

第94回運用委員会議事録

1. 日 時:平成27年5月21日(木) 13:00~15:00
2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 大会議室
3. 参加者: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員 ・清水委員
・菅家委員 ・武田委員
4. 議 事
 - (1) 業務方法書の変更(案)について(議決予定)
 - (2) 運用委員会規則の改正(案)について(議決予定)
 - (3) その他

●青木審議役 それでは、ただいまより第94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。御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

それでは、本日の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 本日の議題

本日の議題は、委員限り1に議決事項、審議事項、報告事項等の区分を示して順に記載しておりますのでごらんください。

続きまして、委員限り2 業務方法書の変更について(役員等の賠償責任関係)

資料2 運用委員の取材等の対応方針

委員限り3 外国債券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 国内不動産投資の運用機関公募に係る基本方針等について(案)

なお、以上申し上げた資料以外もございますけれども、これらにつきましては事務局より随時配付をさせていただきます。

また、委員限り3の参考資料外国債券アクティブ第3次審査結果及び委員限り4国内不動産投資の運用機関公募に係る基本方針等について(案)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。よろしいでしょうか。

それでは、以後の進行につきまして米澤委員長をお願いをいたします。

○米澤委員長 どうもお忙しいところ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、きょうの議題に沿って進めていきたいと思います。

まずは、最初に委員限り2ですね。業務方法書の変更について、これは役員等の賠償責任関係でございますが、まずは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 それでは、御説明させていただきますが、委員限り2の業務方法書の変更案をごらんいただければと思います。

このたびは、運用の内容に直接関係する変更ではございませんけれども、業務方法書の変更につきましては大臣認可事項で運用委員会の事前承認をいただくこととしておりますので、本日挙げさせていただきますまして議決を頂戴できればと考えているものでございます。内容は、この4月に施行されました独立行政法人通則法の改正を受けたものでございます。改正法では、独立行政法人の役員等に関する損害賠償責任の規定が新設されました。

2ページが、その規定でございます。1項で、任務を怠ったときの損害賠償責任が規定されました。2項以下が、責任の免除に関する規定でございます。2項は、主務大臣の承認なく責任の免除はできない旨、また3項で免除するときは主務大臣が総務大臣に協議しなければならないことを規定しております。

2項、3項は主務大臣が総務大臣に協議した上で責任の全部、または一部を免除する旨の規定でございますが、4項ではちょっと別の形で責任免除について規定しております、4項によりまして善意、すなわち故意または重過失でない場合につきましては独立行政法人があらかじめきちんと業務方法書で定めておけば2項、3項とはちょっと別の形で大臣承認による一部免除が可能になります。

1ページにお戻りいただきまして、真ん中の○をごらんいただければと思います。今、申し上げました第4項の責任免除の内容をここに書いてございますが、真ん中の図にございますように、総務大臣が定める最低責任限度額までは免除できないということでございますけれども、これを超える部分については免除が可能ということでございます。

ただ、あくまでも免除する場合は個別の事案についての主務大臣の承認が必要ということでございます。当法人の場合は、厚生労働大臣の承認が必要ということでございます。

免除されない部分の最低責任限度額でございますが、下の※印にございますように総務大臣がこの3月に定めておりまして、代表権を有する役員、当法人では理事長でございますけれども、退職手当を含めて計算した年収の6倍、代表権のない監事以外の役員はこの年収の4倍などと定められております。

このように、独立行政法人制度を通じて最低責任限度額を超える部分の責任免除が法律改正により定められました。この制度は、会社法における取締役会による取締役の一部免除に関する規定を参考としてつくられたと承知しております。幾つかの独立行政法人でも、既にこの一部免除に関する業務方法書の変更を行ったと承知をいたしております。

1ページの一番下の対応方針にございますように、当法人におきましても万一、法人に損害が生じた場合、この一部免除が妥当な場合があり得るということでございますので、業務方法書にこの一部免除に関する規定を設けることとしたいと考えております。

業務方法書の具体的な変更案は、総務省から示された規定例を踏まえて作成しておりますが、2枚目の別紙1というところに記載しているとおりでございます。内容は今、御説明申し上げたとおりでございます。

本日、仮に運用委員会で御承認がいただけましたならば、速やかに厚生労働大臣に認可申請を行い、認可がいただけましたならば速やかに施行したいと考えております。附則のところ、施行日を定めることとしております。5月と書いてございますけれども、6月以降になることもあり得ることを口頭で補足させていただきます。

最後に、今後厚生労働省の認可に係る審査の過程等では今、御説明申し上げました趣旨を損なわない範囲において本変更案の技術的な修正等が全くないということまではちょっと申し上げにくいところもございます。そうした技術的修正等が仮にあった場合には、執行部に御一任いただくことを含めまして、本日は議決を頂戴できればと考えております。

説明は、以上でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。

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。

よろしいですか。特にございませんか。

○佐藤委員 フォーマリティーの話ですし、運用委員会のルールにかかわる話ではないので特に問題はないと思うんですけども、このいただいている関係法令集にある通則法に目を通したら25条の2項が入っていないとか、アップデートされていないのかなと思いましたので、大した話ではないんですけども。

○青木審議役 失礼いたしました。

○米澤委員長 それでは、前半でまとめていただいたように議決のほうに入っていきたいと思います。

資料1の年金積立金管理運用独立行政法人業務方法書の変更（案）の承認の手続に移りたいと思います。事務局より、資料の配付をお願いしたいと思います。

（資料配付）

○米澤委員長 業務方法書の作成、または変更についてはGPIF法に基づいてあらかじめ本委員会の議を経ることとされているほか、GPIFの文書管理規程により、理事長の決裁に当たっては当委員会の承認を要するものとされております。

そこで、先ほど御議論いただいた業務方法書の変更案につきまして、承認するか否かについて運用委員会規則第5条第2項の規定に基づいて議決をとりたいと思います。

それでは、業務方法書の変更案につきまして御発言のある方はよろしく申し上げます。特に、反対の御意見がある方はここでお願いしたいと思います。特にございませんね。

それでは、運用委員会規則の規定に基づきまして議決をとりたいと思います。議決の手続について御説明します。議決に当たっては、委員長を含め各委員は賛成反対棄権のいずれかの意思表示をしていただきます。賛成または反対のいずれも挙手されなかった場合は

棄権とします。棄権は出席委員数には含めますが、可否の否として扱います。

また、意思表示をせずに退席される場合は出席委員数には算入しないことといたします。退席される方はいらっしゃるでしょうか。おられませんね。

それでは、本案の承認に賛成の方は挙手をお願いしたいと思います。

(賛成者挙手)

○米澤委員長 ありがとうございます。

よって、賛成する委員の数が過半数でございますので、本案について当委員会としては承認することと決まりました。どうもありがとうございました。

続きまして、資料2の運用委員の取材等の対応方針について、まず事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

●青貝企画部長 資料2に即して御説明申し上げます。

これまで運用委員会におきましては、運用委員の皆様の取材等の対応方針について既に御議論いただいております。前回の運用委員会では、広報の一元化ということをより明確にしたほうがいいという御意見もいただいておりますので、この資料2の後ろにそのときから変わった変更点というものをつけております。委員限り参考というA4横の2枚目の資料をごらんください。

具体的には、取材対応の部分でございます。改めて御説明いたしますと、GPIFに関する取材申し込みを受けたときは、GPIFの広報に対応を依頼し、広報が取材に応じるか決定する。原則、取材はGPIF広報が対応するという形にさせていただければと存じます。

2つ目としましては、GPIFの広報の判断によりまして、運用委員の方が取材に対応いただくという場合にはGPIFの広報が立ち合わせていただきたい。こんな形で、整理をさせていただきます。

それで、これは具体的にどういう形で文言に落とすのかにつきましては、今ごらんいただいております紙からページをさらにめくっていただきまして別紙1の次、別紙2というところがございますが、運用委員会規則の中に規定を設けさせていただいております。具体的には、さらにその裏面に8条の3というものがございます。取材等対応規程の準用ということで、管理運用法人が定める取材等対応規程は、委員について準用する。という形に運用委員会規則を改正いただければということを考えてございます。

