

第 79 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 26 年 5 月 23 日(金)13:00～15:00

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: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・佐藤委員 ・清水委員
・菅家委員 ・能見委員 ・武田委員

4. 議 事

- (1) 日本版スチュワードシップ・コードについて
- (2) リスク管理状況等について
- (3) その他

●青木審議役 それでは、ただいまより第 79 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、大野委員におかれましては、所用により御欠席とのことでございます。

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

続きまして、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほか、

- | | |
|--------|-------------------------------|
| 委員限り 1 | 日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて (案) |
| 委員限り 2 | 管理運用方針改正 (案) |
| 委員限り 3 | オルタナティブ共同投資の進捗状況について |
| 委員限り 4 | 「検討作業班」のメンバー変更について |
| 委員限り 5 | 平成 25 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 6 | 従前の運用委員会での議論に基づくリバランスの検討について |
| 委員限り 7 | リスク管理状況等の報告 (平成 26 年 2 月・3 月) |

以上でございます。

なお、委員限り 3 のオルタナティブ共同投資の進捗状況について、また、委員限り 3 の中に幾つか資料がございます、その中の委員限り 3-2 の提携の候補先となる海外年金基金等についてと委員限り 5 の平成 25 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 6 の従前の運用委員会での議論に基づくリバランスの検討について、この 4 点の資料につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいた

します。

それでは、以後の進行につきましては、米澤委員長にお願いいたします。

○米澤委員長　こんにちは。本日はお忙しいところをお集まりいただきまして、ありがとうございます。

それでは、議事に従って進めたいと思います。

最初の議題は、委員限り 1 の日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて(案)でございます。この点に関しまして、事務局のほうから、まず説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

●陣場運用部長　委員限り 1 の日本版スチュワードシップ・コードの受入れについてということでございます。

こちらにつきましては、本年 2 月に金融庁が日本版スチュワードシップ・コードというものを発表いたしました。私どもとしてもそれに賛同して前向きに取り組んでいこうと。この委員限り 1 の資料は、そのための方針でございます。

順番に 1 のコード受入れの基本的な考え方から説明をしてみたいと思います。

まず、最初の○でございます。私ども GPIF は年金積立金の運用をして、公的年金の運営の安定に資することを目的としている独法であるというところでございます。

2 つ目の○でございますけれども、私どもの運用の構造について述べております。私どもの実際の運用というのは、インハウスを除いて、信託銀行でありますとか投資顧問会社、運用受託機関と申しておりますけれども、ここに委託をして行っている。この構造は、後ろのほうのスチュワードシップ責任の果たし方にも影響を及ぼしてくるということになってまいります。

3 つ目の○は、金融庁の有識者検討会が日本版スチュワードシップ・コードというものを示したということを述べておるところでございます。

4 つ目の○になりますがスチュワードシップ責任とは何かということで、有識者検討会の報告の中で記載しておるところございまして、機関投資家が投資先の日本企業とその事業環境をよく理解して、建設的な目的を持った対話を通じて企業価値の向上を図る。それによって顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任ということの意味していると定義されているわけでございます。ここで投資先の日本企業ということで明記されてございまして、この話は国内株式に領域が限定されるということになるわけでございます。

次のページに参りまして、このスチュワードシップにつきましては、厚生労働省の専門委員会においても言及がございまして、このコードを踏まえた方針の策定・公表等につきましては、労使推薦の委員を含めて構成されている運用委員会の意見に基づいて検討しなさいということが言われているわけでございます。

続きまして、スチュワードシップ責任に対する私どもの考え方というところになってまいりますけれども、当法人のポートフォリオの中で、現在、国内株式は 20 兆円を超

える規模になっているところであり、リスク資産の中核と言える存在でございます。この中核となる資産は、投資先の企業価値が増大すれば運用リターンが大きく上がるわけでございます、被保険者の利益にもかなう。したがって、我々年金積立金の性格から適切であって、当法人としても、このスチュワードシップ責任を果たすということは大変重要なことであると宣言するというものでございます。

3つ目の○でございますが、私どもがスチュワードシップ責任を果たす上で幾つか留意事項があるということで、それを記載してございます。①から③までは法令に記載されていることが書いてあるというところでございます。また、④と⑤、民間企業の経営に対して影響を及ぼさないよう配慮しなさいといったお話は、厚生労働大臣からいただいております中期目標の中で書かれていることでございます。

続きまして、3ページ目でございます。金融庁が示した7つの原則があるわけでございますが、それぞれについて、私どもの対応を逐条的に記載しているものでございます。

まず、原則1でございます。機関投資家というものは、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定して公表しなさいと言われているわけでございます。これを受けて、私どもといたしましては、本原則を実施するために、資産保有者としての機関投資家として、別紙のとおりスチュワードシップ責任を果たすための方針というものを策定して公表しますということでございます。別紙につきましては、後ほど説明をさせていただきますと思います。

ここで資産保有者としての機関投資家という言葉が出てまいるわけでございます。こちらにつきましては、本日の参考資料、金融庁の検討会の報告書の3ページ目をご覧くださいただければと思います。

3ページの7のところでございますけれども、金融庁はスチュワードシップ・コードで機関投資家というものを2つに分けて定義をしているわけでございます。まず資産運用者としての機関投資家、これは投資運用会社など。それから、当該資金の出し手を含む資産保有者としての機関投資家、年金基金や保険会社などと定義をされておりまして、私どもはここで言う資産保有者としての機関投資家に該当するわけでございます。

この資産保有者としての機関投資家の役割ということで、パラグラフの3つ目で資産保有者としての機関投資家には、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、委託先である資産運用者としての機関投資家の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待されると定義をされているものでございます。

本文のほうに戻っていただきまして、原則2は、機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきであるという原則でございます。

こちらにつきましては、私どもは運用機関を通じてスチュワードシップ責任を果たすということになるわけで、この利益相反の問題というのは、実際にスチュワードシップ

活動を行う運用受託機関サイドでよくよく考えてもらう必要があるということをごさ
いまして、○の2つ目について、運用受託機関サイドで個別の事情を踏まえて整理して、
明確な方針を決めていただくということをお願いするということをごさいます。

3つ目の○でごさいますけれども、少し踏み込んだ書き方をさせていただいてござい
ます。私どもは、運用受託機関の資本構成等に鑑み、運用受託機関の主要株主と顧客の
間での利益相反等が起きていないかどうかを管理運用法人に報告することを求めるこ
ととしますということをごさいます。

具体的にどういう状況を意味しているのかということをごさいますけれども、私ども
は、国内株式の運用機関という意味では大手の運用機関に委託しているわけございま
すが、そうした運用機関の中には、親会社が大手金融機関の持ち株会社であったりとい
うケースが多々存在するわけございまして、子会社の立場で親会社に対して議決権を
行使したり、スチュワードシップ責任を果たしたりしなければいけない。そこで利益相
反が起きないか。そういったことについて、報告をお願いしますということをごさいま
す。

次のページに参りまして、原則3と4でごさいます。原則3は、スチュワードシップ
責任を果たすためには、当該企業の状況を的確に把握しなければいけない。原則4は、
機関投資家は、投資先企業と建設的な目的を持った対話をして、問題の改善に努めな
さいということをごさいます。原則3と4、これも基本的には運用受託機関サイドできち
んとやっていただくということになってまいるわけございます。

○の2つ目でごさいますけれども、私どもとしては、運用受託機関に対して、スチュ
ワードシップそのものがいわゆるプリンシプルベースということで、コンプライ・オ
ア・エクスプレインというたてつけをとっておるものですから、このルールに従うので
あれば、それでよしと。従わないのであれば、その理由を説明してくださいと求めるこ
とになってまいるわけございます。

3つ目の○でごさいますけれども、私どもは、運用受託機関の選定時でありますとか、
毎年の総合評価、ヒアリングの際に、こうした投資先企業の状況の把握、投資先企業と
の対話といったものについてヒアリングをして、実施状況についてきちんと把握をして
いこうというものでございます。

続きまして、原則5は議決権行使の話になってまいるわけございます。スチュワー
ドシップ責任というものの考え方からしますと、まず企業との対話をしなさいと。対話
を踏まえて議決権を行使するものだというのが基本的なたてつけでございます。したが
って、この議決権行使というものもスチュワードシップ責任を果たす上での一つのパー
ツということになってまいるわけございます。原則5は、この議決権の行使につきま
して明確な方針を持ちなさいと。その方針につきましては、投資先企業の持続的成長に
資するものとなるよう工夫をすべきであると記述をしているところでごさいます。

この原則5につきましては、私どもが既に実践している中身について記載させていた

だいております。

最初の○でございますけれども、我々自身は株式運用ができない。運用受託機関サイドで行っているものでございます。かつ、中期目標で民間企業の経営に影響を及ぼさないようにということが言われておりますので、議決権の行使を直接は行わない。ただし、運用受託機関の皆さんにきちんと行っていただくという仕組みをとっているところでございます。

