

第 69 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 25 年 6 月 21 日(金)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 ・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. 議 事

- (1) 平成 24 年度 財務諸表等 (案) について
- (2) 平成 24 年度 業務概況書 (案) について
- (3) 平成 24 年度 業務実績評価シート (案) について
- (4) その他

●大江審議役 それでは、定刻より少し早いのですが、全員おそろいですので、第 69 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日は全員御出席をいただいております。本日の会議は成立しておりますことを、まず御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認でございます。お手元の議事次第、座席図のほかに、

委員限り 1 平成 24 事業年度 財務諸表等 (案)

委員限り 2 平成 24 年度業務概況書 (案)

委員限り 3 平成 24 年度 年金積立金管理運用独立行政法人 業務実績評価シート (案)

委員限り 3 参考資料 平成 24 年度 業務実績評価シートに関する自己評価について (案)

委員限り 4 外国株式アクティブ運用受託機関の選定 (第 3 次審査結果) (案) について

委員限り 5 リスク管理状況等の報告 (平成 25 年 4 月)

委員限り 6 厚生労働省年金局提出資料

お手元、全部おそろいでしょうか。

なお、このうち幾つかの資料は委員会終了後に回収をさせていただきたいと思っております。具体的には、委員限り 1、委員限り 2 の決算関係の財務諸表、業務概況書、委員限り 3、独立行政法人の業務実績評価シート。それから、委員限り 4 に添付しております外国株式アクティブの運用受託機関選定に関する第 3 次審査結果の詳細版、これに

つきましては、当委員会終了後に回収をさせていただきますので、机の上に置いて、そのままお帰りを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したいと思います。

以上でございます。

それでは、今後の進行につきましては、委員長をお願いしたいと思います。

○植田委員長 本日はありがとうございます。それでは、議題1 平成24事業年度 財務諸表等（案）について、議題2の平成24年度 業務概況書（案）について、説明をお願いします。

●大江審議役 まず先般の基本ポートフォリオの変更につきまして御報告させていただく観点から、私から御説明いたします。

中身に入ります前に、今、申し上げた基本ポートフォリオの変更でございますが、委員の皆様方には、先週の6月7日にメールでお送りしたところでございますが、運用委員会としては5月27日に御了解いただいたものにつきまして、6月7日に独法評価委員会で御審議をいただいた後、厚労大臣の認可をいただいた上で公表したところでございます。

委員会におきましては、幾つか確認の御質問をいただいたところですが、特段御意見というものはなく御了承をいただいたわけでございます。また前回の運用委員会において、委員の皆様方から、記者発表の際には誤解を与えないよう丁寧に説明するようというお話をいただきましたが、記者に対しましては、特に今回の基本ポートフォリオの変更が、昨年10月の会計検査院の報告書等を契機としたものであること、それから、変更後の基本ポートフォリオが昨年12月末の実際の資産構成割合に近い資産構成割合となっていることを説明してございます。

この結果、新聞等の報道におきましては、一部の報道を除きまして、今回の基本ポートフォリオの変更が、昨年10月の会計検査院の報告書等を契機としたものである旨をきちんと報じていただくとともに、変更後の基本ポートフォリオの市場に与える影響は、債券、株式いずれも限定的であるという旨、報じていただいております。

なお、検証の際に使用いたしました期待リターン、リスク等のデータについては、当法人のホームページで公表したところでございます。

経緯につきましては、以上でございます。

それから、委員限り2を使いまして、業務概況書の（案）を御説明したいと思います。計数は未確定でございまして、冒頭申し上げたとおり、委員会終了後回収させていただきます。

まず3ページをお開きいただきたいと思います。

まず、収益率からでございます。第3四半期までは既に御報告しておりますが、第4四半期までの通期で10.23%でございます。3ページの下の方の図に資産ごとの収益率が出ておりますが、最も収益率が高かったのが外国株式の28.91%、次いで国内株式の

23.40%、続いて外国債券 18.30%、国内債券 3.68%となっております。

1枚おめぐりいただきまして収益額でございます。

平成24年度の収益額は11兆2,222億円でございます。これも資産別で下の表を見ていただきますと、一番大きいのが外国株式3兆7,620億円、続きまして国内株式、国内債券については、収益率は低いのですが、ウェイトが大きいものですから3番目、最後が外国債券、いずれにいたしましても全資産プラスの収益率・収益額であったというところでございます。

それから、5ページでございます。

運用資産額構成割合でございますが、平成24年度末の運用時価総額はこの表の下、左にございますように、120兆4千億円余でございます。積立金全体の構成割合といたしましては、国内債券が59.6%、国内株式14.05%、外国債券9.44%、外国株式11.91%ということで、すべて乖離許容幅の範囲内におさまっていたというものでございます。

それから、15ページをご覧いただきたいと思っております。それぞれの資産ごとの超過収益率の状況でございます。

順番に申し上げますと、国内債券、一番右端のA-Bのところでございますが、+0.04%ということで、概ねベンチマーク並み、国内株式につきましては-0.42%、外国債券は+0.44%、外国株式につきましては+0.13%、短期資産については+0.02%ということで概ねベンチマーク並みでございます。国内株式の超過収益率がマイナスだった要因につきましては、14ページの国内株式のところに書かせていただいておりますので、御参照いただきたいと思っております。

それから、26ページでございます。

これは昨年度中の取り組みということで幾つか書いております。この中で2.運用受託機関構成、マネジャー・ストラクチャーの見直し。ここでは昨年度行ったことを3つ書かせていただいております。1つ目が、国内債券運用ということで、国内債券のアクティブとパッシブ運用のマネジャー・ストラクチャーを一体的に見直して運用受託機関を選定したことを書かせていただいております。

それから、(2)外国株式アクティブ運用でございますが、外国株式アクティブ運用のマネジャー・ストラクチャーの見直しということで、昨年度中には公募の実施と1次審査、2次審査までを終えたというところを書かせていただいております。

(3)エマージング株式運用。選定は平成23年度に行っておりますが、24年度中に運用を開始したことと、24年度末における運用資産額は1,120億円ということを書かせていただいております。

3.リバランスの実施ということですが、ここに書かせていただいているのは基本的なルールということで乖離許容幅を超えた場合には、資産構成割合の変更を行うということ。その幅の範囲内においても定期的に行うことで、昨年度の場合は、以下のとおりリバランスを実施いたしました。国内債券につきましては、5兆9千億円ほどを追加で

購入し、外国株式については1兆9千億円余を売却。数字が合わない分は短期資産から移したというところがございます。そういった数値も公表していこうというところがございます。

全体の資料が多くございますので、かいつまんで、以上、御説明を申し上げました。

- 井上管理部長 続きますして、平成24事業年度財務諸表等(案)について説明させていただきます。お手元資料の財務諸表等(案)について御説明いたしますけれども、決算数値の概要を説明いたしますので、決算の状況を簡潔に示す目的で作成しております事業報告書に沿って説明いたします。まず61ページをお開きください。

61ページ、一番上に国民の皆様へと書いてございます。その中ほど(2)平成24年度の事業実績の概況に記載しているとおり、当法人における財務諸表上の総資産額は120兆4,659億円となりました。また、当期総利益でございますが、11兆1,983億円を計上し、結果、平成24年度期末の利益剰余金は、平成23年度期末の3兆1,434億円から、10兆5,692億円増加いたしましたして、13兆7,126億円となりました。

次に66ページをお開きください。中ほどに財務情報、(1)財務諸表の概況(法人単位)という項目がございます。損益計算書ないし貸借対照表上の主要な数値について簡略に記載しておりますので、これも順を追って説明いたします。

まず、経常収益でございますが、11兆2,223億1,7百万円と前年度比8兆6,129億9,8百万円の増となっております。これは資産運用損益の増加が主な要因となっております。

経常費用でございますが、240億5,2百万円と前年度比8億3,2百万円減となっております。これは管理運用委託手数料の減少による運用諸費の減が主な要因となっております。

以上の結果でございますが、平成24年度の当期総利益は、前年度に比べまして8兆6,139億2,8百万円の増となっております。

次に資産の状況でございますが、平成24年度末現在の資産合計は、前年度末比6兆8,539億6,6百万円増となっております。これは資産運用損益の増加があったことが主な要因でございます。

負債でございますが、平成24年度末現在の負債合計は106兆7,532億2,2百万円と前年度末比3兆7,152億3,3百万円減となっております。これは運用寄託金の受け入れに対して償還が上回ったことが主な要因となっております。