参考までに取材等対応規程、さらにページをめくっていただきますと参考1というものがこの資料2の束の後ろから2つ目のページにございます。ここに役員、職員ということで職員向けのを載せておりますが、この部分について運用委員の皆様にも適用がなされるということを念頭に置いております。今回、本運用委員会規則につきましては後ほどその運用委員の皆様との議決をいただくということかと存じますが、議決で承認された場合にはこういった形でホームページに掲載させていただきたいか、というものを最後のページにつけております。

運用委員会に関する情報ということで、運用委員会規則の赤字の下に今回準用する規定

にリンクする形の文言をつけております。このこちらというところをクリックいただきますと、行動規範を策定いただいたときにあわせて公表しております取材等対応規程のところリンクが飛ぶという形になってございます。

最後でございますが、今回冒頭御説明した資料2につきましても、これは委員限りということではございませんで、運用委員会終了後、適切なタイミングでホームページに掲載されるという形を想定いたしております。

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っております。いかがでしょうか。実質的には前回議論させていただきましたので、それをこの形に落とすということ、内容的には変更はないわけですね。よろしいでしょうか。いろいろなケースがあり得ると思っておりますが、わからなければ全てにおいて問い合わせればよいということをお自身も理解していきたいと思っております。

それはそれとして、ここで資料3の運用委員会規則改正（案）の承認の手続に入りたいと思っております。事務局より、資料の配付をお願いしたいと思っております。

（資料配付）

○米澤委員長 先ほど御議論いただきました運用委員の取材等の対応方針案に基づき、運用委員会規則を改正することについて運用委員会規則第5条第2項の規定に基づいて議決をとりたいと思っております。

それでは、運用委員会規則改正案につきまして御発言のある方はよろしくお願ひしたいと思っております。特に、反対の御意見がある方は御発言ください。よろしいでしょうか。

それでは、御退席される方はいらっしゃるでしょうか。

いらっしゃらないようですので、それでは本案に賛成の方は挙手をお願いしたいと思います。

（賛成者挙手）

○米澤委員長 ありがとうございます。よって、賛成する委員の方が過半数ですので、本案について当委員会として承認することに決まりました。どうもありがとうございました。

それでは、続きまして委員限り3の外国債券運用受託機関の選定、これは第3次審査結果案（案）になりますが、これについて議論させていただきたいと思っております。まず、最初に水野理事より説明をお願いしたいと思いますので、よろしくお願ひします。

●水野理事（CIO） 委員長、ありがとうございます。

外国債券運用受託機関の選定につきましては、公募時、第1次審査結果、第2次審査結果ということで、過去3回運用委員会で御議論いただいているところでございます。今回、第3次審査結果ということで、これが最終的な運用受託機関選定のプロセスということになるんですけれども、最初に私のほうからお時間をいただきましたのは、過去の3回のプレゼンテーションにおいては、受託機関の選定のプロセスにプラスして我々がどういうこ

とでそのマネージャーのマッピングを考えているかのようなプレゼンテーションも一度皆さんに前広に御理解いただくということで進めてきたところでございますけれども、一方でこの間の中期計画で運用委員会で審議していただくことがより明確になりまして、逆にそれが運用委員会の方々の責任の範囲が果たして広がっているのではないかとの質問もいただいたり、大野委員のほうから個別の議案について明確に審議事項なのかということをはっきりさせてほしいということで、私ども今、議案にコーディングをして見ていただいているわけですが、その観点でこちらの債券運用受託機関の選定のプロセスを運用委員会の手続の立場から見直しまして、つまり中期計画上、審議事項となっておりますのは運用受託機関、受託機関等の選定過程や手数料水準、これについて運用委員会の議を経るということになっております。

言いかえますと、運用受託機関選定のプロセスに瑕疵がないかということと、手数料水準が市場水準に照らして非常識なレベルになっていないかということが中期計画上、運用委員会の委員の方々に求められている審議事項でございます。

そういうこともありまして、今回の本日の議案といたしましては、その選定のプロセスと手数料水準の確認というところに絞って説明をさせていただく。これは、1つには先ほど申し上げた運用委員会の責任の範囲を明確にさせていただくという点と、あとは今後私どもが選んでいただいた受託機関のリストを使って、先日こちらでも議論していただいて選定していただいたんですけれども、トランジションマネージャーに実際にトランジションにどのくらいのコストがかかるのかという試算も依頼したりしながら、最終的には最適なマネージャーストラクチャーにしていきたいと思っておりますので、本日受託機関選定のプロセスと手数料水準について異議がないということを確認させていただいた上で、今後そのようなコストの試算も含め、マネージャーストラクチャーの最適化を図ってまいりたいと考えています。

そちらに関しては審議事項ではございませんので、また後ほど改めて皆様のほうに御報告するという2段構えになっているということ、まず最初に御説明させていただきたいと思っております。

それでは、陣場のほうから今、申し上げました選定のプロセスと手数料水準についての説明をさせていただきます。

○米澤委員長 では、お願いします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り3をごらんください。

まず、3次審査の位置づけということで、改めて後ろのほうの11ページになりますけれども、別紙1のフローチャートをまずはごらんいただければと思います。水野理事からも説明がございましたとおり、外債につきましては1次書面審査、2次ヒアリングと進んできたわけでございます。それで、今回は3次審査の最終結果というものについても御審議をいただくということでございます。

この11ページの左側のフローチャートをごらんいただきますと、第3次審査の特徴とい

たしましては、私どもが現地に行き実際にヒアリングで聞いたことが本当に行われているのかどうかということを確認をするというのが1点目の特徴ということでございます。

2点目の特徴といたしましては、この運用機関の運用能力に加えまして、手数料についてもその妥当性をチェックする。この2つが第3次審査の特徴、位置づけということになってまいります。

それでは、最初のページにお戻りをいただきまして、この第3次審査の結果案ということでございます。冒頭、まず結論から申し上げますと、第2次審査におきまして残った運用機関というのはアクティブが25、それからパッシブが7ということでございます。

これに対して、第3次審査を実施いたしまして、審査の結果、私どもの案としましては、まずアクティブにつきましてはこの25のうち24ファンドを第3次審査通過、1ファンドは落とすということで考えてございます。また、この通った24ファンドのうち3つのファンドについてはリザーブファンドということでバックアップのファンドとしての選定というふうにいたしたいと考えているものでございます。

次にパッシブ運用でございしますが、7つの2次審査を通ったもののうち6ファンドを第3次審査通過、1ファンドを不通過という取り扱いにいたしたいと考えているところでございます。

まず、1. で過去の外国債券に係る運用成績等ということで、これは過去の振り返りということで改めて記載をさせていただきます。外国債券につきましては、この前のマネストを振り返りますとちょっと昔になってまいりまして平成18年度にマネストを実施したところでございまして、この際に7社を選定して現在に至っているというところでございます。

現状、パッシブ、アクティブ比率というものが7対3ということで、比較的アクティブ比率が高い資産クラスになっているというところでございます。

それで、過去の運用状況の振り返りということでございますが、パッシブについてはほぼベンチマーク並みのリターンが上がっているというところでございます。アクティブにつきましては、私どもアクティブ運用、特に内外株式、エマージングなどではなかなか成績も上がらないというような状況もございしますが、外債につきましては比較的戦略が機能している。特にクレジットの戦略はうまく効いておりまして、直近5年間で平均をいたしますと年率で50ベースぐらいのプラスが上がっているというのが実態ということでございます。

また、この既存の7社を個社ごとで見ても、この7社中6社でプラスの超過収益が上がっています。これは30ベースから90ベースぐらいの幅で上がっていて、1社だけマイナスの社があるということで一定の成果が上がっているというふうに認識をしているところでございます。

次のページにまいりまして既存先、この7社については1社、アンダーパフォーマンスになっているファンド、それからもう1社、相対的に劣っているという社につきましては実は

もう2次審査で不通過になっているということで、この3次審査の時点では既存5社が残っているという状況でございます。

特にアンダーパフォームになっているこの既存ファンドにつきましては、選定当初は非常に戦略が機能していたということでございますが、その後、年数がたつに従ってやはり環境の変化によって戦略がうまく機能していないという面が随分出てきたというところでございます。特に一昨年、平成25年度はマイナス2%を超える大きなマイナスが出たというところで、なかなか継続が難しいという判断をしたものでございます。