ただし、議決権行使を行うに当たっては、コーポレートガバナンスの重要性というものを認識した上で、議決権行使の目的として、長期的な株主利益の最大化を目指して行ってくださいということを示しているところでございます。こちらについては、管理運用方針にも記載があるものでございます。その上で、運用受託機関における議決権行使の方針、行使の状況について、我々は報告を求めるということでございます。

具体的には、毎年度報告を受けてミーティングを行います。この議決権行使の取り組みは、私どもの総合評価における定性評価の一つの項目となっておりますので、それにのっとり評価を行うということでございます。

続きまして、原則6は、機関投資家は、議決権の行使を含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているかということについて、顧客・受益者に対して定期的に報告しなさいという原則でございます。私どもにとって顧客・受益者ということになりますと、被保険者の皆様ということになりますので、ここの部分につきましては、ホームページ等での公表という話になってまいるわけでございます。

具体的な公表の枠組みでございますけれども、○の2つ目になってまいります。こちらにつきましては、現行の議決権行使の公表の枠組みを活かして報告すればよいのかなと考えているところでございます。

具体的には、まず、株主総会が集中する4月から6月、この期間における株主議決権の行使結果及びスチュワードシップ・コードへの対応状況について、ホームページで公表するというところでございます。

2つ目に、4月から6月に限らず、年度を通した議決権行使の結果、それから、スチュワードシップ・コードへの対応状況につきまして、当該年度の業務概況書の中で公表するというところでございます。

続きまして、原則7は、機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう実力をきちんと備えなさいという原則でございます。では、私どもがここで何をするかということでございますけれども、資産保有者としての機関投資家としてこの原則をきちんと実施するために、まずは運用受託機関から情報をちゃんと聴取して知見を蓄える。そして、その知見の蓄積に伴って、スチュワードシップ責任のあり方について、必要な検討をしてアップデートしていくというのが私どもの責務ということになってくるのかなと考えてございます。

続きまして別紙でございます。これが原則1のところと言及いたしましたスチュワー

ドシッパ責任を果たすための方針でございます。

まず、1の基本的な考え方は、少し繰り返しになってしまいますが資産保有者としての機関投資家の立場として、3で掲げますとおり、できるものはみずから実施します。それから、運用受託機関を通じて行うものについては、2のとおり実施する。そういうことによって、スチュワードシップ責任を果たしていこうということでございます。2つ目の○が、スチュワードシップ責任の果たし方の基本的な考え方ということになってまいります。これも繰り返しでございますけれども、被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図って、年金制度の運営の安定に貢献するということを述べております。

2は、運用受託機関を通じた行動に関する方針でございます。

(1)は、まずはヒアリングを行うということで、運用機関を選ぶとき、また、年1回の総合評価のときにヒアリングを行って、スチュワードシップ・コードの実施状況について説明をいただいて、その状況を把握する。そして概要を公表するというところでございます。2つ目の○でございますけれども、こうしたヒアリングをやる中で、スチュワードシップ責任を果たす上でどうも課題がありそうだという認識を得た場合には、運用受託機関に対して改善を求めていくということでございます。

(2)のヒアリングの視点は、どういう観点でヒアリングをするかということでございます。スチュワードシップ責任の果たし方について、金融庁の報告書にも出ていますけれども、運用のあり方によってスチュワードシップ責任の果たし方は随分違って来るだろうということでございます。したがって、私どもとしても、運用スタイルごとに求められるスチュワードシップ責任のレベルについて、個々に明らかにしていこうということでございます。ただし、議決権行使につきましても、株主に平等に与えられる権利ということでございますので、これは特段そういうことはなかろうということでございます。

続きまして、次の○は少し立ち入った中身になってまいりますけれども、エンゲージメント活動をどういう角度で評価するかというポイントになってくるところでございます。えてして、私どもがこういうことを運用機関に要望すると、極めて外形的・形式的な行動パターンを誘発しがちなところでございます。ただ、スチュワードシップ責任につきましても、企業との対話の中身を重視するのだということを述べているというところでございます。

その対話の具体的な項目の例としまして、①から⑤に掲げてございます。①の企業価値を高めるビジネスモデルの内容、②のガバナンスの状況、取締役会等による執行等に対する監督、それから、ROE等の③の長期的な資本生産性の考慮、④のリスク、社会・環境問題に関連するリスクも含むへの対応、それから、これは私ども特有のポイントになってくる点でございますけれども、⑤の反社会的行為の防止といったところでございます。こうした項目について、深い対話をしてくださいと。それが評価の軸になってくる

というところでございます。

(3)の運用受託機関の評価でございますけれども、ほかの条件が同一であれば、スチュワードシップ責任をより果たしていると考えられる先を高く評価するということでございます。

3の管理運用法人が自ら実施する行動に関する方針でございます。最初の○は、こちらでも繰り返しになりますけれども、まずは運用受託機関の状況をヒアリングして、我々自身の知見を蓄積する。それによって、必要に応じて方針の見直しをしていくということでございます。2つ目の○は、私ども特有でできる話として、長期的な株式市場のリターン拡大に資する活動はないのかということで、例えば、長期的な資本生産性の向上を意識したベンチマークの選定についても、調査・研究をやるということを受託者責任の観点から検討するといったことでございます。

私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

それでは、ただいまの説明について、御意見、御質問等がありましたらお願いしたいと思います。

どうぞ、菅家委員。

○菅家委員 このコードを受け入れて責任を果たしていくという大方針を示されていることについては、評価をするし、支持をするわけでありますけれども、今回まとめられたGPIFとしての考え方について、内容的に果たしてこれで十分かどうかという点については、やはり不十分だと言わざるを得ないと私は思っております。このコード策定にかかわった堀江委員のほうから、今回、事務局の提示された内容についての評価をぜひお聞きしたいわけでありますけれども、このコードの特徴は2つあると書いてありまして、1つはプリンシプルベース・アプローチだということ、それからもう一つは、先ほど説明がありましたコンプライ・オア・エクスプレイン原則、この2つがこのコードの最大の特徴であるとして書いてあるわけです。

前者については、要するに、細則主義ではなくて原則主義である。つまり、原則を示して、その原則のもとに具体的にどういう責任を果たしていくのかということについては、それぞれの機関投資家がみずから考えて、それを公表し実践していくのだというのがこの原則主義の持つ意味だとお聞きしておりまして、そういう意味では、このコードでまとめられている原則の域を余り出ていないと言わざるを得ないわけであります。

そうは申し上げましても、この原則が示されましたのが2月末でございますし、GPIF自身がこのコードの策定の議論にかかわっているわけでもないということで、やむを得ない事情はあるとは思いますが、逆の言い方をいたしますと、GPIFとして、このコードについての責任を果たしていく知見については、まだ十分なものがないのだということの裏返しだと思っております。

したがって、私が言いたいことは、最後の7ページの3の最初の○でありますけれど

も、この知見を蓄積していつて見直しをし、よりレベルの高い責任を果たしていくのだと、そこが重要だと思っております、そういう意味では、今回、この方針作成で終わりということではなくて、これを出発点としてさまざまな作業と研鑽を重ねていかなければならないという決意をお聞きしたいと思っております。

○米澤委員長 事務局のほうから、今のコメントに関しまして。

●陣場運用部長 全く菅家委員のおっしゃるとおりでございます、今年は本当にスチュワードシップ元年ということで、日本でこれから始めるということで、運用機関等にもいろいろヒアリングを我々もしておりますけれども、何をしたらよいのかということで運用機関の皆さんも悩まれている中で始めなければいけないということがあるわけでございます。

今回、4月に公表しましたマネジャー・ストラクチャーの中で、昨今、新聞紙上をにぎわしておりますけれども、我々もエンゲージメント活動を主軸にするファンドも採用したということもございまして、少しずつそういう運用者のやり方を見ながら、よちよち歩きながら勉強を始めているという、まさに菅家委員のおっしゃるとおり、本当によちよち歩きの段階というところでございます。

ただ、こういう新しいことは、やってみて初めてわかることが随分多いのだろうなということで、まずは行動してみる。実際に、1日早く行動すれば知見も1日積み重なり、また、その中で課題も見えてくる。そんな中で、来年度はもっといい行動、スチュワードシップ責任の果たし方ができるかもしれないということで始めたいというのが私どもの決意ということになると思います。

○米澤委員長 堀江委員、こういうことを言われましたので、ぜひ。

○堀江委員長代理 菅家委員の意見は非常に耳の痛いお言葉で、そのとおりだと思います。まずはこういうものにサインアップして方針を示すというのは一歩前進かなと思います。

幾つか注意点があって、GPIFは地共連などと違い労使の利害関係者の中に企業も入っています。本来的には地共連のようにみずから議決権行使に関する方針を示すことも考えられなくはないですが、法律に詳しくない立場で言わせて頂くと、今の法律のたてつけですと、そこまで踏み込むのは難しいのかなと思います。そうすると、みずから議決権行使の方針を示さない中でやれることというと、運用会社に対してちゃんとスチュワードシップ責任を果たしていただくということになります。そもそもスチュワードシップ責任という考え方が出てきた背景には、日本株のリターンが非常に低迷していることの一つの責任が、投資家サイドが企業経営に対してちゃんとした規律を働かせていなかったのではないかという問題意識があります。実質的に経営の規律を高めるような形の対話をもう少ししていただけないでしょうかというのがそもそもの発想なのです。