次に、今年度の会計方針について御説明いたします。8ページをお開きください。

注記事項でございますが、特に前年度からの追加等のあった主な点について申し上げます。9ページ項番3の重要な後発事象といたしまして、今般の6月7日に、厚生労働大臣から認可を受けました基本ポートフォリオの変更に伴う中期計画変更について記載しております。

次に11ページ、中ほどに9. 独立行政法人通則法第46条の2第2項に基づく不要財

産に係る国庫納付等の事項がございます。昨年度に引き続きまして、保有しておりました職員宿舍等の不要財産を平成 23 年度までに処分いたしまして、平成 24 年度にその売却代金については、記載のとおり国庫納付を行っております。

次に会計監査人の監査報告書について御報告いたします。81 ページをご覧くださいませすでしょうか。

ここにございますとおり、あずさ監査法人より、6 月 18 日付けで独立監査人の監査報告書を頂いております。

裏面に、最後の 82 ページになりますが、監査意見が記載されており、無限定の適正意見となっているところがございます。

それから、その前のページに、監事から意見を頂くことになっておりますが、実は本日午後に監査報告書を頂いております、今回の委員会資料には間に合っておりませんが、内容といたしましては、適正である旨の意見を頂いているところがございます。

最後に今後の予定でございますけれども、この財務諸表（案）につきましては、所要の経手を経て、6 月 27 日もしくは 28 日に厚生労働大臣まで提出する予定でございます。また、主務大臣からは、今夏に開催されます独立行政法人評価委員会におきまして、当法人の審議がなされ、9 月中にはこの決算の承認がいただけるものと推測してございます。ちなみに昨年は 9 月 21 日に御承認をいただいております。

私からは以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いいたします。御意見ございませんか。

よろしければ、引き続き、次の議題、3 番目ですが、平成 24 年度業務実績評価シート（案）について、これは委員限り 3 とそのまた参考資料に基づいて御説明をお願いします。

●大江審議役 私から説明いたします。資料は、今、お話があった委員限り 3 という横長の分厚いものと縦長 1 枚紙の委員限り 3 参考資料で御説明申し上げます。まず委員限り 3 参考資料 1 枚紙で全容を御説明申し上げたいと思います。よろしいでしょうか。

これは平成 23 年度と 24 年度の自己評価と独立行政法人評価委員会の評定ということで書かせていただいております。

まず、昨年度の例から申し上げますと、昨年度は全体で 12 項目ありますうち、自己評価では S:4、A:8、B:0 と提案させていただきましたところ、独立行政法人評価委員会の最終的な評定は S:1、A:11、B:0 でございました。

平成 24 年度の自己評価の案でございますが、一番下にありますように、S:3、A:9、B:0 ということで、これから独立行政法人評価委員会が 7 月末～8 月にかけて開催され、そこで評価されるという手順で進んでまいります。

その場合、「S」3 項目が何かということをお説明しますと、まず評価項目 3、上の方にございますが、運用手法、財投債の管理・運用。この中身は、エマージング株式の運用開始、国内債券のマネジャー・ストラクチャー等、マネジャー・ストラクチャーの

見直し関係でございます。詳しくはまた後ほど個票の分厚い資料で申し上げます。

次に評価項目 7、年金給付のための流動性の確保。これはもともと年金給付に充てるためにしっかりキャッシュを確保するようにとった国の目標がございますが、今回の場合、キャッシュアウト等対応ファンドの増額を国内債券運用機関の見直しの中で行っておりますので、そこを書かせていただいております。

3つ目、評価項目 11 業務運営の効率化に伴う経費節減ですが、これは国内債券のマネジャー・ストラクチャーの見直しに伴う手数料の節減ということで書かせていただいております。

早速、評価項目 3 のマネジャー・ストラクチャー、運用手法のところでございますが、委員限り 3、横長の分厚い資料の 25 ページと下にあるものをおめくりいただきたいと思っております。字が大変小さくて恐縮でございますが、真ん中のところに評価項目 3 とありまして、自己評価 S とございますが、ここの中で理由及び特記事項というところにこのように書かせていただいております。国内債券のアクティブ運用及びパッシブ運用の運用受託機関構成を一体的に見直した。その中で、具体的にはキャッシュアウト等対応ファンドの増額、「・」が 3 つありますが、1 つ目、10 兆円を 20 兆円に、パッシブ運用受託機関の集約、アクティブ運用受託機関の見直し、それが 1 つの項目でございます。

2 つ目の項目といたしましては、外国株式アクティブの運用受託機関構成の見直しということで、公募を開始して、平成 24 年度中に 1 次審査、2 次審査を実施したというところ。

項目の 3 つ目といたしましては、平成 23 年度に選定を行ったエマージング株式運用を開始したということで、アクティブ運用の 7 ファンドに資金を配分し、24 年度末残高は 1,120 億円となっております。

それから、超過収益率は昨年、年度途中から始めておりますが、+1.14% というようなところも数字で書かせていただいております。

それから、41 ページ、今度は評価項目 7、流動性の確保のところでございます。

自己評価 S ということでございまして、理由と特記事項、2 段落目をご覧くださいなのですが、平成 24 年度においては、国内債券に係る運用受託機関構成の見直しの中で、資産を売却することなく対応可能なキャッシュアウト等対応ファンドを 10 兆円から 20 兆円に増額したということで「S」評価の提案をしたいというところがございます。

最後に評価項目 11、経費節減でございますが、これは 71 ページをご覧くださいと思います。

ここも同じく真ん中のところでございますが、評価項目 11、自己評価 S でございます。国内債券アクティブ運用及びパッシブ運用の運用受託機関構成の見直し及び手数料の見直しを節減要因といたしまして 17 億円の節減が図られております。実際には資産の時価変動による手数料の増要因がありまして、ネットィングするとちよっと戻りますが、

見直しによる節減効果等は単年度で 17 億円ございました。

それから、なお書きのところでございますが、これは年度途中から実施しておりますので、これを平年度化いたしますと、約 30 億円の効果が見込まれる。残高は昨年度ベースでございますので、今年度そのとおりになるかどうかわかりませんが、昨年度の残高を平年度化すると 30 億円と、結構大きな数字だということで S 評価にしたいというものでございます。

説明としては以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○稲葉委員 先ほども財務諸表のところで質問しようかと思ったのですが、これを見ていて、なおさらそういう感じがしたのですけれども、財務諸表というのは大体どの組織でも言ってみればそこに業績の評価の材料が反映されるというもので、今回黒字が出たし、資産も大きく増やしてあるというので、それはいいわけですが、よく考えてみたら、この組織というのは必ずしも単年度に収益をガバッと上げることが目的ではないので、そういうふうになったからといって、パフォーマンスのよさをそこで判断するものではないのだろう。そういう意味で言うと財務諸表というのは、当法人の評価のためにはなかなか難しいというか、書きぶりが難しいなど。これは法令上、決まっているから、こういうことでいいと。

一方で、業務実績評価シート評価というのは割と大事な、そういう意味では仕事だなという感じがします。ここで自己評価を自分たちがし、それを評価する者がいて評定されるということで、多分こちらのほうでこの法人のパフォーマンスが客観的になされるのだろうと思うのですけれども、この自己評価の A とか S というのは、必ずしも根拠が明確でないという感じもしまして、自己評価として、本当のところ、どうなのだろうなという感じがしますね。我々としては一生懸命やってきたのではないかと、皆さんのことを評価しているのですけれども、自己評価としては、例えば第 1 の管理・運用に関する将来事項で、運用の目標、リスク管理及び運用手法ということで、評価項目 1 の基本的な方針とか目標は A、リスク管理も A。それを踏まえて管理・運用した中身は S。逆のことはよくあるのですけれども、こういうことは珍しいのかなと思うのですね。目標は悪かったけれども、うまくやったとか、リスク管理の手法はそんなにうまくなかったけれども、結果的にはうまくいったとか、こういうのは割と珍しいのではないかという感じがして、この辺、もし管理・運用がうまくいった、S だというのであれば、多分方針とか目標もしかるべく S だったのではないかと思うし、リスク管理の手法なり考え方も S だったのではないかと思うのですが、そういうとき、わざわざ A、A、S と、自己評価で A にするというのはなかなか説明できないのではないかと思います。何が言いたいかという、もともと評価するというのはなかなか難しいのだけれども、その中でやっつけようとする、こういう業務実績評価というやり方をやっつけざるを得ないのだろうなと思いつつ、一方、自分たちがそれをどう評価するのかというのは、自分た

