている箇所がありますが、その分野だけではなくて、PEファンドなどでは、結局、積極的に個々の企業に關与しているケースなどがいろいろあるということです。そのようなスタンスで投資しているものと、これらを一環として上場株式へ向かうスタンスと同じように考えるとしたら、その辺りの線引きはどのように整理していったらいいのでしょうか。

●清水調査室長 投資スタンスとして、見ていて思いますのは、投資ホライズンと申しますか、例えばPE投資でも、いわゆるメザニンと申しますか、そういうところはかなり投資期間が短く、そういうところを逆にねらいに行くといった戦略もみられるところですが、この辺のところについて、我々としましては、基本的にはそれなりに長期的な投資の期間をセットして、事業価値を高めるところが戦略と認識しておりますので、すぐ買って売るような投資家は、長期の投資を逆に避けている傾向があると、私が見ている限りではそんな感じだと思います。

○村上委員 もう一つ、質問です。資料3-1の一番最後のページにPEファンドの投資・選考プロセスのイメージというのがありましたが、何回か前の委員会で、PEのファンドについては比較的過去のパフォーマンスの継続性が一般の上場株式を対象としたファンドよりも見られるというような御説明があったかと思えます。継続してパフォーマンスがもたらされるファンドはどのような要件を満たすべきものなのか、そのあたりをしっかりと基準として持ってデュー・デリジェンスに当たっていく必要があるのだろうと考えていまして、その辺の基準をぜひ、この委員会の場でもしっかりと議論していただけたらと思えます。

●清水調査室長 この報告書におきましてのデュー・デリジェンスのときのチェックポイントみたいな、基本的なマニュアルは作成していただいたところですので、それをさらにブラッシュアップするような形で、私どもなりのものを今後つくっていきたいと思っていますけれども、大体報告書を見てみますと、これは非上場の投資対象ですので、基本的にチームというか、チームがどう協力的に、どういうインセンティブを保持しつつ、バリューアップに取り組んできているか。特に再現性の問題については、チームが安定していること。そうするとそれは結局ファンドのオーナーシップとか、パートナー制になっているとか、インセンティブがきちんと動機づけられているか、そういうような組織と申しますか、人と組織がどういう構造になっているのかということについてが一番の大きなポイントなのではないか。当然戦略もあるのですが、そんな感じだと思いますけれども。

○村上委員 ありがとうございます。

○佐藤委員 まず最初に、私は分散投資を進める上でも前から勉強するだけでなく、ぜひ早くスタートしてほしいと申し上げているのですが、一点、報告に関するコメントなのですが、海外の年金基金で PE やインフラ投資に対する比率が高いというのは、彼らはまず目標リターンの目線が違うと思うのですね。結局 CPI・物価上昇率プラス 4%～6%、名目でいうと、大体 6～8% 稼ぎなさい、という目標になっている。そうすると債券で稼げませんから、ここ 1～2 年は事情が違いますけれども、どうしても株式の比率を大きくせざるを得ない。それも自国の株式に頼っていたわけで、それではボラティリティというか、変動が大きいので、長期にわたり安定的な PE 投資に振り向けてきました、と。彼らはそうやって 10 年、20 年にわたって富を蓄積したことによって、今日、安定的な資産配分と富を築き、また、リスク許容度も非常に高いです。

実際に PE やインフラ投資をやって感じたのですけれども、目標リターンが高いということはそれだけのリスクも許容するという事なので、共同投資を考える場合には、相手の方がどういう方なのか、というのはよく見ていただきたいなと思います。

それから、2 点目は、共同投資を検討される場合に、実際に投資責任というのは第一義的にだれが負うのでしょうか。今の外部委託でいえば、例えば外国株のアクティブ運用では、その運用機関が一任契約のもとに第一義的に受託者責任を負います。もちろん GPIF は最終的な投資の委託者として受託者責任を負うことになると思いますが、共同投資ではその辺はどうなのでしょう。だれが判断をして、だれが負うのでしょうか。

●清水調査室長 今、2 つコメントと御質問をいただきまして、まずリターンの話ですけれども、おっしゃるとおりで、特にインフラなどですと、向こうはリターンもそうなのですけれども、むしろインフレに連動するキャッシュフローが欲しい、そういう意味で、通常外国債券投資とは異なるような特徴を持ったリターンといいますか、そういうところを目指しているところが特徴的なのかということところが 1 つです。一方で、御案内のように、PE 投資などは、むしろ特に先進国で上場のアクティブ運用はアルファをとれないと、そういうようなところから始まっているということも感じるところでございます。