ですので、陣場部長がおっしゃったように、これは建前でやられると非常に困るのです。投資先企業に対して、ルールベースで、建前で四半期に1回会うようなことをやる

と、企業経営者の方は非常に忙しく迷惑なので、GPIF みずからが運用会社にプッシュするようなことがあってはならない。今回のコードの中ではちゃんと書かれていると思いますが、投資スタイルによって経営者との対話の仕方はかなり違います。実質的に長期的な企業価値を考えた対話を運用会社のほうにしてもらうように、みずから GPIF サイドもコミットメントをしてほしいと思います。

逆說的になりますが、GPIF みずからが企業価値についてのある程度の知見を持たないと、運用会社に対していろいろ物を言うことはできないと思うのです。そうすると、そもそも議決権行使の考え方自体がないということ自体が、そこで齟齬を生じてしまうのかなとも思います。そうは言っても、今の法律のたてつけですとやれることが限られています。陣場部長がおっしゃったように、スタートのポイントとしては、これをベースに運用会社と対話をしていって、運用会社のほうがもう少し企業経営に対して長期の企業価値を考えた形でのエンゲージメントをしていただけるように、何かポジティブなアドバイスなり、かかわりなりを持っていただければ、運用会社の態度もちょっと変わってきて、こういうことを重視する運用会社の方が増えて、それが GPIF としての責任を果たしたことになるのかなと今の段階では思っているのです。法律のたてつけ等が変われば、またもう少し踏み込んだこともできるのかなと思っています。

○能見委員 実務的には物すごく難しい話で、抽象的な言葉のやりとりがたくさんあるのだけれども、実際にこれを具体化したときに、さまざまなパターンが出てくるのです。今、陣場部長が言ったように、これは走りながらやるしかないと思います。なおかつ、GPIF は全部運用機関に対する委託ですので、彼らのところに行く。

例えば、今の堀江委員の話であれば、例えば、リターンを高くしようと思えば、自社株買いを促すことになる。アメリカはすごくそれをやりましたよね。それが本当に企業価値の長期的な向上になるかどうか。我々はリターンに対しても運用会社に要求しているわけだから、そうすると、企業に対して自社株買いを促すような圧迫を加えたときに、それは長期的な価値かという問題も生じるのです。

ですから、余り一律的な何かをするよりも、まさに我々がこういう全体的な姿勢を示しながら、その中で運用者がどういう行動をとっているかをパターン化したり、あるいはビヘービアを一つ一つ整理して、我々も学んで、ありようについて考えていくということだろうと思うのです。

私は賛成ですけれども、実務的には物すごく難しいことなので、実際にこういう枠組みを与えたときに、運用者がどういう行動をとって、どういうことを GPIF に運用成果と同時に報告してくるかということを少し我々のほうで一定期間分析して、そして、もう一度、どういう精神にのっとった指示をもう少し具体化して与えるか、あるいはそれに対する評価をどうするかというのを考えたほうがいいですね。これは実際にやってみないと、現場ではなかなか難しいですよ。

○佐藤委員 私も公表してサインアップして、方針を示すというのは基本的には賛成で、

おっしゃったように、非常に難しいことだというのも非常によく理解できるのですけれども、質問が2つ、意見が1つございます。

質問は、先日の日経新聞に、公的年金 物言う 株主へ、運用成績の改善狙うという記事がございまして、お読みになられたと思いますけれども、質問の具体的な内容というのは、7ページのエンゲージメント活動の内容、この部分だけかなり具体的に列挙してあるのです。どういうものをエンゲージの項目にしますかということで、具体的に対話の内容の例ということで書いてありますけれども、ここと新聞記事に書いてある項目との違いは、例えば、取締役の報酬、人権問題への取り組み、そういったものが日経新聞の記事には書いてあったけれども、ここにはないのです。

そうすると、もう一つの質問とも関係するのですけれども、仮にこれを公表して、ホームページに載せて、その後、記者会見をされるのかどうかよくわからないのですけれども、マーケットからは、恐らくどうしてこの項目が入っていないのですかとか、そういう質問が必ず出てくるのではないかという気もいたしまして、そこをどこまで書き込むことが妥当なのか、あるいはこの部分だけ具体的に項目を列挙するということが正しいのかどうかということが私はいま一つよくわからないという点です。

もう一つ、海外の投資家に言わせると、GPIF そのものがトップ・オブ・フードチェーンと言っていますので、GPIF が何かを決めて動き出すことによって、それがスピルオーバーする効果は物すごく大きい。聞いている限りでは、海外の投資家の関心は物すごく高いものがあって、何が出てくるのだろうと。もうサインアップすることはわかっているけれども、方針としてどういうものが具体的に示されるのかということは、非常に関心が高いと聞いておりますので、その場合、お願いの一つでもあるのですけれども、日本語で公表するのと全く同時に、英語版で海外の投資家にも情報を提供していくということが非常に重要なポイントなのではないかと思います。

○米澤委員長 ありがとうございます。

陣場部長、もしこれが本日認められたとしますと、この後のこの扱い、リリースの仕方はどういうことを予定されていますか。

●陣場運用部長 後ほど説明させていただきます。

今、佐藤委員から御質問のあった点でございますが、まず、昨日の日経の記事でございますけれども、これにつきましては、私も日経の記者に対して、記事に書いてあったスチュワードシップでありますとか、議決権行使の話というものを言ったことは一切ないということでございまして、我々としては全く身に覚えのない記事であるということでございます。

2つ目は非常にポイントを突かれた御意見と思っています。私ども、本日このスチュワードシップ・コードを御了解いただければという条件のもと、今、この原文の英訳作業を業者を使って進めておりまして、可能であれば、これのリリースとほぼ同じようなタイミングで英文の公表もいたしたいと考えているところでございます。

○米澤委員長 リリースというのは、ホームページの掲載をもってリリースということですね。

●陣場運用部長 そうですね。○佐藤委員 英文と日本語と同時に掲載をするということですね。海外の投資家は、自分たちが不利益をこうむったと思ったら何を言ってくるかわかりませんので、そこは同時にやったほうがいいのではないのかなという感じがいたします。

○清水委員 佐藤委員の御意見と似ているところがあるのですが、すごく注目されているだけに、これを公表したときにマーケットや関係者がどのようにとるかというのは、さまざま反応が違うと思いますので、例えば、発表された後で、米澤委員長がこれについてどういった御意見を発表されるかということがセットになって公表されるパターンだと思います。

したがって、ここで今議論されているように、形骸化した行動を誘ってはいけなとか、今がスタート地点で、知見を高めてこれから改定していくとか、GPIF がこれを発表する意義について、かなりここで議論をまとめた上で米澤委員長が発表して、あわせた形で GPIF の意図を伝えるというのがすごく重要であると思います。確かにそれを英語でも同時に伝えるということが、誤解を招かない一番重要な点かなと思いました。

○米澤委員長 最後の点は議論の余地があると思います。

一つは、今まで GPIF は余りこういうことでプレス発表をやったことがないので、事務方とも、この件に関してではなくて、一般的なことに関して相談させていただきたいと思いますが、必要があれば、そういうこともやる必要があるのかもしれない。

●青木審議役 一応、考えておりましたのは、記者会見まではいたしません、もちろん取材があると思いますので、その辺の取材に対する対応については、事前に答えぶりを整理して、統一的な形のお答えを事務方のほうで準備させていただければと考えていたところでございます。

○能見委員 先ほどもう少しはっきり言うべきだったのだけれども、私が言いたかったことは、これは賛成なのですけれども、基本的にこれで何か絶対的なものができたということではなくて、先ほど言った、まさにこれがスタートで、我々はそういう市場や、あるいは運用受託者との対話を通じながら、よりふさわしいものにしていく。そういう姿勢をまず出しているのですということをはっきり言うべきだと思うのです。これで完璧なものができたということよりは、その点も認めたほうがいいと思うのです。

○米澤委員長 堀江委員、その後でいろいろ改定していくということは。

○堀江委員長代理 それはここにも書いてありますよね。

○米澤委員長 これは認めていいわけですね。最初からもう、かちつとした完成版でということではないですよ。

○堀江委員長代理 そうではないと書いてありますから。

○米澤委員長 それは十分可能だということです。

○菅家委員 委員長、この記事は、全然コードを理解していないと私は思っていて、別に議決権行使をしとコードが言っているわけではなくて、むしろ対話をしなさいよということがポイントなわけだから、二重、三重にこの記事は間違っていますよね。