また、アクティブの既存の残りの社につきましても、そうした社がいわゆる旗艦ファンドとして運営しているファンド、それから私どもお願いしているファンド、投資哲学としては基本的に同じもので運用しているわけでございますけれども、どうも旗艦ファンドと比べるとうちのファンドの成績がよくないという面が少し見られております。

これは何だろうかということいろいろディスカッションしてみますと、やはり私ども少し制約がきつい。旗艦ファンドにおいては投資適格未満になっても組み入れているんだけれども、当法人のファンドにおいてはそこは厳しく投資適格、BBB以上のもので運用してくださいというふうにお願いしていますので、投資格付が下がると売らなければいけないといったことでちょっとパフォーマンスが悪くなるんですといったような説明があったところでございます。

続きまして、2. 第3次審査の進め方ということでございます。これは、先ほどの別紙の繰り返しでございますが、運用能力と手数料の評価を合わせて総合的な判断を行うということでございます。

それから、冒頭申し上げましたリザーブファンドをアクティブで3つ選ぶということでお示しをしたいわけでございますが、リザーブファンドというものの位置づけでございますけれども、これは私どもの経験上、お金を配って運用を開始したはいいものの、途中でやはりリードファンドマネージャーが交代をしてしまうとか、どうもなかなか成績が上がらなくてうまくいかなくなっているなといったことで、解約に至るといった事態がどうしても発生をするものでございます。

そうした場合に備えてバックアップとして用意しておくのがこのリザーブファンドというものでございまして、第3次審査を通ったものの中で評価が比較的下位に属するものをこのリザーブファンドとして選定をするというものでございます。

また、今後投資適格未満の銘柄を投資対象とするということにつきましては業務方針の改正を伴いますので、恐らく来月になると思いますが、改正をしたいと考えているところでございます。

3ページ目でございます。第3次審査結果ということで、まずはアクティブ運用からまいりたいと思います。

1ページおめくりをいただきまして、4ページ目にこの第3次審査で私どもがやっていることを少し表形式でビジュアルにお示しをしたいと考えてございます。

この左側のほうは、各運用機関の評価の点ということでございます。評価項目といたしましては、特に3次においてはこの投資方針と運用プロセス、それからそれを支える組織・人材がどうなっているか。この2本柱が大変重要なポイントでございまして、基本的にこの合計点で平均を取って総合評価が決まる。一方、コンプライアンス・事務処理体制についてはネガティブチェックということで位置づけをしてございます。

こちらの3次審査の評価結果ということで、青い網掛け、それからピンク色の網掛け、2つ網掛けの色分けをしてございますけれども、この青いほうの網掛けは3次審査にいった結果、2次審査のときと比べて点数が上がったものということで御理解をいただければと思います。一方、このピンク色の網掛けにつきましては3次審査にいったところが逆に評価が下がってしまったという箇所を示している部分でございます。

特にこの青いほうの網掛けということで申し上げますと、総合型のほうでそうした点数の評価が上がっているといったファンドは多々見られるところでございますけれども、実際に行ってみて見えたパターンとしましては、金融危機等に際して通貨構成とかセクター構成を大胆に入れかえてそういう危機を乗り切っているということがよく理解できたといったような、まさに投資方針・運用プロセスにおいて評価が高まったといったようなお話でございまして、または組織・人材面で申しますと実際に現地に行ってポートフォリオマネージャーとお話をさせていただいて非常にリーダーシップが強く機能しているなという点でございまして、もともとトップダウンでつくっているポートフォリオだと思っていれば実はボトムアップのクレジットチェック、クレジット審査の体制も大変充実しているといったような組織体制面、組織人材面でのプラスの評価が上がったといったようなパターンで、特に総合型のファンドにおいては評価が上がっているケースというものが多く見られたといったところでございます。

一方、下のほうにまいりますと、エマージング等で少しピンク色の網掛けがかかっている部分が出ている社が幾つかございます。こちらにつきましては、優秀な人材がそろってはいるけれども、そうしたアナリスト、優秀な方々の力がうまくどうも組織化されていないのではないかとといったような印象があった社が組織・人材面で逆に点数を下げていたケースも見られたというところでございます。

特に、この一番下のD25というファンドでございまして、こちらのインフレ連動のファンドにつきましては体制が非常に弱体である。リスク管理の体制でございまして、トレーディング体制というものの弱体度が際立っていたということで、

やや劣るという部類に落ちてしまったということでございまして、結果的にこの社が不通過の社になったところでございます。

続きまして、アクティブのファンドの運用手数料の評価の話に移ってまいります。5ページ目でございますが、運用評価において、社に対して報酬の提案を求めたというところでございます。特に私ども実績連動報酬、いわゆる成功報酬の導入ということについて力を入れているところでございまして、これまでも外国株式、国内株式で導

入を図ってまいりました。今回、外国債券につきましては実績連動報酬の提案をくださいといったところ、全社がこれに応じていただいたということで、今回全ての社において実績連動の報酬の審査をしたというところでございます。

それで、この実績連動報酬、私どもの体系ということを13ページ、最後のページに図を書いてございますので、この表を用いまして私どもの実績連動報酬の体系について御説明を申し上げたいと思います。

この図は、X軸では運用機関が上げた対ベンチマークでの超過収益率というものを表現してございます。それから、Y軸がこの手数料率、時価総額に掛ける手数料の率になっているということでございます。

私どものこの実績連動報酬の体系、いわゆるブル・パーティカル・スプレッド型というしておりますけれども、上限と下限がある成功実績連動報酬の体系ということでございます。下のほうからまいりますと、超過収益がほとんど上がっていない段階ではいわゆる基本報酬率だけが運用機関に支払われるということでございます。

それで、この超過収益がようやく基本報酬のレベルに達したところから少しずつ実績連動の部分が出てまいりまして、徐々に手数料として上がってくるというところでございます。ちょうど目標超過収益率、このファンドとして狙っている超過リターンのレベルに達したところで、いわゆる固定報酬率のレベルの報酬率が手に入るということでございます。

それで、さらに上までいきますと固定報酬率以上の報酬率が確保できるわけでございますが、ちょうど目標超過収益率2倍弱のところそれが頭打ちになる。大体、固定報酬率2倍弱のところ頭打ちで、そこから先は幾ら稼いでももう報酬率としては固定ですといったような体系をとっているところでございます。

私ども、この実績連動報酬の提示を受けて審査に当たりましては3つのポイントでチェックをいたします。まずこの目標超過収益率、これはファンドが掲げている目標超過収益率からして適切であるか。大体、幅をもって目標超過収益率は各運用機関が定義をされるわけですが、手数料欲しさに実績連動の目標超過収益率をちょっと下げているといったようなことがないかということで、このファンドの掲げている目標超過収益率の中にちゃんと収まっていますねというチェックをまずいたします。

それから、もう一つのチェックポイントといたしましてはこの真ん中の固定報酬率、この水準が過度に高くはないかといったこともチェックいたしました。

3つ目のチェックポイントといたしましては、この固定報酬率と基本報酬率の関係がちょっと変なふうになっていないかといったようなことをチェックするというところでございます。

それで、5ページに戻っていただきます。先ほど、2点目に申し上げました固定報酬率の水準につきましては、現状では外国債券は固定報酬率でやっている運用機関しかないという状況でございます。それで、既に現状のファンドに払っている固定報酬率よりもこの実績連動報酬の固定報酬が高いというのも問題であろうということで、我々の一応の基準

としましては昨年度1年間でこの外国債券アクティブの運用者に対しては

基準を設けてチェックをしたということでございます。

それから、今回は1次、2次の段階で説明を申し上げておりますが、いわゆる総合型のファンドに加えましてエマージングでございますとかハイイールド、それからインフレ連動債といったような新しいタイプの運用機関の採用をしようということで審査を進めております。そうした我々が既存で持っていない、経験のないファンドにつきましては、残念ながら参照とするフィー体系がないものでございますから、こうしたファンドのフィー水準につきましてはコンサルタントからこういう特殊なタイプのファンドについては平均的にはどのくらいフィーが払われているのかということでデータを取り寄せまして、それとの比較をして超えていないかどうかのチェックをしたというところでございます。

そうした結果が、6ページ目をごらんいただければと思います。各社の実績連動報酬の体系がこの6ページの表で示されたところでございまして、私ども審査をいたしまして全て妥当な水準であると考えたものでございます。この表でごらんをいただきまして、総合型につきましてはいわゆる実績連動の目標超過を達成したときの固定報酬が
となっております。