ちでやっても説明ができないものだなと思ったということなのです。

- 大江審議役 独立行政法人評価委員会の評価の手法というのはなかなか一般的でないのかもしれないと考えておりますが、例えば評価項目1の運用の目標というものは、今、委員がおっしゃった意味では、実は今回でいくと10%上げましたというのは直接の評価、目標にはなっていないということですね。長期的にしっかり国から与えられている、今、暫定的目標ではあるわけですけれども、本来は賃金上昇率プラスアルファの目標とする収益率がとれるような基本ポートフォリオをつくりなさいと。ただ、その結果、わずか中期計画の5年間でそれが実現できるかどうかというのはもうちょっと長期的な視点が必要だと考えております。

実際の評価にあたってどういうことが決まっているかといいますと、委員限り3のところ、7ページの評価項目1のところをご覧くださいますと、数値目標ということで書いてございますが、結局、明示的な目標がトータルのリターンではなくて、単年度では各資産ごとのベンチマーク収益率が確保されるよう努める、というような形で、中期計画期間では5年を通じて確保しなさいということが評価の視点になっております。したがって、こういう視点からいきますと、私ども、確かに今回外国債券、外国株式がアルファは好調だったわけですけれども、一方で国内株式は不調で、そうしますと、常にすべての資産においてプラスというわけにもいきませんので、そういった意味で、私どもは毎年ここを自己評価Aという形で提案し、評価も年度で見て、全資産でベンチマーク収益率を確保するというわけにもいかないのです、こういったことで実際の評価もAを例年つけていただいています。

一方、評価項目3はどのような視点であるかといいますと、同じく26ページのところでございますけれども、左側の評価の視点で、(3)収益確保や運用の効率化のための運用手法の見直しを行っているか。実は見直しを行ったからといって、ストレートに当該年度にアルファが出るというよりも、たゆまず改善、新しいものに取り組んでいるのかという意味で、私どもは新たなエマージング株式投資を始めたり、国内債券では、キャッシュアウト等対応ファンドを増額したりという、新たな試みを行ったという定性的な部分で評価をしていただく余地がある。

したがって、すべてが評価項目1、評価項目2、評価項目3が連動しているというよりは、どちらかというところ、各項目を独立に評価できるようになっている。ちなみに評価項目2のリスク管理は、乖離許容幅を超えた場合に範囲内に収めるようにしましたか、収まっていますかと。そういう意味では、今回何とか努力したのですが、超えたら戻して当然というようなところがありますので、Aにとどめております。もちろんSと出してもいいのですが、それはやり過ぎかなということを思いまして、許容幅に収まったということでAにしています。どちらかというところ、通常の企業の評価とは立て方が違うということで、こういう見え方になっているということでございます。

- 稲葉委員 結果的に最終的な運用益増にどうつながったかという評価はここでは入って

ないということですね。

●大江審議役 例えば見直しをしてアルファがとれたというのは評価項目1で評価をする。

○稲葉委員 全体として、それを評価するという項目はここには入っていない。

●大江審議役 平成24年度の約10%という収益率については、正直言いまして、ストレートにここを評価する項目はない。そこは以前から独法評価委員会でも議論にはなるのですが、ただ、単年度でトータルリターンを評価するというのはマーケットに左右されるし、5年という中期計画期間で評価しきれんかという議論が大体毎回されているという状況でございます。

○佐藤委員 その点について、確かに長期の視点に立って運用するときに、単年度でそういう評価をするということは好ましいこととは思えないのですけれども、評価のベースとなるリターンを5年のローリングで出して、それに対して目標を達成しているのかどうかというやり方もあると思うのですけれども、そういうことはいかがなのでしょうか。

●大江審議役 これまで、第1期でも4年で評価しまして、ただ、これは個々の項目ごとの評価は、S、A、Bということになるのですが、実は文章編もございまして、それには点数が書いてあるわけではなくて、しっかり評価できるとかということが書いてあります。その中では、4年間の第1期の締めるときには、実質的利回り、国の財政検証が要求する利回りを実質的に確保できているということは評価できる。ただ、それが12項目の中でSやAがつけられるかということ、つけられないのだけれども、国では総合評価と呼んでいる文章編のようなものなのですが、その中ではしっかり私どもの法人を評価する背景事情が書かれていると。

ただ、委員会の中では、しかし評価項目ストレートにはないという確認が大体いつもなされるような、そういうものではありませんが、ただ、独法評価委員会としても、そこは注目しておりますので、総合評価の中で評価をしていただいているというのが実態でございます。

○稲葉委員 別に今年どうしろというつもりは全然ないのですけれども、まさにおっしゃったような感じで、例えば事業報告書などに、単年度だけの記述をするのではなくて、そういうふうにローリングしたときに、少し長期で見たとき、この法人の運用のパフォーマンスというのはこういうふうに評価できるというのはあってもいいのかなという感じはしました。

●大江審議役 委員限り2の7ページを開いていただきたいと思います。年金財政上求められる運用利回りとの比較ということでございます。この表の見方でございますが、管理運用法人の実績、私どもの法人は平成18年度以降でございますが、平成13年度以降というのは、年金資金運用基金自主運用開始、寄託をされて運用する以降。これを見ますと管理運用法人の運用実績の右端のほうに直近7年間、いわば独法設立以来で、名目運用利回りから名目賃金を引いた実質的な運用利回りが1.99%。これは24年度の収益率の約10%がかなり大きくは反映されますが、それから、自主運用開始以来の12年間

の収益率が 2.04%、これは年率でございます。

実際の財政計算上の前提はその下の表にありますように、物価とか金利が将来的に上がっていくという前提で計算されておりますので、名目賃金もそれなりに上昇する、そういう意味で実質的な運用利回りというのは、もともと財政計算上高くはなっておりませんが、長期的な水準として求められている賃金上昇率プラス 1.6%、過去の数字だけ見ても、こういった 1.6%を既に上回っている。要求されている以上にはるかに高い利回りがあるということでございます。

今回、実績評価シートにはこういうものを書くべきところが本来ないのですが、実は独法評価委員会では業務概況書も御説明をし、最終的に 8 月の段階で、年金局が特別会計と私ども法人の運用利回りを出しまして、それがまさに全体の財政計算上の前提を上回っているかどうかで、年金財政にプラスかどうかという評価を行って、それを踏まえて、先ほど申し上げた総合評価書を確定することになっております。

したがって、全体としてはこういうものを見せながら評価をさせていただいているというのが実態でございます。ただ、個票になりますと、それを書くところが物すごく細かな議論ばかりで、どちらかというところ、ほかの独法が、私どものように数値目標があるというよりは業務を効率化するというようなことがむしろ命題でございまして、それに合わせると、こういう書き方になってしまうところがある。そこが今の独法評価としてのありようであるということだろうと思います。

○植田委員長 よろしいですか。ほかにいかがでしょうか。

それでは、よろしければ、次の「外国株式アクティブ運用受託機関の選定（第 3 次審査結果）（案）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 委員限り 4 の外国株式アクティブ運用受託機関の選定(第 3 次審査結果)（案）について、というペーパーをご覧いただければと思います。

まず、審査の対象ということでございます。第 2 次審査 16 ファンドを通過とさせていただきました。その後、1 つ辞退するファンドが出てきたということでございまして、第 3 次審査の対象は 15 ファンドになってまいります。

項番 1 の基本的な考え方でございます。第 3 次審査ということですので、運用能力の評価と手数料の評価と併せて総合的な判断を実施しようということでございます。(3) 今回の選定の特徴でございますけれども、あらかじめストラクチャーを決めずにボトムアップで優秀なファンドを厳選していきましようということでございます。(4) 今回、新しい試みということで、リザーブファンドを選定しようと考えているところでございます。今回マネジャーを厳選いたしますので、厳選されたマネジャーが万が一、解約といった事態になりますと、その穴が大変大きくなるということでございます。そうした穴があいた場合のバックアップとして、その穴を埋めるファンドをあらかじめとっておこうと、これがリザーブファンドというものでございます。このリザーブファンドの選び方につきましては、第 3 次審査を通過したファンドの中で、相対的に評価が下位に属

するものを選定しようと考えてございます。また、厳選されたファンドが解約になってリザーブファンドが登場するという段におきましては、リザーブファンドに資金配分を行う際に、この運用委員会の場でも御報告させていただきたいと考えてございます。

項番2の第3次審査結果（案）ということでございます。（1）運用能力の評価につきましては、1.と同様でございまして、2本柱、投資方針・運用プロセス、組織・人材、それぞれ4段階の評価をいたしまして、その平均点でもって運用能力の評価点とするということでございます。