○米澤委員長 そうすると、この文章は。

○菅家委員 いや、この日経の記事です。

○米澤委員長 日経のね。失礼しました。

今日は大野委員が御欠席なのですけれども、大野委員のほうからも、今日の報告でもって御理解を得られたというふうにして理解して宜しいのでしょうか。

●陣場運用部長 はい。事前説明の際に、この案については説明をさせていただいておりまして、事前の御了解は得ているところでございます。

○米澤委員長 それでは、小さく生んで大きく育てるという表現がよいのかどうかわかりませんが、かじを切ったということで、これをお認めいただけるということでしょうか。

それでは、いろいろ追加的な意見もいただきましたので、事務局では、その意見も踏まえまして公表に向けた作業を行ってくださいということで、それから、改めまして事務局から今後のスケジュール等、何か追加的にお話しすることはありますか。

●青木審議役 この案で御理解を賜りましたので、今後、内部手続を進めまして、5月30日金曜日の15時30分に金融庁にコード受け入れの通知を行うとともに、当法人のホームページで公表させていただきたいと考えておりまして、その後、取材があると思いますので、事務方のほうで統一的な答えぶりで対応させていただきたいと考えております。それまでは情報の取り扱いには御留意いただきますよう、お願い申し上げます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

それでは、引き続きまして、委員限り2の管理運用方針改正（案）につきまして、事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。では、よろしくお願いします。

●青木審議役 それでは、管理運用方針の改正につきまして申し上げます。

当法人は、中期計画に基づきまして、積立金の具体的な管理運用につきましての管理運用方針を定めておりまして、ホームページで公表いたしております。その改正案ということでございますが、資料に沿って順次御説明させていただきます。

1の(2)は、外国株式の貸付け開始に必要な規定の整備ということでございますが、外国株式のパッシブ運用機関につきまして、本年5月から10月にかけて、順次ベンチマークを従来のMSCI KOKUSAIから、途上国も含みますMSCI ACWI、除く日本に変更いたします。

また、これを変更した運用機関から、6月頃より順次収益の向上につながる外国株式の貸付け、レンディングを開始したいと考えておりまして、今、申し上げました点につきましては、昨年度、運用委員会において御説明し、特段御異論もその際になかったということで進めていくこととしていたものでございますが、この1の(2)の改正につ

きましては、そのために必要な規定の整備ということでございます。

また、これまでも国内債券の貸付けを行っておりますが、このところで債券の貸付けという言葉になっておりますけれども、外国債券のほうはまだ当面行う予定もないということで、債券という言葉在国内債券と改めさせていただいております。

次の２ページの２の（１）でございますが、５月１日に改正し、公表した点を事後報告させていただくものでございます。

改正趣旨のところにもありますが、年度計画において、乖離許容幅については、運用委員会の意見を聴きつつ、弾力的に適用するという規定を盛り込んだことを踏まえまして、これと整合性を図るため、改正案にありますように、原則としての字句を加えまして、乖離許容幅を超えても必ずしも戻さないこともあり得る、そういった弾力的な運用が管理運用方針上可能となるよう改正したものでございます。

次の（６）でございますが、これは日本版スチュワードシップ・コードの関係で、これを踏まえて行う取り組みに関する方針を定め、これを公表する旨を規定するものでございまして、この方針につきましては、先ほど陣場部長のほうから御説明申し上げました委員限り１ということでございます。

３ページの２の（２）の③は、運用受託機関が遵守すべき事項として、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れる運用受託機関は、今、申し上げました方針に基づいて適切な取り組みを行う。また、受け入れない機関は、理由を当法人に報告する旨、規定するものでございます。

次の４ページの上のほうに、又は外国株式とありますけれども、これも外国株式の貸付けに係る規定の整理ということでございます。

次に、５ページでございますが、運用受託機関の選定基準における総合評価の項目にスチュワードシップ・コードに係る取り組みを追加するものでございまして、管理運用法人の規定上、選定時のみならず、毎年度の総合評価の項目ともなるということでございます。

本改正案につきましては、スチュワードシップ・コードの受け入れ時期に合わせて施行し、公表する運びとしたいと考えております。

なお、外国株式の貸付けに関する改正部分の公表に限りましては、ベンチマーク入れかえが終わった後の本年１１月頃に行いたいと考えております。

以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等がありましたらお願いしたいと思います。

○菅家委員 ２ページの乖離許容幅を超えて乖離している場合には、原則としてという文字を新たに挿入するということなのですけれども、これにつきましては、改正趣旨等で説明があるとおり、次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することからと

記載をされておまして、したがって、それまでの間、この原則としてというのを入れるということで、逆に言うと、新しい基本ポートフォリオができた段階では、これは取れるという理解でよろしいのでしょうか。

●三谷理事長 もちろん、そういうことになります。

○米澤委員長 ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。

それでは、引き続きまして、委員限り3のオルタナティブ共同投資の進捗状況についてということで、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

●清水調査室長 それでは、私のほうから、委員限り3のオルタナティブ共同投資の進捗状況について、参考資料としまして3-1と3-2とございますけれども、これをあわせて御説明申し上げたいと思います。

趣旨でございますけれども、ちょうど2月末に、私どもといたしまして、海外の公的年金とのインフラストラクチャー投資に関する共同投資ということについて、実際に投資を開始したという旨を記者発表したということ、これが私どもにとっての初めてのオルタナティブ投資になるわけでございます。4月に委員の方々も入れかえがありましたので、この機会に、これまでの経緯等々も含めた形でこのオルタナティブについて御説明したいという趣旨でございます。

1ページ目は、(1)のオルタナティブ投資に係る海外年金の動向ということでございます。まず、このオルタナティブの定義でございますけれども、これは結構いろいろなところでいろいろな定義があるわけでございますが、一応、私どもとしての定義といたしましては、非流動性、公開されていないというか、そういう資産、英語で言うプライベート・アセット、これがオルタナティブの定義ということでございまして、具体的にはここに書いてございますけれども、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産ということでございます。非流動性ということでございますので、不動産のうち、例えば、Jリートのように実際に上場しているものについては、オルタナティブではない、通常のものであるという整理でございます。

したがって、逆に言えば、ヘッジファンドは、オルタナティブの一種だと特に日本の企業年金などでは捉えられているわけでございますが、これはいわゆる上場物を通じたものでございますので、一応、ここの定義からは外れると御理解いただければということでございます。

いずれにしても、こういったプライベート・アセットは、長期間にわたり資産の売却が制限されるということでございますが、その一方で、限られた投資機会への独占的投資、公開のものであれば全ての投資家が案件にアクセスできるのに対して、プライベートであるために投資機会を独占できるとか、あるいは市場の非効率性及び非流動性によるプレミアムの獲得が期待できるという投資対象だということで、優良な投資案件にアクセスできれば、市場対比の超過リターン、アルファが期待できるというのが一般論でございます。

海外の年金等の投資家でございますけれども、この下に表が書いてございまして、特に右側に、世界の大規模公的年金と書いてございます。GPIF は世界でも最大規模でございますが、GPIF を除く上位 14 基金のアセットアロケーションの平均を見ると、オルタナティブ資産に対しまして、もう既に 16% くらいは投資しているということで、海外ではこういった投資が通常のプラクティスになっているという状況でございます。

このような状況を受けまして、次で若干の経緯論を御説明いたしますけれども、2 ページ目でございます。私どもとしては、実は平成 24 年度の秋後半にオルタナティブ投資スキームについての調査研究というのも実施しておりまして、25 年 3 月末に最終報告をいただいているという状況でございます。投資スキームと書いてございますけれども、実際に投資することを前提としてどうすべきかという意味で、フィージビリティ・スタディと私どもは簡単に申し上げているということでございます。

この報告が委員限りの 3-1、縦長の資料でございますけれども、オルタナティブ投資スキームについての調査研究報告の要約でございます。これが先ほど申し上げた 3 月末に受け取った調査報告書の要約版ということでございまして、ここの上に書いてございますけれども、ちょうど 1 年前にこの委員会に御報告して、この報告に従った形で進めるということで御了解をいただいたということでございます。

実はこの以前、昨年 3 月の段階でも、中間報告という形でほぼこの最終報告と同じような内容を運用委員会で御報告し、議論を進めてきたということで御理解いただければということでございます。

この内容でございますけれども、本体の部分の 2 ページ目に戻っていただきまして、まず、この報告書のプロポーザルといたしましては、先ほど御説明したように、①でございますけれども、流動性の犠牲に伴うプレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上がオルタナティブ投資に期待できるのだということを前提として、具体的な投資スキームといたしましては、②に書いてございますけれども、オルタナティブ投資を目的とする投資信託に直接投資する方法が考えられるということが 2 点目でございます。

投資信託ということでございますけれども、オルタナティブ投資につきましては、そのためのファンドが組成され、そのファンドがいわゆる GP となって、LP 持分というものをつくって、それを投資家が購入するというのが通常スキームになります。