それから、エマージングとかハイイールドは多少難しい運用となっておりますので、多少手数料は高目かなというところではございますが、外部コンサルタントのフィー水準からするとそれは十分下回っているというふうに判断をしているものでございます。

手数料につきましてはそういうことで、アクティブの運用者の手数料については全て著しく高くない。妥当な水準であるというふうに判断をいたしましたので、結果としてこの運用能力の評価というのはそのまま総合評価の点ということになってまいります。

この7ページ目の表でごらんいただけますとおり、運用能力において少し劣っている水準となったD25のインフレ連動債のファンド、これは不通過という対応にいたしたいと考えてございます。それ以外のファンドについては全て3次審査通過ということでございまして、評価が
、グローバル総合のA16、それからエマージングの2つのファンドにつきましてはリザーブということで、バックアップのファンドとして取っておくという対応として決定をいたしたいと考えているものでございます。

続きまして、パッシブファンドの部でございます。ページでは8ページでございます。パッシブにつきましても運用能力、それから手数料の評価を加味して評価をするということでございますが、パッシブにつきましてはどちらかという運用のスペックとしてはそんなに差はないものでございますので、手数料が効いてくるといった状況でございます。

まず運用能力の評価でございますが、P1からP7まで
でございます。現地に実査をいたしましたところ、2次審査でついた点から変更はなかった。2次での評価のとおりということで、3次も同じ点数がついているということでございます。
全て優れていると

いう評価をいたしたところでございます。

次にポイントとなってまいりますのが、手数料評価ということでございます。手数料につきましては、一定の評価基準を設けまして機械的に割り振りをしてございます。この箱の点数の評価の仕方をごらんいただければと思いますが、まず各社から提案をいただいて、この提案の中で平均を超えていると。さらに、現行手数料の最高を超えていると。ということでございます。

それで、提案のあった手数料の平均より低い手数料を提示した先にはそれぞれ平均の半分超、平均の半分以下ということで割り振りになっているところでございます。

今回、パッシブについては手数料の競争が非常に激化しているところございまして、8ページ目の下の表を見ていただきますとゼロが大変多くてわかりにくいわけですが、

になっているというところでございます。それで、こうした各ファンドの提案をというものがこの皆さんの提案の平均点ということになりまして、高いフィーを出しているところのP2、P3という提案をした社につきましては評価をいたしたところでございます。

それから、水準、さらにという提案をしてきたP5というファンドにつきましては、P5、P6、P7が割り振ったというところでございます。

そうして、この運用能力と運用手数料の評価、パッシブについてはもうオープンでプラスして平均点を取るということで、その結果が9ページ目の総合評価の一番上の表でございます。その結果、ちょっとフィーの高かったP2のファンドが少し劣っているといった部類に属するということになりまして、このP2のファンドにつきましては不通過ということで、残りの6つのファンドにつきましては通過という対応にさせていただきたいと考えているものでございます。

私のほう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。

では、どうぞ。

●水野理事 (CIO) ありがとうございます。御質問を受ける前に1つ加えさせていただいて、最後の今後の対応のところですが、本日こちらのプロセスと手数料を確認の上、リストを認めていただけるということであると、直ちにまず契約に入りまして、その間にポートフォリオの最適化を図るための実際の運用委託額の検討に入るんですけども、その際には投資原則のところでも何度も議論に出た話なのですが、やはり手数料を控除した上での収益、逆に収益がどれだけ超過で出るかということと手数料の関係とか、そのあたりも今

回は考慮に入れた上でやっていくということで考えておりますし、先ほどのトランジションマネージャーのトランジションのコストの試算等も入れましてやった上で、またここは前広に御報告申し上げる予定です。

それで、最後に委員会終了後回収という資料、これもそういう意味ではプロセスではないのですが、運用委員会の方にできるだけ前広に私どもの活動を理解していただくという観点で今回おつけしているんですけれども、こういう形で各ファンドの評価をまとめて先ほどの点数づけをしております。

本日、これは一応委員会終了後回収とはなっておりますが、参考までもし帰ってお読みにになりたいという方がいらっしゃれば、もう少し黒塗りしたバージョンをお送りするというように考えております。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

それでは、以上の点に関しまして御意見、御質問等がありましたらお願いします。

では、堀江委員どうぞ。

○堀江委員長代理 幾つかテクニカルな質問があります。

最初にフィーの話ですが、金額をある程度向こうに提示してやっている話なのか、それとも提示しないでやっているのか。この数値は率ですから、当然実額だと低くても委託額によってはかなり大きな金額になるからディスカウントしようというような話も出てきますね。これは、金額は提示されているんですか。

●陣場運用部長 これはまだ採用前でございますし、またアロケーションについては水野理事から申し上げましたとおり手数料控除額の超過収益の見込みとか、あとはファンド間の分散投資効果なども決めて最終決定しますので、この3次審査の段階では金額としての規模感をちょっと伝えることはできません。

ただし、当然このフィーというものは採用の可否とか、当然金額にも影響をしますよということも伝えて私ども提示を受けているということでございます。

○堀江委員長代理 もうちょっと手前の話ですが、最初の選考の段階で例えば外国株等で私が知っている運用会社の話を聞くと、最初の段階でGPIFはフィーが低いから、優秀だけれども出さないところもあると聞いています。実際にそういうことはないんですか。

今回のケースでは、最初から運用報酬率はこの水準であり、それ以上高い水準の運用会社は応募しないでほしいといった調整をやっているのか、やっていないのか。まず、それだけ確認させてください。当初の段階で機会コストを払っていませんかということも聞きたいんですけれども、それはないんですね。

●陣場運用部長 それはやっていないです。

●三谷理事長 こないところがなぜこないのかはわからないのですが、彼らとしても大体どこがどれぐらいのフィーでというのは公表資料でわかりますから、自分たちの考えているものと比べて全体として私どものほうが非常に低いのであれば、やはりちょっとここはフィーで負けるかもしれないというので、彼らが自制してきている可能性はゼロとは言い

ません。

ただ、こちらからは幾らぐらい委託するとか、フィーまでは幾らとかはあらかじめ言うことはありません。

○堀江委員長代理 それはそれでいいんですが、私はそこを少し疑問に思っています。優秀なマネージャーほど顧客間の扱いのフェアネスを非常に気にしています。当然、GPIFだからといって特別扱いしないところはやはり彼らのポリシー、お客さん間のフェアネスを重視して応募しないところがあると思います。

国民の目から見ると、優秀な運用会社にはこちらからお願いして、応募してもらうというのをしないと機会コストを払っているわけです。そこはどうお考えなんですか。

●水野理事 (CIO) 最終的に公開された、今までのほかのアセットクラスのメンバーとかを見ていただいても、世界のそうそうたるメンバーは大体応募してきています。彼らは、そういう意味では他の顧客とのフェアネス 이슈は常にあると思うんですけども、その中で提示できて私どもの受託先になれるということですから、現実問題としては多分アクセタブルな、そのあたりは説明をほかの投資家さんにできるレベルで私どもの資金は受けられるのではないかとまずは思います。

一方で、特にオルタナティブの世界になりますとファンドのサイズが限られていて、もう放っておいてもお客さんがついているのに、なぜわざわざこんな面倒臭いプロセスに参加して日本に行ってやらなければいけないのかということがあるというのは、これは現実問題として理解しておりますので、特にオルタナティブに関しては逆に言うこちらから目星をつけて当たりに行くということが今後必要であろうと思っています。

それで、こういう上場物については申し上げたとおりでその問題意識は比較的低いんですけども、今後マネージャーエントリー制とかを導入することによって、我々が外といろいろとおつき合いです中でこういういいファンドマネージャーがいるということになった場合、今だと3年先にどうぞという話になってしまうのが、ではもう少し早くうちに参加してくれませんかと呼びかけられるようになりますので、おっしゃるようなこちらからもアプローチしなければいけないファンドというのを取り込みたいというのはあるんですが、現実にはまずうちの現在のリソースの問題と、プラスアルファ多分、実態としては上場物に関してはそれほどその問題は大きくないのではと思っています。