次の2ページ目にまいりまして、（2）手数料の評価でございまして。今回、手数料につきましては、これも新たな試みでございまして、運用実績に連動する運用手数料、実績連動報酬と呼ばせていただきますが、これを導入しようということを考えているところでございます。クリップ外していただきまして、別紙の4ページ目で別紙3参考と書いてございます。『運用実績に連動する運用手数料』の体系図をご覧くださいと思います。

このページに書かれている図が、私どもが想定しております運用実績に連動する手数料の形になります。この図を見ていただきますと、X軸に超過収益率、運用実績からベンチマークの実績を差引いた超過収益率をX軸にとりまして、Y軸が運用手数料率ということになってまいります。真ん中に固定報酬率という線が横に1本引かれてございますが、これは通常の固定報酬制をとっている場合に得られる固定報酬率ということでお考えいただければと思います。

実績連動報酬がどういう動き方をすると申しますと、超過収益率がマイナスの段階も含めまして、低い段階においては基本報酬率だけが払われるということでございます。超過収益率が出てきて、基本報酬率を超えた時点から運用実績に連動する手数料率というものが出てまいりまして、この超過収益率がこのファンドの掲げている目標超過収益率に達した時点で、通常の固定報酬制における固定報酬率が得られるということになってまいります。上のほうが、ちょうど目標超過収益率の2倍弱のところまで頭打ちになりまして、そのときに得られる報酬率が固定報酬率の2倍弱ということでございまして、上下に頭打ち、下限を設けた上下をしばった中での実績連動の体系ということになってまいります。

私どもといたしましては、こういう体系を前提にして、運用機関に対して、基本的に固定報酬率は必ず提案をしてくださいと。可能であれば運用実績報酬も提案をくださいということをお願いしました。1つ前のページの別紙3の第3次審査 運用手数料の評価というページをご覧くださいと、実績連動報酬の提案があった社が7社あったわけでございます。実績連動報酬のところでは○または×がついている社が、固定報酬に加えて運用実績連動報酬の提案もあった社ということになってまいります。この7社から提案のあった手数料の案につきまして審査をいたしまして、A4の社が私どもの基準にそぐわないということで、実績連動の報酬の採用はならなかったわけでございますが、

残りの6社については、私どもの基準を満たしているということでございまして、この6社につきましては、実績連動報酬で運用をお願いするというところで考えているところでございます。

この6社を除いた残り9社でございます。こちらの社につきましては、固定報酬の審査を行いまして、著しく高いことはないと判断したところございまして、残りの9社については、固定報酬を適用ということで考えている次第でございます。

続きまして、本文に戻っていただきまして、手数料につきましては、こういったことで実績連動報酬または固定報酬で基準を全社満たしていることになってございまして、結局この総合評価の結果は、運用能力の評価いかにかかってくるということでございます。

3ページ目に、結論から先に申し上げますと、第3次審査を通過したファンドは、15ファンドのうち11ファンド。総合評価3点以上ということでございまして、投資方針・運用プロセス、組織・人材、どちらをとってみても優れているという判断がされた社ということでございます。

この11ファンドのうち、A1というファンドがございます。こちらをご覧くださいますと、条件付ということで、コメントがついております。この意味は、4ページ目をご覧くださいまして、A1のファンドについては、総合評価4点ということで高く評価をしているところですが、評価のポイントの3つ目をご覧くださいただければと思います。

条件

として、この社については第3次審査通過として取り扱いたいと考えている次第でございます。

3ページ目に戻っていただきまして、第3次審査を通過した11ファンドの中で、※印が脇についているファンドがございます。A1、A3、A7、A12、A15のファンドでございますが、こちらの※印がついているファンドが、先ほど申し上げました実績連動報酬を適用するものということになってまいります。

3ページ目の(4)でございます。この通過した11ファンドのうち、どれをリザーブファンドにしようかということですが、結論的にはA7、A15、この2つのファンドをリザーブファンドとして取り扱う。したがって、当初からスタートするのはこの2つのファンドを除いた9ファンドでスタートしようと考えている次第でございます。

続いて、個社の評価ということで、簡単にまいりたいと思います。

まず、不通過となりました4つのファンドを先にコメントさせていただければと思います。本文の7ページ目をご覧くださいただければと思います。

不通過4つございますが、A8というファンドでございます。総合評価2.5というこ

とで、運用プロセスに課題があるということで不通過となったということでございます。具体的には銘柄選択に当たりまして、議論がどうも尽くされていないのではないかと判断をした先ということでございます。これはどういうことかと申し上げますと、私ども現地にヒアリングに参りまして、

銘

柄選択に当たって議論が十分できていないと判断をしたところでございます。

次のページにまいりまして、8ページ目でございます。A9というファンドがございます。こちらはクオンツ型の運用でございます。成績はこれまでそれなりによかったのですけれども、

という状況でございます。私ども現地にヒアリングにまいりまして、その要因分析がなされているのか。また、そうした要因分析を踏まえて改善策はどうかというのを聞いたわけですが、

という

ことで不通過となったということでございます。

続きましてA10というファンドがございます。こちらは総合評価2点で低くなってございますが、こちらは低ボラティリティの銘柄を集めて超過収益を獲得しようというファンドでございます。現地にヒアリングに参りましていろいろ話を伺ったのですが、いわゆる

運用している。

ということございまして、運用の中身、プロセスについて課題ありといった評価をしております。また、ファンドマネジャー、チームのメンバーからいろいろお話を聞きましても、

組織的にも課題があると判断したところでございます。

9ページ目にまいりまして、A11というファンドがございます。こちらは比較的歴史の長いプロダクトであったわけですが、

いる
といった状況が見られたわけでございます。これにつきまして、2ページ目の別紙2の細かい表をご覧くださいただければと思いますが、A11というファンドにつきましては、

するといった状況があったわけでございます。

という特性があったわけでございます。第2次審査のヒアリングにおいては、

についていろいろ改善はしているのだというお話であったわけですが、

改善努力が実を結ばなかったということで不通過という判断をしたところでございます。

続いて、通過したファンドについてもごく簡単に触れてまいりたいと思います。4ページ目、A1のファンドから順番に簡単にコメントをさせていただきたいと思います。

まずA1のファンドは、マーケットが認識していないような投下資本収益率の変化に着目して銘柄を選択しようということで、リーマン・ショック前後の市場環境の変化にも機動的に対応ができていたファンドだということでございます。

続きましてA2というファンドがございます。こちらは割安な銘柄に集中投資をしようということでございます。割安な銘柄を探すに当たっては、プライベート・エクイティ的な発想でございますけれども、企業の単に株式の価値を見るということではなくて、企業の資産、負債も事細かに見ていき、企業を買収するつもりで見るのだというような発想で見えておまして、割安な銘柄ではあるのですが、かなりクオリティーも維持された銘柄になっているところでございます。そうした結果としまして、バリュウ相場に非常に強いのですが、バリュウでない時期においてもしぶとく超過収益を上げられているというところでございます。

また別紙2のA2のパフォーマンスをご覧いただければと思いますが、2009年度はリーマン・ショックの後の反騰の年で割安株が上がった年ですが、この年に対ベンチマークで23%というのは驚異的なパフォーマンスが上がったということでございます。それ以降、バリュウ効果の出ない時期にもプラスの超過収益をわずかながらとっているといった非常にしぶといファンドということでございます。

続いて5ページ目、A3というファンドでございます。こちらは分散、共分散だけを見るというクオンツとして変わったファンドでございます。分散を大きくして共分散を小さくするようにポートフォリオを組んで、ポートフォリオに対して時価がぶれたらすかさずリバランスを行って超過収益を地道に稼いでいこうというスタイルでございます。収益の安定性が特徴ということでございます。

続いてA4でございます。こちらは割安な銘柄を拾うのですが、クオリティーの高い企業に限定するといったファンドでございます。こちらでも別紙2のパフォーマンス状況をご覧いただければと思いますが、こちらのファンドにつきましては、比較的銘柄を絞る、ベンチマークにこだわらない、ベンチマーク・アグノスティック（BMA）のタイプでございます。別紙の一番右の列になってまいりますけれども、銘柄数が45銘柄ということで非常に少なくしてございます。かつ、その右に売買回転率ということで数字も記載しておりますが、11%で非常に銘柄を絞った上に回転率が低いという特徴がございます。通常こういうファンド運営をいたしますと、かなりマーケットからの乖離が大きくなってトラッキングエラーが大きくなるのが普通なのですが、トラッキングエラーも3%台ということで比較的抑えられておまして、超過収益をトラッキングエラーで割ったIR（インフォメーションレシオ）という数字で評価いたしますと、0.96ということで非常に高くなってございます。これは新規の11ファンドの中で一番高いIRということで、非常にすぐれた特性を持っていると考えているところでございます。