ところが、この LP 持分につきましては、私どもは法令で直接購入することはできない。具体的には、私どもはいわゆる投資一任という形で、投資判断を、日本の金融庁に登録している投資一任業者にその全部を委任しなくてはいけないというたてつけになっていますので、例えば、いろいろな PE ファンドがございますけれども、もしそういうところに投資しようとするれば、我々としてダイレクトには選べない。逆に、我々としては、ある投資一任先を選んで、彼らの投資判断で良いとみられる PE ファンドに投資するという間接的なことしかできないというのが我々の現行の制約条件の一つである。一方で、金融法人などにつきましては、通常ではそういう制限がないために直接 LP を持分買え

るという形になっているわけでございます。

②が言っているところですが、現行の法令上、投資信託であれば、私どももインハウスで直接購入できるということなので、現行のスキームを前提とすれば、これが考えられるのではないかという提言が２点目でございます。

③は、オルタナティブ投資の運用実績を蓄積した国内外の機関投資家との提携は、その投資能力の活用や知見の吸収の観点から検討に値するということでございまして、次に実際に我々が投資しようとしたときに何が問題なのか。これは実際に有識者会議等々でも御指摘されてきたところでございますけれども、我々にとってこういった投資というのは初めてであるわけでございます。そういう意味で、経験がない、専門家もいない。そういう中で、こうした高度な投資を本当にできるのだろうかという点が当然出てくる。

そういう観点から実際の投資スキームを考えた場合に、もう既に運用実績を蓄積した国内外の機関投資家、これは実際にウォールストリート等にあるファンドではなくて、我々と同じような受託者責任を持っている、そういう意味で、ライク・マインデッドのような投資家で、しかも、もう実際の経験があるところと共同でアライアンスを組むことによって入っていくというのが一つの考え方ではないか。これによって彼らの投資能力を活用するとともに、我々としても内部にその知見を吸収できるという提言をいただいたということでございます。

同じ調査研究報告といたしまして、具体的な投資先の候補として、ここに書いてございますけれども、カナダ・オンタリオ州の公務員年金、いわゆる OMERS というところで、ここと提携して私どもは実際に２月末に投資を開始したところでございますし、また、世界銀行グループの一部である国際金融公社、また、ソブリン・ウェルス・ファンド A 社という形でございまして、これについては別添資料の参考 3-2 に書いてございます。

ちょっとこれを御説明いたしますと、まず、この OMERS については、年金資産として、大体 6 兆円弱の年金ということでございまして、かなり前からオルタナティブ投資を積極的に進めているということで、全資産の 4 割程度をインフラ、あるいはプライベート・エクイティ等のオルタナティブに割り当てているということです。

さらに、真ん中に書いてございますけれども、この OMERS につきましては、3 年から 4 年前に Global Strategic Investment Alliance、略して GSIA と言いますけれども、こういう共同投資のプラットフォームを立ち上げたということで、日本から既に企業年金連合会、三菱商事とみずほ銀行、JBIC というコンソーシアムがこの共同投資ビークルに参加しているといった経緯があるわけでございます。

２ページ目の 2 の IFC との提携に基づく投資でございます。この IFC につきましては、International Finance Corporation ということでございまして、世界銀行の関連機関ということでございます。これについては、民間セクターをアクティベートするという趣旨で、基本的にはフィナンシャル・リターンを目的として、株式の直接投資からプライベート・エクイティ・ファンド投資まで幅広くやっているということでございます。

IFC はワールドバンクということでございますので、投資対象はエマージング・カンントリーでございます。

ここで書いてございますように、私どもは、先ほどベンチマークの話もありましたが、ちょうどエマージングに関して公開市場の投資はもう既に開始して、初めはアクティブとしてやったわけでございますけれども、現状は、我々のパッシブの部分で、これまで先進国しかやっていなかったものをエマージング諸国に広げるというオペレーションを、この5月から10月くらいにかけてやっているという状況であるわけでございます。

その目的は、いわゆる G20 というのが一般的になりつつある中で、エマージング、これから実際に経済成長する、あるいはもう既にしつつある、そういう国々の広い意味での成長を捉えるということが目的でございますけれども、一方で、実際、特に上場株式のセクターを見てみますと、実は金融セクターとか、ナチュラル・リソース、資源とか、そういうところに偏っているということがございまして、一方で、やはりエマージングについては、これからミドルクラスが出てくるというところでございますが、そこら辺のセクターについては、なかなか上場株式では捉えることができないという状況でございます。

したがって、ここで書いてございますけれども、広く新興国について、GDP 全体をトータルに捉えるという観点からすると、逆に公開市場ではアクセスできない、捉え切れていない消費セクターを、逆にプライベート・エクイティとか、そういう運用を通じてとっていく。これによって、上場とあわせてトータルでバランスの良いエマージング・ポートフォリオをつくるという趣旨が IFC との関連の共同投資ということでございます。

次に、3 ページ目でございます。ソブリン・ウェルス・ファンドの A、。ここはプライベート・エクイティ等の投資に 40 年の実績があり、設立以来、年率 15% 以上の投資リターンを達成しております。

点線の上のほうに書いてございますけれども、この調査研究の時点では GPIF との提携に前向きだということで、実はこの機関投資家が持っている既存ポートフォリオの一律カーブアウトを実際に検討しているという話があったということで、この調査報告に載っているということでございます。

実際には、A 社が持っている既存のポートフォリオを 2 つのポーションに分けて、1 つはダウンサイドをカットした、ある種安全な、ただ、リターンはそんなに高くないものの。

もう一つのポーションというのは、ダウンサイダーリスクはあるのだけれども、逆にアップサイドがとれる。こういう 2 つのポーションにして、このときの話は、後者のリスクの高いものは引き続き A 社が持って、ダウンサイドがプロテクションされた部分を海外等々の私どものような機関投資家に譲り渡すというような仕組みだったわけでございます。

これについては、その後、A 社のほうもいろいろな議論があつて、結論的にはこのプログラムはやめて、今、この話については、そういう意味では、一旦止まっているということでございます。

ちょっと長くなりましたけれども、本体へ戻っていただきまして、2 ページ目の終わりから 3 ページ目でございます。これは 2 月 27 日に実際に投資が実行され、2 月 28 日に私どもとして公表したという、OMERS とのインフラストラクチャー共同投資でございます。

先ほど若干御説明いたしましたけれども、OMERS との共同投資を進めるに当たって、私どもとしては、まず、国内のライク・マインデッドな、公的に近い日本政策投資銀行、DBJ とある種の包括的な投資協定を結び、ここに書いてございますが、その上でインフラストラクチャー投資に関する三者間の共同投資協定を昨年 10 月に実際に結んで、その後、この協定に基づいて個別具体的なスキームを検討し、その結果、2 月末の実際の投資につながったわけでございます。

先ほど申し上げたとおり、これは投資信託スキームを活用したということでございますけれども、投資信託については、実際にはその運営者というか、投資判断をするアセットマネジャーが必要なわけで、私どもは初心者でございますので、そこはこれまで既に P E 投資やインフラ投資等について実績のある DBJ が、彼らの知識・経験から適切な運用者の選定に関与するというたてつけで、結果的にはニッセイアセットマネジメントが、インフラストラクチャーに関するコンサル世界的な実績があるマーサー社の助言のもとに投資判断をするということになったということでございます。

このニッセイアセットマネジメントでございますけれども、私どもがお世話になるのがこのプライベート・エクイティチームということでございまして、このチームについては、日本生命本体のプライベート・エクイティの投資を専属的にやってきたという実績があつて、こういうプライベート投資については、日本は DBJ あるいは一部の銀行以外には、メーンは生命保険会社がずっとやってきたということで、そういう意味では、かなりの知識・経験のあるチームにお願いすることができたということでございます。

このスキームが 3 ページ目の下のほうに書いてございますけれども、これはやり方としてどういうことかと申しますと、OMERS は、ここには書いてございませんけれども、GP もやるような BOREALIS という下部組織を持っていまして、彼らは世界各国から彼らの目にかなうインフラのプロジェクト案件をソーシングしてくるということでございます。

彼らがそもそも GSIA をつくった理由なのですから、彼らとしては世界のいい案件にアクセスしたい。ところが、彼ら自体は資産として 6 兆円しかないものですから、なかなか規模の大きい、本当にいい案件になると、結局、そこはオークションの世界になって、どうしても SWF とか、ほかの大きなところに負けてしまう。したがって、彼らは

十分なプロとしての実績はあるけれども、資産が足りないということで、そこで私どものような共同投資家を募る形で資産のレバレッジをかけて、それで、実際にオークションに行く。こういうのが彼らの基本的な考え方です。

我々は、逆に資産規模は十分にありますけれども、プロフェッショナルリティという点ではまだ初心者でございますので、我々は彼らのそういうプロフェッショナルリティやスキルというものでレバレッジをかけるというやりとりと御理解いただければということでございます。