○堀江委員長代理 もう一点。パッシブでフィーがこういうふうに極めて低い水準、これはフィーを下げるという意味では非常にいいと思いますが、株式と違って債券では特段問題がないのかどうか。私はその点は素人なので確認したいと思います。株式の場合、スチュワードシップ責任の話もありリターンを上げる点も加味してパッシブマネージャーを選ばなければいけないと思っています。

しかし、債券の場合、そのような話は株式とは異なり、フィーを下げるという単純な方法がパッシブマネージャーを選ぶ基準としては良いかという素朴な質問です。

●陣場運用部長 おっしゃるとおりでございまして、スチュワードシップみたいなもので

すと、余り外国債券についてはない。

ただ、運用能力の評価のところでも多少微細な違いはございまして、例えばパッシブの運用者の行動としてどうしてもベンチマークに合わせていきます。そうすると、ロイターのロンドンの4時のレートに合わせて取りにいたりということで、結構そこはブローカーにちょっと足元を見られて高く買ってしまったりといったような、取引執行の部分で微細な違いが出る部分はございます。

だから、その部分については運用能力で多少の差はつけているつもりではございますけれども、その点を除くとやはり商品としては非常に均一性が高いものでございますので、運用能力とフィーと半々で評価をして選ぶということについてはそんなに大きな問題はないのかなと考えております。

●水野理事 (CIO) 今の件なのですけれども、今の陣場の回答はどちらかと言えばアルファのことだとは思いますが、多分、堀江委員がおっしゃったのは、スチュワードシップコードを通じて日本株全体のベータに働きかけるべきだという意味合いでの御質問だと思うので、そういう意味では債券の場合、議決権がそもそもありませんので、働きかけようといいますが実際は多分働きかけないというのがまず1つあります。

2つ目は、今回の外国債券のことだけについてお答えしますと、現実的にスチュワードシップ責任等を果たしたり、アクティブにエンゲージするということが債券の特質として認められていないというのが回答ではないかと思えます。

○米澤委員長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 直感でストレートに理解できなかったのを教えていただきたいのですけれども、私も金融機関の考査というのを3年ほどやったことがあって、そのときにやはりペーパーベースで事前に審査した内容に基づいて作り上げたイメージと、それから実際に行ってスタッフと話をしたり、経営者と話をしたり、システムを見たりしたときに見る評価と、やはりどちらかというときと実際に見たときの評価のほうが、こんなことをやっているのか、これは紙に書いてあることと全然違うよねとか、そういうことが非常に多かったという印象があるんですが、このグローバル総合の評価を見ると2次審査に比べて実査したら評価が上がったというのが大体全部ですよね。これは、どうしてそうなるのかというのが経験的によくわかりません。

○堀江委員長代理 逆なんです。

●陣場運用部長 多分、銀行考査は逆なんです。

○佐藤委員 そうなんですか。どうして逆なのか。

●陣場運用部長 2次のヒアリングは当法人で実施いたしますので、まず運用機関としては来られるメンバーというのはやはりどうしても限られてしまうんです。リードのフェンドマネージャーとサブの人ぐらいは来ますけれども、その後ろに控えているアナリストのグループの皆さんとか、トレーディングをやったり、コンプライアンスで仕事をしている人たちという姿は見えない状況でヒアリングをいたします。

それで、実際に行って当然ファンドマネージャーがお話は聞くのですが、その後ちゃんとアナリストのセクションを見て、トレーディングをやっている人の話を聞き、コンプライアンスセクションに行きということで、会社全体を回りますので、そこで得られる情報量というのは単にうちでヒアリングをやるときの情報量と比べると相当たくさんのもが入ってくる。そこで、やはり我々の評価も上がるケースが今回はたまたま多かった。

ただ、一部ではやはりどうしてもちょっとおかしなところがあったねという部分もあったというのが実態というところでございました。

○佐藤委員 直感に合わないんです。要するに、ペーパーベースでももちろんもらって、それで実際にしかるべき人が来てペーパーに沿って説明しますね。それは、我々が銀行の審査でやっているプロセスと同じです。だから、実際に行ってやはり現場のアナリスト、トレーダーと話をするわけですね。それで、物を見るわけです。そのときにやはり感じる感覚は、リアルワールドで起きていることは大分ペーパーベースで受ける説明と本当は違うんだなど。

もちろんインプレスされる部分もあるけれども、こんなにいっぱいやっぱりあるよというのが実態であって、だからスーパーバイジョンバイアスかもしれないけれども、結果がよくなるということは本当に経験的に私はなかったなという気がするんです。

●三谷理事長 それは、日銀の当局の検査とこういうものとはまた違うのではないかと思います。我々がやっているのはあくまでも運用会社ですし、しかも運用会社の特定の資産についてやっているわけですから、そんなに大きな組織ではないのです。

銀行などですと例えば全国に何百店かあって、そうすると一々現場でやったことなんか本部の人は知らないよということなんでしょうけれども、我々が相手にしているのは実際に特定の比較的少人数のチームで実際に顔を突き合わせながらやっているところの責任者が来るということで、実態を離れて当局をうまく口車に乗せてやろうというとおかしいですけれども、当局をうまく説得しようという話とはちょっと違うのではないかと思うんです。

●水野理事 (CIO) どちらも直感的な話なので具体的に回答するのは難しいですが、私も正直、3次審査で現地に行ったら半分ぐらいだめでしたと言われたほうが安心感はあるんです。現地できちんと悪いところを見つけたという意味合いにおいては。

ただ、それは第2次審査のペーパーと、こちらの訪問の審査のときに、向こうの言い値というか、言いなりで評価していれば落ちますし、そこである程度疑いというか、厳しい目を持って2次をやっていれば、3次に現地に行って上がるということもあるのだろうと思いますので、この傾向だけで見れているのか、見れていないのかということはそれだけでは判断できないと思いますけれども、我々としては第3次審査で現地に行って、ここに行く、例えばプレゼンにはCIOとか一部のトップの人とセールスが来るわけなので、現地に行ってオペレーションサイドの方の話を聞いたりしながら、本当に説明していたとおりなのかという確認をするということですので、そのやり方でやっております。

今回に関してはこういう割合になりましたけれども、逆に次回は全く逆になるかもしれませんが、ちょっとそこは予断を持って見るべきではないと思っておりますが、引き続きデューデリの我々の能力の向上には努力をしてみたいと思いますので、毎回様子を見ていただければと思います。

○佐藤委員 そういう趣旨の質問では全くなくて、これはやはり傾向としてピンクとグリーンがランダムに混じっているとか、あるいは評価が変わらなかったという感じがきっと一番納得性が高くて、圧倒的にグリーンが多いというのはたまたまかもしれませんし、あるいは経済金融局面によるものなのかもしれませんけれども、何か一方に偏ったバイアスが出ていないかなと、そこだけちょっと気になったものですから、こだわりのつもりはありませんので。

●水野理事 (CIO) ありがとうございます。引き続き、そのあたりの精度を上げるように努力してみたいと思います。

○米澤委員長 その場合、こちらでヒアリングする方は何名ですか。

●陣場運用部長 3名か4名です。

○米澤委員長 3名か4名で、皆でやって平均しているというような感じですか。

●陣場運用部長 皆でディスカッションをして。

○米澤委員長 その後の評価ですけれども。点数のつけ方です。

●陣場運用部長 それは皆でディスカッションをして、私以下でディスカッションして皆で合意した点をつけるという。

○米澤委員長 そういう意味では、そこで平均して皆の意見もちゃんと吸収しているわけですね。

●水野理事 (CIO) あとは、前の大野委員の御指摘で今回からつけさせてもらっているのですが、やはり基本はそここのところの印象論もあるわけですけれども、今までやった実績を常に振り返ってチェックしていくということが何よりも大事だと思いますので、過去の振り返れるところで成果が出ていないということであれば、当初のスクリーニングのプロセスをマネージャーにだめだったじゃないかと言うだけではなくて、自分たちのスクリーニングプロセスのやり方そのものもチェックしながら繰り返していくということだと思いますので、外国債券ということだけに関して申し上げますと、この資産クラスに関しては過去に私どものマネージャーストラクチャーはおおむね成功しているということですので、そういう見方で見ていただければと思います。

○堀江委員長代理 これは、佐藤委員が言うのと逆で非常にわかるんです。なぜかと言うと、債券のマネージャーというのはかなりコンシステントな人が多くて、株式のマネージャーと違ってかなりの確率でいいマネージャーなんです。