責任の話なのですけれども、これは共同投資という、言葉の語感にもよるかなと思うのですけれども、我々として直接株は買えませんし、直接 LPS (リミテッド・パートナーシップ) も買えないということです。一方で共同投資になると、通常、共同投資と想定されるのは、直接資金を出し合って株を買いに行くということでございます。そういう意味での共同投資の私たちはできないと。あくまでも一任なり、そういうようなことを通じて、実際に投資していくということで、基本的に無限責任は負わないというのが我々の基本的な法律上の制約でございます。

したがって、例えば共同投資の場合には、1 つは、いろいろなパターンがあるのでなかなか難しいのですけれども、相手先の年金が直接 GP 的な役割をするということであればそこが負いますし、あるいはそこはあくまでも LP として入って、ほかに GP が

いるということであれば、さらに間接責任になるということですし、先ほど御説明したような投資信託設定会社などが介在する場合には、我々の側として、まず責任を負うのは投資信託会社になるという理解で、我々は有限責任というか、無限責任は負えない仕組みになっているというところでございます。

- 佐藤委員 法的には無限責任は負えない、そして負わないのだと思うのですが、共同投資はやり方によるのだと思うのですけれども、内部の体制のレベルというのか、投資一任会社への委託であれば、第一義的な責任はその運用会社が負います。でも、それに対するフィーもかかる、ということで、追加コストがかかります。この業界にはフリーランチはないわけで、何でこんなに高いフィーを払うかという、何かあったときに、その運用会社が責任を引き受けてくれるからです。頼りにならない場合もあるので目利きが大事だと思います。あと、投資一任会社に委託するメリットの1つとして、本当にうまくいったかどうかというのは、投資案件がエグジットできて、どれだけのリターンを得たかというのを初めて見て実績がわかると思うのですけれども、そういう実績がある会社に投資するのであれば、そういったところの安心感も相対的には担保されるでしょう。共同投資については、よく存じ上げないのですが、投資一任スキームのメリットとしては、きちんとした先を選べば、エグジットのところも含めてきちんとした投資結果が得られる、そういうメリットというのものもあるのではないかと。

一方で、課題・論点としては、先ほども申し上げたように、共同投資はやり方によってはかなりのスタッフに専門性が求められるということと、それと、交渉はそういう専門性の知識がない人でもできるようなことなのではないでしょうか。共同投資の交渉は具体的にどのようにされるのですか。

- 清水調査室長 私どももこういうような調査を通じていろいろ勉強はしてきているところでございますので、当然私たちが理解できる範囲での交渉ということになりますので、理解できないところまで及ぶようなスキームにはならないと御理解いただければと思います。

- 佐藤委員 そういうところはきちんと踏まえられて、投資期間を見ながら投資の金額も考えて一番いい方法を選択していきたいと、そういうことですね。

- 清水調査室長 はい。

- 大野委員 先ほど村上委員が2番目におっしゃった、今まで厚労省や GPIF がおっしゃっていた国による個別企業に対する関与、今回は違うと思いますので、ここはやりながら整理するということが必要かなという感想は全く同じ感想であります。

少し観点が違うのですけれども、過去のこの議論の中で、積極的にプライベート投資をしていくべしという意見と、いろいろ慎重に検討しながら、という双方の意見があったと伺っております。そういう中で、GPIF がプライベート投資を行うということは、特に海外機関等との提携交渉に入る。非常に画期的で重要な意思決定だと思いますし、決して、私、反対する気持ちはないのですけれども、特に長期的な視点から、安全かつ効

率的に運用する、法律的な部分として意義深いと思っています。

ただ、ちょっと気になっているのが、国民への説明プロセスがあつてしかるべきかと。かなり専門的でありますし、国民の方には非常になじみが薄いし、知らない方が圧倒的だと思います。運用自体も非常に長期になるということがございます。これだけ調査研究しておりますので、ある程度ペーパーにまとめた上で、例えば社会保障審議会の年金運用分科会などがあると聞いていますので、そういうところで少し報告を行いながら、対外的にしっかり公表すべきではないのかというふうな感想を受けています。時間軸の問題もあるのですが、これは急いでやるべきかと。公表していないことをやっているというのは自分自身非常に気持ち悪いですね。何よりも国民に対する説明はとても大事だと思います。