ただ、我々は OMERS に完全に依存しているわけではなくて、彼らはまず、自からの投資案件としてオリジネーションしてくる。その案件について、個別のプロジェクトごとに、この1プロジェクトは経済価値で大体2千億円以上が基本的な投資対象になりますが、共同投資先にこういうものはどうですかというオファーを出すわけでございます。今度はこっちのサイド、実際はニッセイアセットとマーサーになるわけでございますけれども、ここで OMERS がソーシングした個別のプロジェクトをさらにデューデリジェンスし、我々 GPIF の投資対象としてよいのかどうかということをきちんと見た上で、そこでよいということであれば投資につなげるという仕組みになっているということでございます。

コミットする額でございますけれども、投資規模は、ここに書いてございますように、大体27億米ドル、日本円で270億円くらいを5年程度かけて実際に積み上げていって、その後、大体15年間保有して、その後の5年で実際にエグジット、具体的に売るか、または引き続き持ち続けるかを考えるというようなスキームと御理解いただければということでございます。

また、一応、参考のためでございますけれども、

であり、これを投資クライテリアとして、これに沿った案件が実際に OMERS 案件としてオリジネーション、ソーシングされてくるということでございます。

以上、長くなりましたけれども、御説明でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

現在、こういうものがスタートしたということと、それから、一部は今後検討されるということも含めての説明でしたので、御意見、御質問等がありましたらお願いしたいと思います。

○武田委員 御説明いただきまして、どうもありがとうございました。

もう既に運用されているものですので、仕組み自体を今から議論するものではないと理解していますけれども、今後の注意点としましては、それが非流動性の資産の特徴でもあるのですが、エグジットの難しさといえますか、ある意味、15年持ってその後の5年間でエグジットということですが、市場で取引されている流動性が高いもので

はないだけに、仮に何か地政学的リスクですとか、経済環境で大きく予想しないことが起きたときに、ある種、身動きがとりにくい資産である。さらに言えば共同でやっているということですから、単体での決断が難しいという2点は十分留意しなければいけないと思います。

もちろん、こういうものを少額でそれぞれ知見がある機関など共同してやっていくということですので、その間に知識とか知見とかを蓄積していくということだとは思いますが、一方で、国民の大事な資産ということも考えると、エグジットのタイミングであるとか、共同運用者に対してそのタイミングを適切に伝えることができるかという点は十分留意して運用していただく、ないしはそれをモニタリングする体制というところは、こういうものを始めたからには今まで以上に必要になってくるのではないかと考えています。

特に、先ほどおっしゃったように、上場していないエマージングの業種・企業のリターンがとれないということですが、逆に言えば、新興国の上場していない、リターンは高いけれども、その裏腹でリスクもあるエグジットは、より難しくなるという点もあると思います。

- 清水調査室長 おっしゃるとおりで、当然、私どもの投資に対するコミットの度合いというか、それはやはり上場株式と比べれば、よりやらなくてはいけないと考えています。実際、この OMERS につきましても、投資判断というのは基本的にはニッセイアセットマネジメントあるいはマーサーがやるわけですので、彼らは先ほど申し上げた GSIA というもののいわゆるインベストメント・コミッティー、通常、ファンドの場合、インベストメント・コミッティーというのがつくられて、そこでモニタリングを含めた実際の議論をするということです。それから、我々もオブザーバーとかの形を通じて四半期に1回くらいそこに入って、そういう形を通じて実際にはかなり深くウオッチするという形で考えております。

○米澤委員長 OMERS などでは4割やっていると言っていましたか。

- 清水調査室長 4割ですね。

○米澤委員長 その割にエグジットのところで何か問題になったようなことは聞こえてきていないのですか。

- 清水調査室長 今のところはないです。むしろ、大きな規模のインフラプロジェクトというのは、かなり大きな年金あるいは SWF の投資対象でもあるということで、大きな機関投資家の立場からすれば、逆にこういう大きな投資案件というのは非常に魅力的であり、必ずしもプライベート・アセットだからといって流動性に欠けているということではありません。例えば、プライベート・エクイティでも、いわゆるセカンダリー専門のファンド、それこそ1兆円規模のセカンダリーファンドみたいなものもあるような状況でございますので、必ずしも全く売れないとか、そういうことが起こるような感じではなくてきているというのは御理解いただければと思います。

○能見委員

それともう一つは、最近なくなっていますが、欧州の金融機関が裏にいてファイナンスしている案件が、欧州の金融危機でみんな引いたときに、物すごく虎の子のインフラ案件が出てきて、すさまじい陣取り合戦があって、

でも、欧州危機が落ちついたから、今はぴたっとなくなったのです。

だから、おっしゃるように、それ自体は非常に流動性がないのだけれども、セカンダリーのところでは投資家同士のやりとりが頻繁に起きるとというのがこの種の投資の特徴なのです。大きければ大きいほど起きるのです。だから、小さいのは難しいけれども、大きいものであれば、そういうことが起きる。

- 清水調査室長 例えば、リーマンショックのときは、そういうものもあわせて価格は下がっているのですが、我々のステータスというのは、逆に、当然、キャッシュアウトとして流動性の確保の部分ではありますが、そうではないところについてはかなり長期投資できるので、そういうものを気にしなくていい。逆に、そういうときに買うと非常にいいリターンがとれるという、これは慎重に慎重を重ねなくてはいけないのですが、そういう投資対象、そういうスペースであるということは言えると思います。

- 清水委員 もちろんリスクという面では難しいとは思いますが、例えば、これから先、基本ポートフォリオの改定も含めたときに、オルタナ投資の割合がもう少し高くなる可能性は十分考えられると思いますし、今回の御説明を聞いて、こういった3社といろいろな提携の模索をされていたということを伺って、非常におもしろい動きだなというか、むしろ、これからの基本ポートフォリオの改定も絡めたときには、予備的にもっといろいろな提携先の模索、新たなアプローチをしていくのは重要なことかと思うのですが、現時点で構いませんので、この3社以外にも今後の予定というのはあるのでしょうか。

- 清水調査室長 実際に OMERS を私どもが公表したということもあるのですが、そういう意味で、関心を持っていただいているような海外の機関投資家というのは幾つか実際にあります。海外との関係で、まだここで名前を個別に出せるところまではまだ行っていないわけですが、皆さん御存じのようなところから実際にアプローチはあります。

- 米澤委員長 その辺の細かい管理のところまではまだ無理だとしても、目利きとか、そういうことができる方は GPIF に育ちつつあるのか、育てようという意識があるのか。

- 三谷理事長 育てようと思っています。今までも、先般、中途採用で来ていただいた方は、プライベート・エクイティについて、かなり御経験のある方を採用できたのですが、今、給与のあり方の見直しというのを外部のコンサルに頼んで検討してもらっていますけれども、それが終わりましたら、新しい給与体系のもとで、この間、閣議決

定が出ましたように、人件費とか、そういうところについて、これまでがちがちに決められていたものが、ある程度弾力化を図れるということにもなりましたので、どこまで採用できるかわかりませんが、そういう新しい分野も含めて、いろいろな能力・経験を持った方を採用していきたいと考えています。

一応、コンサルの実施期間が8月末の予定ということですので、そこで出たコンサルの結果をもらったからといって、すぐにうちの新しい給与のあり方が決まるわけでもないで、コンサルの結果を受けて、我々で咀嚼して、ある程度こういう形であれば実施できるなど。そこがないと今度は公募もできませんので。ですから、遅くとも年内くらいにはそれなりの形がつけられるのかなと考えています。もっとも応募者がいなければ、また何度もやるしかないのですけれども。今、そういう分野の方というのは、かなり逼迫しているという話が出ています。

○米澤委員長 それから、もう一つは、一般的にインフラファンドですら本当に危ないものに手を出し始めたのではないかという言い方もされますので、オルタナティブにもいろいろあるわけですが、そうでないようなものと言っていいかわかりませんが、ちゃんとリスクを認識してやっているということもどこかでやはりしておく必要があると思います。年金部会などに行くと、何か危ない運用を始めたのだとかいうことで、いつもやられてしまうのですけれどもね。

○能見委員 LP 出資の規制は緩和されないのですか。

●清水調査室長 LP 出資の規制については、参事官もいらっしゃいますけれども、これは法令の問題でもございますので、その可能性も含めて検討したいと思っています。

●森参事官 基本的な考え方なのですが、個別のものに手を出していいのかというのが結構議論がございまして、例えば、不動産でいえば、GPIF がロンドンのビルや空港を買ったとか、そういう形で GPIF が判断して、すぐそういうふうやってよいのか。不動産ではなく株式の話で言えば、個別企業、例えば、あそこの企業を、プライベート・エクイティだったら、こういう個別企業を買っていいとか、そこら辺の判断が結構できるかどうかという問題です。

逆に言うと、ヘッジファンドとかでも、資金団体的な形でやっているものに穴をあけられるかどうかというのは、また一つ議論があると思いますけれども、根っこの話としては、要するに、個別の株式会社等に対して直接国が判断して買ってよいかどうかにつきまして、先ほど議決権行使のときにもございましたけれども、自主運用を始めるときに、ちょっとアメリカ的な考え方なのかもしれませんけれども、やはりパブリックというのは民間の自由な経済活動と距離を置くべきではないか、もし政治的な圧力がかけたら大変なことになるという考え方があるのかなということでございます。