それは株式とかなり違う点が1つと、もう一つは表面上いいと言っているものをさらに深く見るわけですね。そうすると、やはり書いてあることに比べて100倍ぐらいフェース・ツー・フェースで会ってそのコンセプトを聞くことによって、その数字がどのぐらい実感

に合うかというのがやはり体感でわかるんです。これは、私も経験していることです。

なので、外国債券という極めてコンシステントな組織である可能性が高いところに実際に見に行くと、やはりかなりポジティブな印象を持つのではないかというふうに想像します。個人的なコメントですけれども。

○米澤委員長 いかがでしょうか。

○大野委員 今、水野理事がおっしゃったことで、全般としては非常に過去を振り返っていいんですが、2ページを見ると今回外れた既存のファンド1社について市場環境の変化に戦略が対応できないと説明がありました。これでは漠としてよくわからず、為替なのか、金利なのか、あるいはある特定のところのセクター、例えば不動産とか、そういうところでやられてしまったのか、具体的に教えてほしい。

●陣場運用部長 このファンドにつきましては、国配分の特徴があります。それで、その国配分の哲学というものは、要するに財政状況がいい国に投資をすれば報われるという投資哲学のもと、運用がされていたんですけれども、一方、マーケットでは財政状況がいい国というのが必ずしも評価されない。多少、財政に負担をかけてでもいろいろな活動をする国、例えばアメリカでございませうとか、そういう国のほうが評価されたりといったような動きが少し、特に平成25年度あたりに出てまいりまして、なかなか結果が残せない。大きく負けたといったようなことがありまして、本当に財政状況というものだけに着目をしてそこにベットするというやり方がマーケットに合っているのかどうかということが我々としても確信を持てなくなってきたというのが実情というところでございました。

○大野委員 この運用は、絶対額がマイナスなんですか。このマイナス0.24とか。

●陣場運用部長 これは超過収益でございませう。絶対収益としては、当然外国債券がずっとプラスですからプラスでございませうが。

○大野委員 むしろ投資した国のファンダメンタルというか、結局はやはり為替ですか。

●陣場運用部長 結論的に言うと、為替が多いです。

○大野委員 例えば、ロシアとかですね。

○堀江委員長代理 もう一点いいですか。クレジットのチームの分析ですが、このマネージャー構成ですとかなり大きなクレジットリスクがあります。そのとき、クレジットのチームでクレジットのバリューを見ている人とプライスを見ている人と分かれているほうが多いのか、それとも両方見させているケースが多いのか。

何の質問かというのと、私の極めて限定的な経験で言うと、クレジットのチームで、ファンダメンタルだけをきっちり分析させ、プライスを見させないような、ポートフォリオマネージャーの権限の与え方のほうがうまくいっているケースが多い気がします。今回入っている中の運用会社のクレジットのチームは一般的に言うとうとうチーム編成になっていますか。

●陣場運用部長 クレジットについては、やはりアナリストがしっかり見て、バリエーションはポートフォリオマネージャーが判断をして最初に決めるといったケースが多かった

ような印象はございました。

○堀江委員長代理 では、ファンダメンタルのところはちゃんとそれだけ見させて、両方見させないほうが多いということですね。

●陣場運用部長 はい。

○堀江委員長代理 ありがとうございます。

●水野理事 (CIO) 大手のファンドマネージャーは、大体そこは分かれているのではないのでしょうか。

○堀江委員長代理 多分、そうだと思いますけれども。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。そのプロセスの話と手数料水準の話をお我々は問われているということですが。

では、了解しましたということで次に進めたいと思います。

続きまして、委員限り4です。国内不動産投資の運用機関公募に係る基本方針等についての案です。それでは、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 それでは、国内不動産投資の運用機関公募に係る基本方針等について、こちらは先月お出しをしたものにつきまして、先月の御意見を踏まえまして少しデータ等を加えさせていただいて手を入れたというものでございます。手直しをした部分について御説明をさせていただきたいと思います。

まず、1ページ目につきましては特に変更はございません。

2ページ目でございますけれども、投資の基本方針について少し手を加えさせていただいたというものでございます。

まず、最初の丸でございますけれども、国内のコア型不動産への投資は安定的なインカムゲインの獲得を主な目的とし、当面、市場の中核をなすという言葉を加えさせていただいております。マーケットでやはり大きな部分を占めるものに出ていくということで、少し表現を改めさせていただいております。

それから、この箱の中で手を加えましたお話といたしまして、投資規模の話を加えさせていただいております。運用選定を今後するであろう運用出先機関の運用能力に依りまして500億円程度から開始ということで、少額から始めようということで記載をしてございます。

それから、投資対象物件の地域のところでございますが、原則としてという言葉を加えさせていただいております。東京圏、大阪圏、愛知圏ということが原則でございますが、運用機関から実際にこの提案をいただくことでございますので、そうした運用機関の意見を聞いてこれ以外のところでもあり得るということで、原則としてという表現を加えさせていただいております。

それから、2ページ目の下に円グラフを2つ設けさせていただいております。地域別構成、用途別構成ということでございまして、まず地域別のほうからまいりますと、東京、関東、近畿、北陸、中部あたりでいわゆるJ-REIT、私募REITに入っているコア物件という

ものはもうほぼカバーできているということをごさいますして、我々が掲げている地域の中に大体の収益物件はカバーできるというふうに認識をしているものをごさいます。

それから、右側のグラフは用途別をごさいますして、こちらもおフィス、商業、物流、住宅、ホテルといったもので、ほぼいわゆるコア型の収益不動産の95%ぐらいカバーできているといったように認識をしているところをごさいます。

それから3ページ目をごさいますすが、前回の議論でこの実物不動産というものが基本ポートフォリオで位置づけるに当たって国内株式なのか、国内債券なのかといった議論の参考ということで、少しいろいろなデータを引っ張ってきて整理をしてみたものをごさいます。3ページ目の下の図の表の上半分が国内の不動産に関するもの、下半分がよりデータの長いアメリカの不動産にかかわるものということをごらんをいただければと思います。

まず、上半分の左側のほうをごさいますすけれども、国内コア不動産のリスク、13年間のデータから表現されるこのリターンのぶれ、標準偏差ベースで見ますと、国内コア不動産のリスクは2.79%ということをごさいますして、どちらかというところの国内債券1.9に非常に近い。国内株式の17.86とは少し遠い位置にあるということがわかることをごさいます。

一方、右側の表のほうにまいりまして国内コア不動産と他資産との関係ということで申し上げますと、国内債券との相関というのはマイナス0.07%、一方、国内株式との相関はプラス0.15%ということをごさいますして、国内株式とややプラスの順相関が見られるといったものが見てとれるところをごさいます。

下半分のほうをごさいますすが、こちらは35年間のデータが取れる米国の不動産のデータによる数字をごさいます。

まず、左側の下の表からごらんいただきますと、米国コア不動産のリスクは5.45%ということをごさいますして、米国の債券より少し低いぐらいかなといったレベルということをごさいますして、株式よりもリスク水準としては債券に近いかということが見てとれるものをごさいます。

一方、他資産との相関ということでごさいますすと、これは国内と似たような傾向をごさいますして、米国債券とはマイナス0.11%、弱い逆相関、米国株式とはプラス0.11%ということをごさいますして、弱い順相関といった関係が見てとれるというものでごさいます。

4ページ目をごさいます。国内の他の機関投資家がこの実物不動産をどう見ているのかということで、不動産証券化協会のアンケート等をもとにまとめたものをごさいます。

この一番上のバーチャートをごらんいただきますと、実物不動産につきましては政策アセット外と見ている人が42%で一番多いわけをごさいますすが、伝統的資産の中で考えますと債券の代替と見ている人が25%、株式の代替と見ている人が8%といった分布になっているものをごさいます。

一方、J-REITのほうにまいりますすと、逆に株式の代替と見ている人が16%、債券代替と見ている人が5%と少ないといった状況が見てとれるところをごさいます。

それで、(3)で私どもにおける実物不動産の基本ポート上の位置づけということをごさ

いますが、前回と同じ書きぶり、結論でございますけれども、リスク水準としては確かに国内債券とは近いところがあるわけでございますが、相関係数で見ると債券等は負、国内株式は正、弱い正の関係にあることを踏まえると、上場リートと同じく国内株式として位置づけたほうがよいのではないかというのが、引き続き私どもの考え方ということになってまいります。