続きまして、本文の6ページ目に戻っていただきまして、A5というファンドがございます。こちらの最大の特徴は、非常に組織が安定しております。生え抜きばかりで構成されている組織でございます、安定した人間関係の中で、緊密な議論が行われて銘柄が選ばれているのが特徴ということでございます。

続きまして、A6というファンドでございます。こちらにもクオリティーの高い割安銘柄を拾っていきこうというファンドでございます。特に顕著でありましたのが、リーマン・ショック後の下落局面で非常に割安感の高まった資源株を思い切って入れまして、それが奏功して2009年度の反騰相場にも十分ついていけたということで、リーマン・ショック後を見事に乗り切ったファンドでございます。

続きまして、7ページ目のA7というファンドがございます。こちらはテーマを活用するということが特徴のファンドでございます。リーマン・ショック後の反騰局面では、銘柄間のバリュエーション格差が開いたということで、思い切ってバリュー銘柄にシフトして、それが成功しているといった特徴があるということでございます。

9ページ目をご覧くださいませと思います。こちらは既存の4つのファンドでございます。

まず、A12というファンドがございます。こちらはエンハンス型のカウントの運用ということで、こちらの特徴としましては、マクロモデルとミクロモデルを組み合わせることでそれが補完的にうまく機能しているといったものでございます。リーマン・ショックの際にはマクロファクターのマクロモデルがうまく効いて2008年は耐えた。2009年の反騰局面ではバリュエーションを使うミクロモデルが機能して、この年も超過収益を獲得できたということでございまして、リスクも抑えて、どのような局面でも確実に勝っていくというエンハンス型のあるべき姿を1つ示しているものとして評価の高いファンドでございます。

続きまして10ページ目、こちらはA13というファンドでございます。こちらにも別紙2のパフォーマンスをご覧くださいませと思います。

A13のファンドは、私どものファンドの中でも大変成績の良いファンドでございます。5年間の年平均で3.88%の超過収益を獲得しているファンドでございます。またトラッキングエラーもそれほど高くない。IRで言いますと1.17ということでございまして、これは新規、既存含めてベストの成績で、まさに既存ファンドの白眉と言っていいファンドかと考えてございます。今回、現地ヒアリングに参りまして、組織・体制等も確認して改めて高い評価であることを確認したところでございます。

続いてA14というファンドです。こちらはグロース型のファンドでございます、コアビジネスの成長性をしっかり確認した上で、名目で20%以上、自力で成長できる銘柄だけを入れるといったポリシーで運営しているファンドでございます。こちらにもA5のファンドと同じように、組織的に大変安定してございます。生え抜きの方が大変多くて、ローテーションもきちんとしている。組織的に安定をしております、信頼感が非常に

一・ストラクチャーの議論を行う際にも示した図ですが、前回のストラクチャーはエンハンスト型に大変重きを置こうということでございまして、エンハンスト型のファンドが多くなってございます。具体的にはクオンツの EI という点線で示した部分でございまして、そうしたファンドが4つ入っていたわけでございます。今回そこを大きくボトムアップで見直した結果、残ったのはA12のファンドだけと、それ以外のエンハンスト型はなくなってしまったということでございます。

そのかわりといいますか、ベンチマークにこだわらない銘柄に集中する BMA のタイプが随分増えてございます。この図2の BMA という点線の中で示した4つのファンドがそれに属するものでございます。

それから、中間型のタイプでございしますが、先ほど個別に御紹介いたしましたように、結構クオリティーが高く割安な銘柄を組み込むものが中間型にそろったということでございます。その結果として、市場の乱高下の際にも着実に勝っていけるものが随分増えたということでございます。

また、バリューファンドとして、前回のマネジャー・ストラクチャーの際にはA15、ファンダメンタル・インデックスのタイプが大きな位置を占めていたわけですが、これがA2というファンドに変わってしまったというところでございます。

ページをおめくりいただきまして、14ページをご覧くださいければと思います。

今回新しく選んだ9つのマネジャーのポートフォリオが過去どういう成績であったのか、できるだけデータを引き伸ばして10年間集めてつくってみたのがこの表1でございます。新規ポートフォリオのところをご覧くださいければと思いますが、これが今回の9ファンドのポートフォリオの過去のバックテストをしたリターンということで超過収益でございます。こちらをご覧くださいますと、2006年度に少しマイナスの超過収益となってございますが、残りの年は全部プラスが獲得できていたということでございます。特にリーマン・ショックの2008年、その翌年の2009年度ともにプラスでしんでいるといった特徴が見てとれるわけでございます。

表1の下でございしますが、過去5年間、10年間でまとめた計数も計算したところでございます。こちらをご覧ください、実績トラッキングエラーで見ますと、今の実績ポートフォリオよりも新規ポートフォリオの方が若干高めになってございます。過去5年間でトラッキングエラー1.45%、過去10年間では1.3%ということで、わずかにトラッキングエラーが高まっているわけですが、これは今のストラクチャーですと、ベンチマークにつかず離れずのエンハンスト型が非常に多かったということです。今回の新規ポートフォリオにおいては、そうしたエンハンストが抜けて、ベンチマークにこだわらない BMA のタイプが随分増えたということで、トラッキングエラーはどうしても高くなるということですが、一方、超過収益率、アルファが十分に高いということございまして、インフォメーションレシオで見ると大変良好であることになっているわけでございます。

最後、15 ページをご覧くださいと思います。(3) でございますが、今回の9つのファンドのベンチマークでございますが、結果的に審査の過程で、MSCI-KOKUSAI、先進国のベンチマークのファンドだけが残ったということございまして、ベンチマークは統一してMSCI-KOKUSAI にしたいと考えている次第でございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、質問等をお願いいたします。

○小幡委員 配分は幾らぐらいに想定しているのですか、1つの案で。

●陣場運用部長 今、想定しておりますのは、アクティブ比率を少し下げることが視野に入れてということで考えてございますので、それを前提にして大体1社、最終的に1,500億円から3,000億円ぐらいの間で配分していくのかというふうに考えてございます。ただし、A6のファンドについては、先方からの要請で、上限は700億までと言われておりますので、このファンドについては700億円に限定するといったことで考えてございます。

○小幡委員 ほかのところは、上限は関係ないのですか。

●陣場運用部長 ほかの社からは、特にそういう申し出は受けていないところでございます。

○小幡委員 個々のウェイトづけというか、配分額に差をつけずに均等に配分するのですか、それともキャパシティーや点数を考慮するのですか。

●陣場運用部長 基本的にはIRをできるだけ高くするために最適化計算を行ってございます。ただ、単純に最適化しても、これはいろいろ課題がありますので、総合評価の高いファンドのウェイトが高くなるように制約条件をつけた上で最適化計算を行って配分したいと考えてございます。

○小幡委員 そうだとするとリザーブが要るのかという疑問が生じる。

●陣場運用部長 先ほど申し上げましたとおり、A15はA2と相関が高く、基本的に2つ要らないということ。それから、A7につきましても、中間型と相関が高いので、これもすぐには要りません。

○小幡委員 それならばリザーブにしておく必要はないのではないですか。落とせばいいのではないですか。

●陣場運用部長 リザーブの趣旨というのは、過去の経験上、ストラクチャーを組んだはいいけれども、担当のファンドマネジャーや創業者がリタイアしてしまうといった理由で抜けていくファンドがどうしても出てまいります。そうした場合に備えてリザーブとしてとっておこうと。

○小幡委員 つまり、そのときに均等割ではカバーできないということ。

●陣場運用部長 特に今回、例えばバリュー1個、グロース1個ということで絞ってしまいますので、例えばバリューファンドが抜けたときにその穴を補完したいと。

○小幡委員 リザーブとうまくマッチするケースもあればマッチしないケースもあるわけ

ですね。サッカーとかアメフトみたいにポジションごとにリザーブするわけではないから、だから、そう考えるとリザーブ、もともと点数も低いのだし、リザーブと言われたほうも困るというか、よくわかりませんが、リザーブの必要性が余りわからないというのがありますけれども。