○能見委員 だから、何らかの制約要件をみずからつくりながら、整合性を持って、こういう制約要件の中ならば LP 出資は可能だとか、そういうことを検討したほうが、オルタナティブの内容の選択肢を増やすためには、そのほうがかえって分散が効くというか、

おっしゃるように制約要件も相当あると思うので、条件付きで考え方が整理できないか、それは検討課題だと思いますが。

○米澤委員長 有識者会議では、その辺、我々の知識がなかったせいかもしれませんけれども、この問題は出てきませんでしたね。

●森参事官 横断的な課題ですから。

○米澤委員長 わかりました。

●清水調査室長 一般論で申し上げますと、先ほど申し上げたように、結局、ファンド投資については GP と LP とあって、基本的に LP というのはリミテッドなので、そういう意味では投資判断をしないわけです。実際に投資判断をするのは、GP がどこの企業を買うか、どこのプロジェクトを買うかを判断して、それでさらに、実際にその事業の中に入っていくということでもございますので、そういう意味では、今の文脈からだと、リミテッド・パートナーというのがどれだけ一任と質的に同じなのか、違うのかということとで細かく制限等々を検討していくことになると思います。

○米澤委員長 それでは、先に進ませていただきます。

次は、次期基本ポートフォリオの検討を集中的に行っていく必要があるために、検討作業班について、委員限り 4 の検討作業班のメンバー変更についてにより、事務局のほうから説明していただきたいと思います。それでは、よろしくお願いします。

●青木審議役 委員限り 4 により、検討作業班に関して御報告申し上げます。

作業班のメンバーにつきましては、前回の運用委員会において委員長に御一任いただきました。その後、委員長から、資料に記載している 3 人の先生方の御指名をいただきました。指名された各委員からの御了承もいただきました。今後このメンバーで検討作業班を開催していただくことといたします。

以上でございます。

○米澤委員長 では、お二方はちょっと忙しくなるかと思いますが、よろしくお願いいたします。

それでは、次のキャッシュアウトのことで、委員限り 5 の平成 25 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しについて、事務局のほうから説明をお願いします。

●青木審議役 昨年度のキャッシュアウトへの対応等につきまして、委員限り 5 により御説明申し上げます。

キャッシュアウトは、当法人から国の年金特別会計へのキャッシュアウトでございます。1 で記載しているとおり、昨年度は 4 兆 842 億円でございました。当法人には、バイ・アンド・ホールドのファンドとして、国内債券の中に財投債のファンド、また、キャッシュアウト等対応ファンドというものがございます。これらのファンドを活用することによりまして、キャッシュアウトのための内外の債券、株式の特段の売却は行わずに、キャッシュアウトを行うことができました。

後ろの 2 ページをご覧ください。2 ページは昨年度の月次のキャッシュアウトの実績

でございます。2つのバイ・アンド・ホールドのファンドからの回収は、合計欄のところにございますが、合計で4兆8,165億円となりました。キャッシュアウトには寄託金償還と国庫納付、それとマイナスとなる項目ですけれども、寄託金がございます、国庫納付は、運用による累積収益の一部を厚生労働省の指示により納付するものでございます。寄託金は、国のほうから新たに当法人に寄託された金額でございます、マイナスがついているということでございます。

1ページに戻っていただきまして2の平成26年度の対応でございますが、当法人、国の予算上の数字といたしましては、キャッシュアウト額は5.5兆円ということでございます。これは今後変動し得る数字でございますけれども、財投債とキャッシュアウト等対応ファンドからの償還金・利金が合計で5.5兆円の予定となっております、キャッシュアウトの全部あるいは相当部分は、2つのファンドからの償還金・利金により賄えるであろうと考えているところでございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

それでは、この件に関しまして、御意見、御質問等がありましたら、お願いしたいと思います。

○武田委員 今後のキャッシュアウトの見通しというのは、今後の財政検証等の試算結果を受けて具体的に数字が見えてくるということだと思えるのですが、2017年までがキャッシュアウトで、2018年以降がキャッシュインの見通しであるということで考えますと、仮に当面はキャッシュアウトをしていかなければいけないという状況の中で、キャッシュアウト等の対応ファンドですとか、あるいは財投債といったもので、つまり、市場売却をキャッシュアウトのためにしなければいけないかどうかというところのバランスというのが、ある意味、非常に重要になってくるのではないかと思います。

特に、今、足元の物価の状況などを見ていると、比較的上がっていて、その中で市場金利が0.6%台ということで、ある種、市場金利が非常に落ちついているのですが、もし本当にこのまま、そのとおりにいくかどうか分かりませんが、物価上昇率が今後もし上がっていくということになると、2017年までのどこかでもう少し長期金利の動きが出てくる可能性もあるわけです。したがって、キャッシュアウトの見通しと、それに対応できるファンドをきちんと用意しておくかというあたりは、出てきてからの検討にはなと思いますが、重要なポイントではないかということで、一つ意見として述べさせていただきます。

○米澤委員長 ありがとうございます。

この件に関しましては、どなたか参考になるようなお答えを。

●三谷理事長 おっしゃるとおり、今度の財政検証が出てみないと、これからのキャッシュアウトがどうなるのかということはなかなかはっきりと物が言えないわけです。実は過去の実績からしますと、財政検証の数字も、必ずしも信頼できないと言うとおかしいのですが、いろいろな事情があるのですが、数兆円オーダーで変わってくること

もありますし、特にひどかったのは、一昨年度、国債がずっとたなざらしにされまして、そのときは、もし年度末まで赤字国債の発行ができないということになると、年金をとめるわけにいきませんから、我々のほうに、赤字国債で賄おうと思っていた年金の支払い資金を全部キャッシュで用意してくれという話もありまして、そのときはまだキャッシュアウト等対応ファンドはそんなに償還金が多くなかったものですから、かなりの国債売却をしたわけですが、さらに、4カ月ぐらいの間に5兆円ぐらい売却を積み増さなくてはいけないような話もあったり、そういう意味では、このキャッシュアウトの見通しというのは非常に難しい。

正直言って、昨年度も予算上はたしか5兆1千億円だったと思うのですが、これがたまたまいろいろな資金繰りの関係で4兆1千億円くらいで、逆に1兆円少なかったということもありまして、必ずしも財政検証が出たから、こういう準備をしておけば大丈夫ですねというわけにもいかないのです、もちろんかなりの部分はそういうマーケットでの売却がないように対応したいとは思いますが、マーケットでの売却が全くなしで済むのかどうかというのは、これはまた保証の限りではないということになります。

- 森参事官 若干つけ加えますけれども、そもそもは積立て方式の、旧型の年金だと給付が毎年確定しているのですが、日本の場合は賦課方式で、そもそも原資の一部として保険料収入のことを当てにしていますので、それがもう景気でいろいろ変わってしまう。財政検証というのは、一つはプロジェクションだという話もあるのですが、経済成長の伸び率とかについては一定でやっていますので、今回はちょっと変動をつけようという話がありますが、一律でやっています、リーマンショックとか、実際の景気はいろいろ波があるわけで、そういうものを見込んでいないということがございまして、まさに賦課方式の場合、バッファーフンドとしての意義はあるわけですが、その関係でいろいろ御迷惑をかけているということでございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。

基本ポートフォリオの策定も、最後はこのところの数字がもう少し詳しくわかってから多分スタートするのではないかと思いますので、そういう意味では、まだ取りかかれなと私も理解していますが、いずれにしても、財政検証が出てかなと思っています。

- 清水調査室長 あと、若干補足でございますが、先ほど武田委員から御指摘いただいたように、5年前の財政検証では、2017年度までキャッシュアウト。ちょうど2017年に18.3%に保険料になるものですから、その後はまた積み立てになるという見通しが5年前の見通しでした。ただ、要は、それもインフレを見込んでいたわけで、その分、給付調整が行われる、あるいは賃金もちゃんと上がるというたてつけだったものですから、でも、実際には現実はこの5年間そうではなかったということから、今回、26年の財政検証の結果としてどうなるかというところが、私どもの最大の関心事項のひとつと御理解いただければと思います。

○米澤委員長 これからまたという感じですよ。わかりました。

では、それはこういうことでまとめさせていただきたいと思います。

それでは次に、リバランスのことにしまして、委員限り 6 の従前の運用委員会での議論に基づくリバランスの検討についてにしまして、事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。

●青木審議役 委員限り 6 について申し上げます。

昨年度以前の運用委員会の議論では、1 に記載のとおり、四半期ごとにリバランスを行うかどうか検討する。その際、②に記載のように、取引コスト及びリバランス効果、市場の動向等に留意する。また、例えば、東日本大震災のようなイベントリスク発生時にも、リバランスについて、定期でなくても検討するとされておりました。

2 のリバランス検討に当たってのポイントといたしましては、資料記載のような点を見てきたということでございまして（1）の基本的項目として、簡単に言いますと、シミュレーションツールの使用等により、コスト当たりで基本ポートフォリオからのトラッキングエラー縮小幅を計測した。