それから、5 ページ目にまいりまして前回から少し変えたところということで、4. の(5)をごらんいただければと思います。先月、業務方針の変更ということで不動産の投資、運用機関の評価につきましては別に定めるというふうに規定を置いたところでございますが、公募しながら我々もこの不動産投資、このファンドに対する理解を深めていきまして、選定の時点では毎年度総合評価の方法について決めることといたしたいと考えているものでございます。

前回から変えた点の説明ということで、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。

これは、前回できれば通ると思ったのですけれども、もう一度やってくださいということで宿題を出したような気がするのですが、こちらが出した宿題に関しての答えはいかがでしょうか。

どうぞ、堀江委員。

○堀江委員長代理 私は、ほとんど変わっていないのではないかという印象です。特に私が最初に申し上げたいのは、不動産というのは株式でもない、債券でもない、非常に分散投資の効く極めて重要なコア資産だという点です。キャパシティの面でも、ほかのものに比べると非常にグローバルで見ると大きく、GPIFとして極めて重要なアセットクラスと位置づけて取り組むべきではないでしょうか。その意味で私は極めて不動産投資にはポジティブな立場です。それを前提に考えると、この2 ページ目の基本方針はいかにも貧弱で、ちゃんと書かれるべきことが書かれていないというのが私の印象です。

これもまた、前回のくり返しになりますが、例えば株式と債券と違う分散の効果を見込めるものと位置づけた上、なおかつ基本ポートフォリオに比べると例えば高いリターンを求めるのか。もしくは賃金上昇率かインフレかわかりませんが、それに対してある程度リターンが上回るもので、国民から見ても長期で持つことによって給付に寄与するというようなことが本来書かれて、それで基本ポートフォリオの中でどういうふうに位置づけるのかということを議論してからこういった重要なものについては進めなければいけないと思います。それなのに、不動産マネージャーの採用を前提にしたようなこの進め方というのは、私は全く納得しがたいものがあります。

もう一つは不動産の位置づけです。位置づけは4 資産のどれかと書いてありますけれども、どれか1つと書いてあるわけではありません。私は何度でもこだわりますが、株式と債券の中間的なものなのであればやはり組み合わせでやるとか、百歩譲って今回不動産の中核的なものと位置づけられているので、今のJ-REITよりさらに債券に近いものになるの

ではないかという感想が一点。またJ-REITに比べ価格が市場にさらされておらず、価値が違つかどうかは置いておくと、価格変動性という、これはリスクかどうかとも怪しいですけども、その観点から見ても株式とはかなり違うものだというふうに位置づけられるのではないかと思います。従って、私は株式と債券の組み合わせという位置づけが一番いいと思います。百歩譲っても債券なのではないか。株式ではないだろうと思います。基本ポートフォリオでの位置づけ、つまり基本方針の考え方が極めてまだ不十分だという点と、位置づけのところについて私はやはり納得ができないという2点で、このまま進めるというのはちょっとどうなのか。また前回と同じ話で申しわけありませんけれども。

○米澤委員長 後半は、債券として株式となっているのではないでしょう。

○堀江委員長代理 でも、これは納得のいく説明では全然ないですね。

○米澤委員長 ほかにいかがでしょうか。

では、清水委員。

○清水委員 堀江委員の御意見は、本当にごもつともだと思います。

私も昨日事前に御説明いただいたときに幾つか御質問はさせていただいたのですが、多分ここでの意図というのは、130兆あるうちのまず500億円程度から投資を開始してみようという点にあると思います。これまでもオルタナも含めて、このような不動産投資のように、伝統的な4資産以外の投資というのは、まずはそれを始めてみて知見の蓄積をすることにも大きな意義があるのではないかということ、私は昨日の事前説明で納得いたしました。

ですから、今回のこの基本方針というのが、これからGPIFが不動産投資をする上での基本になるわけでは多分ないと思います。恐らく、もし不動産とかオルタナの割合というのがもつとも大きくなっていったときには、当然のことながらその4資産に振り分けるなどということはないで、もう一つ不動産ならば不動産という枠を設けて、またそのウェイトを考えたり、リスク管理を考えたりしていくことになると思うのですけれども、今回は、まずは知見の蓄積の第一歩として始める際に、その不動産投資を今後どうするかということ、根本から話し合って決めて規則をつくっていく、という時間のロスというものに対して、少々納得はいかないんですけども、まずは株式に入れて、その500億円について、もしいい物件があるのであれば投資を始めてみて、そこで得られた結果を考えながら長期的な不動産投資のあり方をGPIFで考える、まずそのスタート地点というふうに位置づけるということではないでしょうか。そうすれば、いろいろ納得いかないこともあるのかもしれませんが、株式か、債券かという、これはどちらにも入らないのは当たり前の話を、時間をかけて議論するというよりは、むしろとりあえず1つ、試験的にでも始めてみて、今後のために知見をつけるという目的であれば、これは受け入れられるのかなというのが私の意見です。

○米澤委員長 非常に心広い御意見で。

○清水委員 今の経済の現状をいろいろ鑑みますと、オリンピック、これから5年という

のもきっと加速度的に不動産物件も含めて上がっていくということは予想されると思いますし、ここでゆっくりいろいろきっちり不動産をどう扱うかということを決めて、では来年どうやってスタートしましょうかというのと、今ここでまずは知見の蓄積という意味で小さい規模で始めてみましょうということで、これでもうすぐにスタートして年内に1つぐらい、例えば投資ができるというところで始まるのは割と大きな違いがあるのではないかと思います。

○米澤委員長　まずは始めてみなさいという御助言がありましたけれども、事務局のほうで少し時間的な関係で何かつけ加えるようなことはありますか。

●水野理事（CIO）　ありがとうございます。大変ありがたいお言葉ではある一方で、試験的に始めることの私どもの組織の難しさということで考えると、例えばこれは試験的に初めて株式でやりましたと言ったら、これをまた債券に移すと後から行うのは多分極めてハードルが高い。民間の運用業者とそこがちょっと違うところでありまして、森参事官も座っていますけれども、やはり一応公的年金と言うと割とルール継続性というのが求められるところもありますので、そういう意味では1つには特にそういうルールに関するところというのは、本当は最初のところで皆さんに納得していただいたほうが私は好ましいとは思っています。

それで、逆に個別の案件をどうするかということについては、若干そのノウハウの蓄積と最初の案件のタイミングがずれるというのは新しいアセットクラスにはどうしてもあることですので、できるだけそこをOMERSやIFCみたいなプロのパートナーと組んだり、これであれば投資一任業者を使ったり、そこで我々内部のエクスペリエンスの足りなさをカバーしながらやっていくという意味においては試してみるということであろうとは思いますが、ちょっとそのルールのところでは、私どもとしてはできる限り皆さんのコンセンサスというか、ある程度議論を尽くしていただくというのはしていただいたほうがありがたいかとは思っています。

○堀江委員長代理　もう一点、これに反対している理由は、極めてスペシフィックにここに投資するという案になっていることです。140兆円の資金を保有するGPIFとして、アナウンスメント効果が非常に大きく、このような形で公表することは逆にマーケットに悪いインパクトを与えると思います。もっと大まかに書いて、グローバルに投資すると公表し東京に投資するというのはいいと思います。しかし今回のように地域を特定して公表することはマーケットに対して極めて悪いインパクトを与えると思います。

500億という金額、大体どこか、私もいろいろな方から話を聞いて、あの辺のビルなんだなとちょっとうわさで聞いています。今、焦ってそれを買う時期としてもいいのかどうか。その辺も疑問なので、逆にこういう形で拙速に出すということが、後でGPIFがいろいろなところの不動産を買いにくくするのではないかと危惧します。不動産は、今後大規模に投資してほしいがために今やらないほうが良い。遠回りですが、この方がかえっていい案件を買えるのではないかと思います。この点には、いろいろ異論があると思いますが。

○米澤委員長 その辺は多分、我々は勝手には意見を言うけれども、最終的にはCIO等に決めていただくんですが、重要な意見としてですね。

それから、たまたま昨日、本を見ていたら、これは債券か、株式かと、まさに皆さん方が悩んでいるとおりで、CBBIBかどこか、本に書いてあるのは、債券を60%、株式を40%でもって不動産にする。それは、コア型でノンレバレッジでやったときに株式40%、債券60%で代替しましょうということなので、極めてどちらに集中しているわけではないですね。