●陣場運用部長 前回ですと13マネジャーがいて、1つ、2つ抜けてもよかったという部分があったのですが、今回9つしかございませんので、抜けた穴が大変大きくなるということが基本でございます。

○大野委員 リザーブなのですけれども、個別になりますけれども、別紙2の運用の能力の評価のところが一番下の、今、リザーブに入っていますA15のファンドですけれども、例えば過去3年のトラッキングエラーも、結構高いほうですね。決してそんなに低くない。それから、本来とるアルファも余りとれてないですね。例えばA7のリザーブと比較しても、もちろん運用スタイルが違って互換性ということもあるのでしょうけれども、こういう状況の中で、今後アルファが期待されているわけでありまして、これを選定した、リザーブだからいいといえればいいのかもしれないですけれども、その辺の理由を教えてくださいたいのですが。

●陣場運用部長 このファンドにつきましては、バリューの特性が際立っているということでございます。特に我々2009年度、外国株式のアクティブはさんざんな結果に終わったわけでありまして、この上げ相場についていけないファンドが続出した状況でございます。

こちらの特徴ですけれども、先ほども少し触れましたけれども、

と

いう特性がございます。

特に2008年のような価格が下がった局面で、割安株を普通の人間が入れられるかというと、人間は非常に弱いものですから、そういう局面では割安株中心のポートフォリオを組める人はなかなか少ないわけでございます。ところがA15というファンドは

ので、2008年のそういう下げの局面でも平然と割安株を入れたポートフォリオを組めてしまう。それが

といった特徴がございまして、このファンドの としては、人間の弱さを克服している手法だと私も評価してございます。そうした観点で希有な特性を持っていると。

○大野委員 期待値というのは数量ではなくて定性的な評価でということですね。逆バリュー的な部分。

●陣場運用部長 そうです。そういう特性を評価して、 としてはA2のほうが明らかに性能は高いわけでございますけれども、A2が倒れてしまったときにバックアップとして用意しておくという考え方でございます。

○大野委員 ちょっと数字が気になっていて、ここだけ突出してよくないので。あと、配

分の話なのですけれども、特にA13は、先ほど白眉と言われたことなのですが、ちょっと気になる表現があって、追加資金をもうこれ以上増やさないということが10ページに書いてあって、ここは配分を増やせないということなのではないでしょうか。せっかくいいファンドなのですが。

●陣場運用部長 このファンド、パフォーマンスがいいのは私どもだけではございません。当然ほかの顧客に提供しているファンドでもパフォーマンスはいいわけでございます、相当規模が増えてしまっているということでございます。そろそろ運用に支障を来す規模になってきているので、10月1日以降の追加は受けられないと言われてございます。したがって、私どもとしては、今回のマネジャー・ストラクチャーが最後の増額ということで少し増やして、それで打ち止めということで対応したいと思っております。

○大野委員 今、ファンドが13ですか。

●陣場運用部長 13ファンド。

○大野委員 それで9になる。

●陣場運用部長 はい。

○大野委員 少し減ってきたので、分散という意味でも、過去にも議論されているようなのですけれども、ある程度の数をキープしておかないという感じもしますね。

○村上委員 今、伺ったファンドの概要や評価のポイントの御説明について、2つほど質問です。大方のファンドについてはここに書かれていることを目指してしっかりそのプロセスを実行していけば成果が期待できるだろうというのが大体理解できるころなのですが、唯一よくわからないのが、5ページの③のA3というファンドです。最近の実証研究などからすると、CAPMの反証としてあげられているのが個別銘柄ベースのボラティリティとリターンとの間に必ずしもトレード・オフの関係が成立しないということです。

逆に高ボラティリティ銘柄というのはパフォーマンスが悪いというような実証研究の結果がたくさん出されているような中で、例えばリスクウェイトに反比例するような戦略をとるとうまくいくとか、もう一つは最小分散ポートフォリオなどもそれに関係する戦略だと思うのです。そのようなことで実証的には超過収益が得られるということが出てきている中で考えてみるとどうなのでしょう。この視点で超過収益がなぜ普遍的にとれるというように判断できるのかというロジックが、どうもこれだけだとわからないのです。その辺の超過収益というものの意味づけに関して、過去よかったからということだけではなくて、何か期待できる要素はどのようなことなのでしょう。

●陣場運用部長 このファンドの考え方はちょっと独特で、

発想としては非常にシンプルな考え方なのかということで、今回採用したということでございます。CAPM とか低ボラティリティとは少し違う考え方に基づいて運用しているものだというふうにお考えいただければと思います。

●陣場運用部長 みたいなものを信じているという説明でございます。

○臼杵委員 ということ意味で最適化しているのですか。

●陣場運用部長 そうですね。 するように最適化しているということでございます。

○小幡委員 結果として、買っているのは小型が多いのか。関係ないですか。

●陣場運用部長 結果として、ボラティリティの高いものですので、中型のゾーンがちょっと厚くなっております。

○小幡委員 流動性が低くて、村上委員が心配しているものは共分散が低いもので排除されていて、高ボラティリティで共分散が高いものが、いわゆるラージの最近オーバーバリューされていて悪いという、日経 225、何でもいいのですけれども、超大型銘柄で、多分それをうまく排除して分散を大きいところで、その分、何かアウトパフォーマンスできるという理屈に読みかえられるかなと思うのですが。

●陣場運用部長 銘柄数で見ると、別紙2でご覧いただくと、 入ってございますので、大きいところに加えて中、小に近いところまで組み込まれているところがございます。

○小幡委員 流動性は低いのではないか。

○村上委員 個々の銘柄を定常保有するのであれば、超過リターンが期待できない銘柄の割合が多くなるのだと思うのですね。そのところをどのように考えるのでしょうか。

●陣場運用部長 リバランスで稼ごうということですね。回転率も別紙2で見ていただくと、 で 123% ということで、本当に地道にリバランスをして超過収益を得るという独得なプロセスでございます。

○小幡委員 ショート・モメンタムのそこで利喰うというイメージですね。

●陣場運用部長 はい。

○村上委員 もう一つの質問は、先ほどの御説明で、採用する予定のファンドについて、10年のデータを集めて現状と比較をされたというのがありました。せっかく10年データ集めたのでしたら、今度別紙5、別紙6のクラスター分析や関連のマトリックスにつ

いて、その 10 年データの前半 5 年で試すとどうだったのかという分析結果があったほうがいいのではないのでしょうか。というのは、10 年のうちの前半 5 年と後半 5 年のクラスター分析の結果が、あるいは相関マトリックスの結果が全く違ったものになってしまっているのであれば、次の 5 年間、またこの関係が維持されるという判断ができる根拠が乏しくなるのではないかと思うのです。

●陣場運用部長 これは 10 年まで延ばしているのですけれども、10 年とれないファンでも半分弱ありまして、全部が全部 10 年のデータがあるわけではないということでございます。クラスター分析については、全データがそろっている部分でしかできませんので、このデータ、別紙 5 で言いますと、2008 年 4 月からの 5 年間で行っているというところでございます。

○村上委員 相関について、一部がブランクになっても表はつくれますね。

○能見委員 これはマーケットが一番厳しい状況でどれくらいリスクをカバーできるかという表でしょう。

●陣場運用部長 はい。

○能見委員 多分ほかの期間をとったらまた違ってくると思いますよ。ただ、全体としてのパフォーマンスを安定化させるためには一番マーケットのボラティリティが高かったときの相関がカバーできるかどうかを見ようとしている表だと見たのだけれども、この期間をとっているということは、2008 年から 2013 年まで、そういう考え方でいいのでしょうか。

●陣場運用部長 はい。

○能見委員 多分ほかの期間をとったら違いますね。相関は物すごく違いますね。

○村上委員 違うはずですよ。次のまた 5 年間というのも、結局どういう 5 年間かわからないので、いろいろな環境を踏まえておいた方がという意味では、いろいろな期間を見ておいた方がいいと思うのです。

○能見委員 これは前提つきがいいですね。そういう危機の中でも、ミゼラブルなパフォーマンスにならないような相関を見たという図であって、普遍的な相関のカバー率を見ているわけではないから、これはこれで私は意味があると思う。

●陣場運用部長 そういう意味で申し上げますと、2008 年に下がって、2009 年上がる。また、最後の 2012 年も前半が厳しいクオリティー相場で、後半がバリュウ、全く逆の動きになっていまして、そういう意味では、この 5 年間というのは大変濃い 5 年間だったのではないかと考えてございます。