さらに、（2）にございますように、その時々個々の資産の市場動向、また、各資産のバリュエーション、また、2 ページの②でございすけれども、市場での売買代金等から見た流動性、さらに③でございすが、数理的なモデルを使って数値化したその時々市場のボラティリティの動向などを考慮しておりました。

そこで、このたび御報告する点といたしましては、3 に記載のとおり、本年 3 月末の資産構成割合を見てリバランスについて検討を行ったわけですが②の検討内容のところでございますように、3 月末は国内外の株式が 3 % 台のオーバーウエート、国内債券がマイナス 6 % 台半ば、外国債券は基本ポートフォリオからわずかにアンダーウエートというような状況の中で、国内債券は、金利が極めて低い中、なかなか購入候補とは考えられないわけでございますけれども、市場動向等を踏まえすと、購入候補として外国債券が考えられたところでございます。

一方、売却候補は、この時期、国内株式市場が波乱含みで取引コストに留意する必要があると考えられたこと、また、外国株式につきましては、米国株式の上昇余地を考慮すると、直ちに売却する必要は薄いと考えられたことから、売るほうが見当たらないという状況でございまして、このため定期リバランスは行わないこととしたものでございます。

なお、従前の運用委員会での議論に基づきますリバランスの検討はこの 3 月までということで、当面は次期基本ポートフォリオの策定を視野に入れつつ、前回の運用委員会で御議論いただきました乖離許容幅の範囲内での機動的な対応を行っていくということかと存じます。

以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

この点に関しまして、御意見等がございましたら。どうでしょうか。

これは先ほどどなたかリバランスで何か質問がありませんでしたか。リバランスではなかったかな。いかがですか。

●三谷理事長

○米澤委員長

●三谷理事長

○米澤委員長

●三谷理事長

○米澤委員長

○清水委員 リバランスのところの市場動向というのが結構重要だと思うのです。つまり、堅調のときに売り、軟調のときに買いということで。リバランスというと、やはりどうしても基本ポートフォリオとトラッキングエラーで判断するというのがもちろん

あるとは思いますが、あと年度末とか、どうしてもそういった季節要因に影響されると思うのですが、本来の投資という観点からいったときには、堅調なときにこそ、利がつきそうなものに関してある程度売って、その分を国債の先ほどおっしゃっていたキャッシュアウト対応の債券のほうに持っていくということが、多分、今後の検討課題だとは思いますが。

この間、基本ポートフォリオをつくるときに、キャッシュアウトの分を抜いて考えるといったこともお話しされていたと思いますが、やはりそういうことをある程度の相場の波の中でしていかないと、今回のアベノミクスで株が非常に上がった後で、結局、期末に下がって、その一部の理由に GPIF が売ったといううわさが流れたとかいうこともすごく市場ではあったと思うのですが、市場が注目している以上、市場の裏をかくというのは変な言い方ですが、もう少しこのリバランスというルールに対しても、書かれているような市場動向とのバリュエーションの、その他の留意点というところと、キャッシュアウト対応というものを含めた形で考えていくのも重要なのかなという感じがいたします。

●清水調査室長 基本ポートフォリオの関係でお答えさせていただきますと、この前、この場で御議論いただいたとおり、乖離許容幅については柔軟にということになったわけですので、そういう中で、今後どうやるかという話になった。ただ、そのときには、当然これから基本ポートフォリオの議論になりますので、次期基本ポートフォリオの資産構成割合がどうなるかということをまず念頭に置きながら、それに沿った形、それと整合的な形でのオペレーションということに多分なってくるのかなと思っています。

そういう意味でいうと、今のお話でございますけれども、今回、厚生労働省の年金部会からお示しされたものをちょっと見てみた感じでは、一つは、対賃金に対して 1.7% というのを長期的に取れという話の一つと、もちろんキャッシュアウトもあるのですが、あともう一つが、リスクの尺度について、賃金上昇率を下回るものをリスクと見るというたてつけの中で、どちらかというと、今までは名目の収益率がリスクの尺度だったので、そういう意味からすると、国内債券というのは非常にリスクの低い資産になっていた。ところが、対賃金でリスクを捉えた途端に、逆に、国内債券でもし賃金がまかなえなければ、国内債券の利回りよりも賃金上昇率が高ければ、それを持っていること自体は、賃金を下回るというリスクになるわけですから、相対的に見れば、国内債券というのは逆にリスクを生む資産になってしまう。そういう中でどうするかということを考えなくてははいけない。

あと、市場動向については、先ほど理事長からもありましたとおり、本当は国内債券だけ、バイ・アンド・ホールドだけで全部キャッシュアウトに対応できれば、それはもういいのですが、なかなかそういうわけにはいかないということで、やはり何か実際のアセット、国内債券以外のアセットを売らなくてははいけない局面も今後出てくる

可能性もある。これまでもそうだったという中で、売るときに何が一番市場に影響を与えずに売りやすいのかという観点でこれまで市場動向の分析というのを行ってきたということでございますので、ここに投資すべきだとか、そういう観点と若干違った感じなので、そこについては、柔軟な運用という文脈、あるいはフォワード・ルッキングという、今度示されているコンテキストに従って、体制面も含めてどういう形でやっていくのかを、今、検討していると御理解いただければ。

○米澤委員長 前回、少しアナリストなどの考え方も入れるという話を聞いた感じがするのですが。

●三谷理事長 それは従来から、キャッシュアウトが始まってしばらくたったところから、そういうマーケット周りの調査体制は強化したということがございます。

○米澤委員長 それは、先ほど清水室長のほうからも出ましたが、必ずしも明確ではないのだけれどもフォワード・ルッキングという言葉も出たので、多分そのあたりのところにかかわってくると思いますので、今以上に律儀な方法ではなくて、もう少しいろいろ考えていく必要があるのかもしれないですね。よろしいでしょうか。

それでは、ここは以上にしたいと思います。

最後に、委員限り7のリスク管理状況等の報告、平成26年2月・3月について、事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。

●陣場運用部長 委員限り7のリスク管理状況等の報告につきまして、簡単に報告をさせていただきます。

まず、8ページをご覧くださいだと思います。ちょうど今、決算整理の途上ということでございまして、まだ3月の収益率の数字が確定しておらないところでございますが、2月までの状況で、年度通期で8.4%、運用資産全体で収益が上がっているというところでございます。金額にすると9兆9千億円ということで、10兆円になろうかという数字でございまして、この1年間、平成24年度に続き、非常に市場環境に恵まれた1年間であったと考えているものでございます。

続きまして、2ページをご覧くださいだと思います。時価総額ということで、残高は確定してございます。右下隅の欄をごらんいただければと思いますが、3月末で財投債を含めて運用資産全体の計で126兆円の資産規模ということでございます。収益も上がって、キャッシュアウトで4兆円出しても、残高としては昨年度末に比べると増えた状況ということでございます。

1ページ目をご覧くださいだと思います。(1)の全体のリスクは、キャッシュアウトで財投債、キャッシュアウト等対応ファンド等からどんどん出しておりますので、基本ポートフォリオからの乖離という観点で申し上げますと、国内債券は、基本ポートフォリオ60%に対して、もう既に3月末で53%までウェイトが下がっている状況でございます。その分、国内株式及び外国株式といったリスク資産のウェイトが少し高まっているという状況でございます。国内株で15.88%、外国株で15.03%ということで、基

本ポートから3%から4%くらい上振れしている状況でございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。これはいつものとおり定例的に行っていくということなので。わかりました。

それでは、本日予定していました議事を終了しましたので、本日はこれで終了にしたいと思います。

事務局のほうから連絡事項等がありましたら、お願いしたいと思います。

●青木審議役 まず、事務局から委員の皆様へお願いがございます。本委員会では、市場関係者、マスコミ等の関心が高い当法人の運用に関する方針や、投資行動に関して御議論をいただいております。委員会での御議論や配付資料には機密性を有する多数の情報が含まれております。さらに、今後は基本ポートフォリオの見直し、平成25年度業務概況書の作成など、機密性の高い情報を扱う機会が増えてまいります。御案内のこととは存じますが、運用委員の皆様方には、GPIF法に基づきまして機密保持義務も課されております。改めまして、特に情報の管理の徹底には御留意を賜りますよう、何とぞよろしくお願いいたします。

次に、委員限り3のオルタナティブ共同投資の進捗状況について、委員限り3-2の提携の候補先となる海外年金基金等について、委員限り5の平成25年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見直し、それと、委員限り6の従前の運用委員会での議論に基づくリバランスの検討について、以上4点の資料につきましては、冒頭申し上げましたように、回収させていただきますので、恐れ入りますが、机の上に置いておいてくださいますようお願い申し上げます。随行の皆様も同様をお願いいたします。

次回、第80回運用委員会につきましては、平成26年6月20日金曜日、13時から当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくお願いいたします。

○米澤委員長 それでは、第79回運用委員会をこれで終了したいと思います。どうも御苦労さまでした。