それから、今、自民党の日本経済再生本部ですか、こちらの中でも、政府内に有識者会議を持って、この運用のあり方、体制、これを検討するようなことを仄聞していますので、こういったところに対しても、我々の考え方を公にしておくことは極めて議論の参考になるのではないかと思いますので、ぜひそのところは御検討のほどお願いしたいと思っています。

- 大江審議役 その辺は私の方から。残念ながら参事官が途中退室していますので、国の方針がわからないのですけれども、私どもがもともと考えていましたのは、1つは、技術的には例年通り大体7月の段階の運用委員会で前年度の調査研究の報告書の概要をまとめて公表する。それは最低限肅々とやるということを考えておりました。

それから、2つ目は、今回申し上げた共同投資を交渉してみるということで、これを交渉していった段階で、しかるべき時期で運用委員会にも御報告をし、こういったことで最終的に実施したいのだというお話を御議論いただいて、その方向性が固まった段階で、これもしかるべくタイミングできっと公表するのだらうなと思っています。

ただ、今、委員から御提案のあった、例えば国の審議会の専門委員会で御報告するとか、政府与党との関係をどうするか。まずは政府の産業競争力会議を初め、その対応はすべて厚生労働省の方が、私どもの監督という立場でいろいろやっておられるようですので、まずはそことよく相談をしてみないと何とも言えないところがございます。そういうふうなお話が委員からあったということを、改めて参事官に伝えてみますけれども、私どもは、最初に申し上げた2つの公開というのですか、公表というか、そういうプロセスは考えているというところがございます。

- 大野委員 実施の場合には公表できるように、ぜひお願いしておいてください。

- 植田委員長 それでは、ほかによろしゅうございますか。

次に進みまして、キャッシュアウト及びリバランスについて、委員限り4と5に基づいてお願いいたします。

- 大江審議役 委員限り4、5を使いまして、私から御説明いたします。

まず、キャッシュアウトについて委員限り4でございます。この1ページ目の平成24

年度のキャッシュアウト実績は、年度を通じまして4兆3千億円余でございました。

平成25年度の対応については、3月の予算で御報告したように、予算上は5.1兆円のキャッシュアウトを予定しております。内訳は、いわゆる寄託金償還額が4.6兆円、国庫納付額が0.5兆円の合計5.1兆円でございます。

また、回収資金につきましては、財投債、キャッシュアウト等対応ファンド償還金・利金が合計で4.5兆円ほどございますので、余り売却することはないだろうと考えております。

裏を返していただきまして表でございます。これは四半期ごとに御報告しておりますが、前は12月まで御報告しておりますので、この表の中では平成25年1月～3月の3カ月分を御説明したいと思います。市場売却の分でございますが、1、2、3月はなく、キャッシュアウト対応ファンドと財投債からの償還金・利金を活用していたということでございます。

一番下、短期資産をご覧くださいますと、12月末の残高が4兆7千億円余、3月末が1兆8千億円弱ということで、都合3兆円ほど減っておりますが、このように、12月にたくさんキャッシュがございましたので、資産は売却せずに、むしろ手元の短期資産でリバランスを行ったということでございます。

そういった観点で、委員限り5でリバランスをご覧くださいますと、まず1ページ目、運用委員会でリバランスをどう行うかということの議論内容の結果をここに簡単に書いております。毎度御説明いたしておりますが、①にありますように、一定期間ごとにリバランス実施の是非について検討する。

③イベントリスク発生時には、見直し時期と関わりなく、リバランスの検討を開始するというルールでございますが、1枚おめぐりいただきまして、2～3ページのところ、3のリバランスの実施についての(2)をご覧くださいたいと思います。

まず、1段落目、1月末の資産構成割合は、国内債券－8.90%のアンダーウェイトということで、国内債券の乖離が許されている幅の－8%を下回っております。したがって、(1)にございますように、2月～3月にかけては、リバランスを実施いたしております。そのときの財源ですが、

とい

うリバランスを実施しております。

その結果、何とか3月末の資産構成割合で、国内債券が－8%の範囲内におさまることになりました。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 御質問等ございましたら、お願いします。よろしいですか。