○佐藤委員 2 点あるのですが、1 点目は、ほかの皆様から出た質問にも関連するところですが、相関関係というのは本当に取る期間によって全然見え方が違うし、大事なのはいろいろな運用手法がきちんと分散されているかという定性的なところですよ。そういう意味では A 3 のようなやり方というのは非常にユニークで、分散が効いていて良いと思うし、ほかの戦略については書きぶりいろいろあるのですけれども、要は良いものを安

く買いましょう、ということですよね。これは投資の基本なので、とてもオーソドックスでわかりやすく良いと思うのですが、逆に全員そういう先でも、ということがあるので、こういう（運用の）やり方の違うものが分散されているというのはとても良いことではないかと思いました。

これはコメントで、次の2点目は質問なのですが、別紙3の運用手数料について教えてほしいのですが、リターンを計測する期間、つまり運用報酬を実績連動にする際のリターンの計測期間というのは、どういう期間なのでしょうか。

●陣場運用部長 今、考えておりますのは、超過収益の3年平均の超過収益率でもって、この式に当てはめようということ考えてございます。

○佐藤委員 そこは当然長期の実績に基づいてローリングで支払っていくということですね。

●陣場運用部長 はい。

○佐藤委員 であれば、問題ないと思います。

○臼杵委員 非常に苦勞されてここまでたどり着かれたのだらうと思ひまして、大変いいポートフォリオになったのかなと思ひています。ただ、前回はベストを選んだと思ひて当然やっていたわけで、そういう意味では常に繰り返してプロセスがよかつたのかどうかを、見ていかななくてはいけないと思ひのですね。例えば14ページの表1でも、新規ポートフォリオには、もちろん実績のないマネジャーは古い時期は入っていないということなのでしょうけれども、2005年とか、2007、2008年でも結構いいパフォーマンスだったのに、何で前回入っていないのだというような皮肉に言えばそう言えるわけで、なぜ今までそういうことの繰り返しというか、余りうまくいってなかつたのかというのは、もちろん大変だということ踏まえながら申し上げると、例えば3年ごとに全部のマネジャーを入れかえるというやり方がよかつたのかどうかということとか、そもそも応募してくるところが余りいいところが応募してきていないのではないかと、いろいろところがまだ究明されてないところがあつて、今回はこれで大変よい仕事をされたとは思ひのですが、今回3次で落としたところがどうだったのか、既存のマネジャーで今回落とすところは8つですか、それがこれからどうなつたのだらうか、そういう実績を追つていって、3次のプロセスがよかつたのかどうかを見ていくとか、あと、RFPに来た全部を追うのは大変かもしれませんが、逆に外国株式のアクティブマネジャーユニバースの平均、MSCI-KOKUSAIでなくて、外国株式のマネジャーのアクティブの平均みたいのはどうだったのかとか、そういうところと比べてみることも、これからやっただければと思ひます。

○植田委員長 それではよろしいでしょうか。

それでは、次のリスク管理状況等の報告の委員限り5でお願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り5でございませう。手短かに説明させていただきます。

まず4月、もう2カ月近くたつてしまひましたが、9ページ目をご覧いただけますで

しょうか。4月の市場運用分の状況ということでございます。4月を振り返ってみますと、日銀の大規模な金融緩和決定ということがございまして、国内株式が大変堅調でございまして、12.55%という収益率が上がったということでございます。また、そうした決定を受けて円安、ドル高、ユーロ高が大変進行した月でもあり、その恩恵を受けまして外国株式、外国債券の円ベースの収益も非常に高かったといった状況でございます。4月単月で3兆6千億円の収益が上がっているということでございます。ただ、足下は随分少なくなっている状況ですが、4月単月ではそうした状況であったということでございます。

そうした状況を受けまして、1ページ目をご覧くださいませでしょうか。全体の基本ポートフォリオからの乖離状況ということで見てまいりますと、3月は辛うじて国内債券の乖離8%内におさまったわけですが、そうした状況を受けまして、国内債券の基本ポートフォリオの乖離は-9%まで達していたということでございます。その裏面で、国内株式、外国株式のオーバーウェイト幅が大いに拡大したという状況が見てとれるわけでございます。

それから、11ページをご覧くださいませでしょうか。アクティブ・パッシブの超過収益率の状況ということでございます。この4月は少し大きな数字が出てございますが、国内株式のアクティブが-0.36%の負けということで、国内株式はスタートからつまづいてしまったという状況でございます。これは4月の相場が大きく上昇する中で証券や不動産のセクターは随分上がってございます。しかしながら、そうしたセクターがアンダーウェイトであったといったことが主たる要因でございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○植田委員長 御質問等いかがでしょうか。

それでは、よろしければ、最後に厚生労働省年金局から資料を御提出していただいております。森参事官から御説明をお願いします。

●森参事官 厚労省の森でございます。私のほうから2点、被用者年金一元化の関係と、あと、内閣官房でできます公的・準公的資金の有識者会議について簡単に御報告いたしたいと思っております。

まず1枚目、横長の資料でございます。我が国の被用者年金につきましては、一般サラリーマン等の厚生年金、国民年金、国家公務員の国家公務員共済組合連合会、あと地方公務員、これには複数組合がございますが、その年金、あと私学職員に関するところの年金の4種類ございまして、国家公務員・地方公務員、私学共済につきましては、一般の企業年金に値する3階部分を含めて運用しているところでございます。昨年の8月でございますが、被用者年金の2階部分につきましていろいろ制度の差、保険料の差も含めまして一元化する法律が通っております。その際に、今までの既存の組織、厚生年金・国民年金の運用組織でしたら GPIF、国家公務員でしたら国共済等、それぞれの組織を維持し活用しつつ共通の被用者年金につきまして運用していくという仕組みにな

ったところでございます。

見ていただくと基本ポートフォリオのところでございますが、GPIF につきましては、国内債券:60%、地共済なり私学共済につきましては 64%、私学共済は貸付金を含めると 65%で大体同じですが、国共済は成熟度を入れ、LDI の考え方を入れていますので、国内債券:80%。また厚生年金につきましては、そのような制度はないのですが、各共済組合につきましては、組合員に対する貸付制度、もしくは一部不動産運用にということに独自運用しているという事情がございます。

めくっていただきまして、このような積立金につきまして、一元化法が通った後は、それぞれの組織を活用しつつ、ある程度共通して運用しようという仕組みが導入されまして、平成 27 年 10 月から施行されるところでございます。

まず、主務大臣、これは厚生労働大臣と財務大臣、総務大臣、文科大臣でございますが、この 4 大臣が共同で、積立金基本方針、つまり被用者年金について共通となる指針について定めることになっております。

それを受けまして管理運用主体（GPIF、国共連、地共連、私学事業団）は、その方針に適合するように共同で資産の構成の目標、これを我々はモデルポートフォリオと言っていますが、それを作成し公表することになっております。

各運用主体におけるそれぞれの個別の運用なりポートフォリオはどうかといいますと、各管理運用主体は、積立金基本指針に適合するよう、かつ、モデルポートフォリオに則して管理運用方針を定めまして、所管大臣の承認を得ることとされており、さらに各管理運用主体は、モデルポートフォリオを参酌して、管理運用方針の中でそれぞれポートフォリオを定めるということになります。

ということで、新しく共通の仕組みの中で運用するというところでございますので、今までの仕組みの上に 1 つ屋上屋的なものができるということでございます。

スケジュール的な話でございますけれども、どれだけ共通性を担保するかという積立金の基本指針につきましては、私ども 3 省と相談して、大体今年度中ぐらいに積立金基本指針みたいなものにつきまして、考え方をまとめて、その後、GPIF を含めてございませけれども、国共連、地共連、私学事業団の方でモデルポートフォリオを作成していただいて、それぞれ独自のポートフォリオ等を定めていただくということになると考えております。施行が平成 27 年 10 月なのでございますけれども、ほとんどのところは平成 27 年度から新しいポートフォリオに切り替えるのではないかと考えております。特に平成 26 年の財政検証が待っておりますので、そこで新しい数字が出ますと、場合によっては、平成 27 年 4 月から新たな財政検証に基づきポートフォリオを組むと考えています。また 10 月からは共同の指針に基づいてポートフォリオになると二度手間でございますので、何とか平成 27 年 4 月に間に合うような形でスケジュールできればと考えております。これが一元化の関係でございます。

3 ページ目でございますのが、公的・準公的資金の運用に関する最近の閣議決定でござ

ざいます。

去る6月14日でございますが、日本再興戦略が決定されたところでございます。その中で、これは産業競争力会議で議論されたところでございますが、公的・準公的資金。具体的に申しますと、GPIF及び今、申しました3共済、あとは独立行政法人国立大学法人でございますが、その資金につきまして、各資金の規模・性格を踏まえまして、運用（分散投資の促進等）リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策（これは具体的に言いますと、企業に対するとおの株主行動みたいなものを含みます）に係る横断的な課題につきまして、有識者会議において検討を進め、大体秋ごろまでに提言を得るという形で、閣議決定がされているところでございます。

大体規模が、公的・準公的資金全体で言いますと、200兆円ぐらいでございますが、GPIFの資金というのは114兆円程度ですので、一番大きいGPIFが主たる課題として取り上げられる可能性が高いと考えております。

そういった観点から、私どもも閣議決定に当たりましては、調整いたしまして、内閣官房とともに事務局に入らせていただくということを考えております。第1回の会議につきましては、7月の冒頭と聞いております。

以上でございます。

○植田委員長 何か御質問等ございますか。

○能見委員 一元化というのは、そうすると、こういうふうにここでポートフォリオのアロケーションを決めることは意味がなくなるということですか。

●森参事官 これはモデルポートフォリオを共同で決めて、それを参酌して、またこの場でポートフォリオを決めていただくという形になります。なので、モデルポートフォリオというのはどのようなものかにつきましては、積立金基本指針の中で、どの程度の幅のものなのかみたいなものを御議論いただく予定でございます。

○能見委員 例えば60%から80%くらいとか、そういう。

●森参事官 そこは本当に御議論ございますように、国会ではそもそも運用組織、例えばGPIFと国共済、地共済、私学事業団について、組織を1つにしまえという話もあり、他方、また、例えばオペレーショナルリスクとか、いろいろなリスクがございますので、組織を分散させて、ある程度、皆様方独自に培ったノウハウみたいなものを活かしていくべきだという御議論もありまして、これは積立金基本方針をどの程度共通のものとして定めるかという議論に委ねられております。

モデルポートフォリオの作成自体は、私ども省でなくて各管理運用主体間でお話し合いただくことになっていきますので、そのお話し合いに運用委員会も適切に関与していただけるものだと考えております。

○稲葉委員 申し訳ないけれども、全然わからない、本当に。お話し合いをどうすればいいのかもわからないし、もう少し何とかありませんか。法律で通ったというのも結構な話

だけれども。

- 小幡委員 モデルポートフォリオというのは文言に入っているのですね。
- 森参事官 入っています。
- 大野委員 だれが決めるの。
- 小幡委員 今のは全くそうなのですけれども、だれが決めるということに関しては、法律でどういうふうを示唆しているのですか。
- 森参事官 管理運用主体が決めることになっております。
- 小幡委員 管理運用主体というのは。
- 森参事官 GPIF と国共連、地共連、私学事業団でございます。
- 小幡委員 その4つがということ。
- 森参事官 4つが共同して作成し公表することになっております。
- 小幡委員 4つが共同してまずモデルポートフォリオをつくって、その後、個々に持ち帰る。
- 森参事官 モデルポートフォリオを参酌して、それぞれでまたつくることになっていません。
- 臼杵委員 普通は逆算しますね。自分たちがこういうふうにしたいから、それができるようなモデルポートフォリオを、というふうに多分話し合いのときに、後ろには自分たちがやりたいことが当然あって、モデルポートフォリオの話し合いに参加する、そういう理解ですね。
- 森参事官 仕組みとしましてはそのような共通した指針及びモデルポートフォリオがあって、被用者年金の一体的な運用が図られるというものでございます。
- 大野委員 感想ですけれども、基本的には給付の一元化というところで来ていると思うのですが、配分を見てもこれだけ違いますし、歴史もあるので、だからといって、運用を一体化するというのは、ここでする議論ではないのですが、何となく論理が違うような感じが、感想ですけれども。
それから、ちょっと気になる言葉があって、2枚目の一番下の日本再興戦略というところで、公的・準公的資金の運用の中で、成長を促進するという、この辺が若干においていやらしい。何かあるのですか、この辺は、我々が考えていることに対して、今、やっていることに対して影響あるようなことなのですね。
- 森参事官 これは議論の過程でいろいろあったのですが、私どもとしましては、法律上専ら被保険者のため、年金事業の安定化のためという形で法目的が明確になっていますので、そういうことにつきまして御理解をいただきまして、文章上は各資金の規模・性格を踏まえてという形で、淡々と有識者会議を置くという形の文言になっているところでございます。
- 小幡委員 ちょっと戻って一元化のほうですけれども、積立金基本指針というのはだれが作るのですか。

- 森参事官 これは厚生労働大臣と主務大臣が共同でつくるというものでございます。
- 小幡委員 そう書いてあるけれども、実際は新しく会議を設けるということですか。
- 森参事官 有識者の方に集まっていたいただいて検討することを考えております。
- 小幡委員 そうすると、リスクに関して、リスクを最小限にするようにと、文言が変わる可能性がありますね。今の GPIF。
- 森参事官 共通の部分を踏まえて、GPIF なら GPIF、国共連だったら国共連という形で、中期目標なり業法書なり等を定めていく、そういう手続になると存じています。
- 小幡委員 そうすると積立金基本方針はどういう具体的方針になるのか。リスク許容度も個々に違って構わないということですか。
- 森参事官 ただ、共通の目標というのがございますし、そもそも被用者年金という一体的な給付を担うものでございますので、そこは今後の御議論ですけれども、目標はとにかく何らかの形で一体的なものになるはずでございます。
- 小幡委員 リスクに対する考え方に関してはここには入ってこないという認識でいいですか。
- 森参事官 いいえ、そういうことではございませんで、リスクについても入る可能性はございます。
- 小幡委員 ありますね。
- 森参事官 はい。
- 小幡委員 そうすると、それは個々に持ち帰ってアロケーションは各個別の状況に応じてというわけに普通はいかなくなると思うのですけれども、そこはちょっと。
- 能見委員 一元化というのは法律で決まったのですか。
- 森参事官 法律で昨年8月に決まりました。
- 能見委員 そうすると前政権で決まったわけですか。
- 森参事官 さようでございます。
- 能見委員 この日本再興戦略は6月14日閣議決定だから、今度の。
- 森参事官 安倍内閣で決まりました。
- 能見委員 この中では、今度は逆に、運用については分散投資の促進等と書いてあるので、統一どころか、GPIF の中のさらに投資のロットを分けて分散投資という考え方でしよう。
- 森参事官 いろいろ議論があったのは、例えばオルタナティブとか、そういうものについても検討素材に上がるのかなという話でございます。
- 能見委員 そうすると方向性が違うというか、かみ合っていないというか。
- 小幡委員 役人的にいうと、こちらは法律でできているので、できた法律を変えるというのと、新しいものをつくるから新しい法律を通すというのでは、変えるほうが大変というか、野党も相当抵抗すると思うのですね。自分が決めたものを変えるわけですから。
- 稲葉委員 いずれにしても、こういうのは政治家というのはよくわからないから、法律

をつくる時というのはどうしてもそそっかしくつくっちゃうわけですが、官僚の方々がそのところはインプリメントするのに難しいとかいうことで、もう少し知恵出しができませんでしたか。なかなかつらい法律だと思いますね、これは。

●森参事官 多分これを御主張になった方というのは、そもそも財政も運用も一体としてあるべきだ。例えば GPIF については株式でリスクをとりがちだけれども、国家公務員共済組合については国内債券 80%で安全運用しているではないか。何でサラリーマンの方だけ、リスク運用が高いのかといった御批判もありまして、国会議員の声の中には、同じ運用をしろ、という声も当時強かったと伺っております。

○能見委員 株がずっと悪かったからね。

○植田委員長 これはまだいろいろあると思いますが、今日はこの辺でよろしいでしょうか。

●森参事官 報告ということでございます。

○植田委員長 それでは、事務局からお願いいたします。

●大江審議役 冒頭申し上げましたように、委員限り 1 の財務諸表、委員限り 2 業務概況書、委員限り 3、実績評価シート、委員限り 4 に添付しております第 3 次審査結果（詳細版）個票につきましては回収を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くださいますようお願いをいたします。

それから、次回の日程でございますが、次回は 7 月 22 日（月曜日）の午後 2 時からこちらの会議室で行いますので、よろしくお願いいたします。

○植田委員長 それでは、今日はこれまでにさせていただきます。どうもありがとうございました。