それでは、次にまいりまして、平成24年度トランジションの実施について、委員限り6に基づいてお願いします。

●陣場運用部長 委員限り6、トランジションの御報告をさせていただきます。

国内株式でトランジションを実施したという御報告でございます。まず、昨年度の総合評価に基づきまして、国内株式のアクティブにつきまして配分、回収が発生をしたところでございます。御承知のとおり、国内株式のトランジション・マネジャーにつきましては、3社マネジャープールに入っております。今回トランジションの実施に先立ちまして、この3社から具体的な提案を受けたところでございます。

別紙をご覧くださいと思います。A、B、Cの3社からトランジションの提案を受けて、それらにつきまして、トランジションの執行能力、明示的コスト、この2つの観点で評価したところでございます。

その結果といたしまして、A社がこのトランジションの執行能力、コストの観点でどちらも高い評価を得たということで、A社に今回はトランジションの執行をお願いしたところでございます。

トランジションの実施概要でございますけれども、今回、回収対象のファンドのポートフォリオ、配分先のウィッシュリスト、それを突き合わせた結果、3分の2弱の銘柄が一致した。63.6%、現物がマッチしておりましたので、マッチした部分についてはそのまま株式現物を移管した。残りの3分の1強につきまして、売買を実施して、ウィッシュリストの残りの銘柄をそろえたところでございます。これを2月の下旬から3月上旬にかけて行いまして、比較的円滑に執行が実施されたと考えております。

このA社に対しては、事前に執行コストがどのくらいになりますかということも計算させてございましたけれども、結果としては、その範囲内におさまった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、質問等いかがでしょうか。よろしいですか。

では、次にリスク管理状況等の報告をお願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り7でございます。まず収益の状況でございますけれども、まだ、3月末の数字は精査中ということでございまして、来月確定の上、御報告をさせていただければと思っております。

3月のマーケット状況だけ振り返りをさせていただければと思います。ベンチマーク収益率で恐縮ではございますけれども、少し細かい数字になりますけれども、3月につきましては内外株式の状況が非常に良かったということでございます。国内株式につきまして、金融緩和期待で7%弱のベンチマークの収益率が上がった。外国株式につきましても、米国の雇用情勢等が非常に良好な経済指標が出たこともございまして、4%ほどベンチマークの収益率が上がったということでございまして、内外株式が非常に堅調であったというところでございます。

そうした状況を受けて、3月末の資産額は確定しております。市場運用資産、財投債合わせまして、運用資産の全体で120兆4,600億円が3月末の資産の残高ということでございます。ちなみに120兆円台を回復いたしましたのは、年度末ベースで申し上げます。

すと、平成 21 年度末以来ということでございまして、3 年ぶりに 120 兆円台を回復したということでございます。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 細かい話で恐縮ですが、5 ページの債券のデュレーションなのですけれども、実績ポートフォリオというのはキャッシュアウト等対応ファンドも入れた実績なのですか。

●陣場運用部長 そうですね。すべての債券の、財投債は除きますけれども、ポートフォリオのデュレーションでございます。

○臼杵委員 ベンチマークとの乖離というのはどういう理由でしょうか。

●陣場運用部長 これは 3 月末に国内債券に資金を、先ほど大江審議役からも説明させていただいたとおり、資金を投入したわけでございますけれども、3 月末までに買い切れなかった部分があり、それがデュレーション、対ベンチマーク比でデュレーションの短期化につながっているというところでございます。

○臼杵委員 わかりました。キャッシュアウト等対応ファンドを入れたからといって、そんなに乖離していないと、そういう理解でよろしいでしょうか。

●陣場運用部長 はい。

○臼杵委員 わかりました。

○植田委員長 ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。

それでは、予定した議題、終了いたしましたので、事務局から何か連絡事項等をお願いいたします。

●大江審議役 私の方から御連絡いたします。冒頭お願いをいたしましたとおり、回収させていただく資料大変多くありますが、ぜひ御協力いただければと思います。中期計画に関する委員限り 1-2、年度計画の 2-1 と 2-2、オルタナティブ投資、3-1 を除きます 3-2 と 3-3、委員限り 4、キャッシュアウト、委員限り 5、リバランスにつきましては、机の上に置いてお帰りをいただきますようお願いいたします。随行の皆様もよろしくようお願いいたします。

それから、次回の日程でございますが、次回は来月 6 月 21 日（金曜日）、午後 4 時からを予定しております。この会議室で行いますので、よろしくお願いいたします。

以上でございます。

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