私は足して2で割るのが好きなので、システム上、難しくなければ50・50とかにならないのか。

●三谷理事長 余りそこを突っ込まれなければ、何となくわかったような、わからないような、そんなものかなという気もしなくはないんですけども、やはりこういうふうなことで我々が50・50ですと言ったら、なぜ50・50なのか計算根拠を示せとか、そうなってくると、何ともしがたいかなと。

●水野理事（CIO） 要するに、四捨五入ですとやっている分にはいいんですけども、間が取れるとなると1から99まであって、その説明をするのは極めて正直、今の私どもの持っているデータベースとかノウハウでは難しいということじゃないかと思います。

●三谷理事長 それは前回も申し上げましたけれども、仮にそれで何で債券か、何で株式なのかといったときに、相関係数の話であるとか、もしくはリートと実物とほとんど似たようなものじゃないですかというのでいくのが一番答えやすいなという感じではあるんです。だから、もちろん実際にどちらで整理するかということと、ではリスク管理上どういう対応を考えるのかとは別問題で、リスク管理上というのは内部の話ですから、この不動産については4割と6割でもいいとか、そういうことをやることは可能だとは思いますが、表に出す実際の資産クラスへの割り当てということについて説明できるようにしなければいけないかなということだし、特になぜリートが株式で、実物のほうは債券なのか。実際に日本の商業用不動産、一等地であっても過去20年を見れば、一旦、半分ぐらいまで下がってまた大きく上がっているわけですから、そんな債券はあり得ないじゃないかと言われれば、これまたなかなか返答に窮することになります。

●水野理事（CIO） もう一つの別の論点ですけども、堀江委員の言われたことは本当に重要なポイントだと思っているのは、いわゆるマーケットへのアナウンス効果というのが公的年金であるがために、我々が公募した途端にアナウンスせざるを得ないということで、これは正直言って我々が株式のマーケットにインパクトを与えないとかと言っているレベルではなくて、多分、私どもがこの東京都市圏に1,000億と言った瞬間にマーケットを5%ぐらい上げる自信はあります。そのぐらいの影響はあり得ますので、そのあたりはちょっと今後ですけども、これだけではないのですが、私どもといわゆるディスクロージャーの関係も含めて、運用委員の方々にはいろいろと議論をしてもらう必要があるかなとは思っております。

○堀江委員長代理 場所によっても、ディスクロージャーの水準とかを明確に決めるべき

だと思えます。例えば、日本の案件でどの地域の資産を増やすといった情報は絶対に公表すべきではないと思っています。現時点では、そういうこともまだコンセンサスがとれていません。グローバルであればまた違うかと思えますけれども、日本はやはりセンシティブにちゃんと考えてからやるべきだと思います。

この辺の取り決めである程度コンセンサスをとらないで進めるというのは、いろいろなハレーションが私は大きいのではないかと思います。

○米澤委員長 前は、プレスするまでには我々もコンセンサスを得ましょう。同時並行的にやっていきたいと思いますと話だったのですけれども。

○堀江委員長代理 ディスクロージャーのところは、重要な点です。

○米澤委員長 だから、一応全部議論するつもりでは。

○堀江委員長代理 でも、それは基本方針としてある程度この場所を買うのであればディスクロージャーはこうしましょうとか、そういう基本的な考え方は示した上で物事は進めるべきじゃないかと、私はその1点だけです。

特に不動産の場合、秘匿性はいい案件が買えるかどうかの極めて重要なポイントです。

○米澤委員長 武田委員、どうぞ。

○武田委員 1点質問と、1点意見です。

1点目の質問は、先ほど水野CIOがおっしゃった、ルールを1回決めたらそれはもたせなければいけないという点はそのとおりだとは思いますが、今回の結果を見ますと明確な整理と言える結果にはなっていないと、正直申し上げると思います。

したがって、国内不動産の位置づけは政策アセット外との結果になっていると私は思います。

ただ、現状のルールを考えると、4資産のポートフォリオと決まっています。この点に関する質問ですが、今は4資産という縛りがあるため先ほど清水委員がおっしゃったような形で始めるとしても、次の基本ポートフォリオのルールづくりの際に、この点も含めてルールを再検討する余地はあるという理解でよろしいのでしょうか。

●三谷理事長 それは、もちろんそういうことです。前回の基本ポートフォリオの際には、一応金額も少ないことだし、各資産に割り当てましょうということなんですけれども、私自身はそれは本当はおかしいと思っていますし、どこでも皆そうやっているんですが、少なくともオルタナティブという範疇で一つのアセットクラス的なものをつくるのか。それとも、不動産なり、インフラなりともっと細分化して、通常海外の年金基金などはそれぞれ別々に整理しているのが多いので、そこまで進んでいくのか。将来的にはそういう方向にいくべきだと思います。

ただ、前回の議論のときは、例えば不動産ならば不動産を特定のアセットクラスとして整理したときに、その分散効果とか、期待利回りとか、リスクとか、そういったものをどういうふうに計測するのか、そういう統計が日本の場合は余りないですから、そのところでまた行き詰まってしまうというので今回のような形にしたわけですが、ある

程度実績を積んでそのことについてある程度説明ができるようになれば、それぞれ最初に申し上げたようにオルタナティブ一本でいくのか、それともそれぞれ幾つかに細分化して基本ポートフォリオ上に位置づけるのか、どちらかだと思います。今のは、あくまでも暫定的なものだと思っております。

○武田委員 わかりました。その点は承知いたしました。

それから、意見のほうですが、先ほどディスクロージャーの話が堀江委員からございました。既に一部のビル名があがっているというコメントがございましたが、もしそういううわさが出ているとしたらよくないと思います。その点の情報管理はよりしっかりしていただく必要があるのではないかと感じましたので、意見として申し上げたいと思います。

●水野理事（CIO） 情報管理の問題に関しましては、運用委員会の皆さんも私どもと同じようなルールでお願いしておりますけれども、それだけではなくて、我々の通常の交渉の相手から漏れるという場合もあるわけですし、非常に本音を申し上げますと、現実的にはすごく難しい話だとは思っております。

特にGPIFの場合、GPIFと交渉していますということそのものが業界においてニュースバリューになる場合もありますので、そのあたりは我々としても十分注意しておきますけれども、100%コントロールするのは現実難しいということは御理解いただければと思います。

○武田委員 公表の仕方に工夫が要るのではないのでしょうか。交渉の議論の資料としては仕方ないとは思いますが。

●水野理事（CIO） まさに透明性と説明責任のせめぎ合いのところでありまして、ただ、我々のちょっと先を行っています企業年金連合会などは、不動産の投資に関しては自分たちがどのビルを持っているか明かさないとということでやっつけやっていますし、私は堀江委員にそこは賛成で、特に不動産の場合はマーケットのプレイヤー、特に我々が今、狙おうとしているコアなどは限られていますので、余りそこに関してディスクロージャーするというのは運用者としては得策ではないとは思っています。

あとは、公的年金としてどのぐらいのいわゆるディスクロージャーが求められるかということとのバランスの問題ですので、そこはGPIF内部でも議論をして年金局とも話し合った上で、また必要に応じては運用委員会の方々の知見を入れていただきながら進めようかと思っておりますが、不動産に関しては特にそこはセンシティブだということは十分理解しております。

●三谷理事長 私は、まだ最終的に結論を出しているわけではないですけれども、不動産はどこのビルを持っているとか、例えばインフラであれば具体的にどのインフラに投資したとか、そういうものは例えば日本株を買うときにアクティブがどこの株式を幾ら持っているかというのと同じで、それは私は公表することは適当ではないと思います。

もちろん、いろいろな関係者がいることですから、どこまで秘密が守れるかという問題はあるんでしょうけれども。

○武田委員 私もそのように思います。

○米澤委員長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 1つ確認なんですけれども、これはやはり公募というステップを経ないと、そのプロセスの透明性とか、そういうことの面でだめなんですか。

つまり、公募するからアナウンスして、場合によってはフロントランされるわけですね。そうすると、高値づかみになるわけです。マーケットに与える影響は非常に気になるわけですね。どうしてほかのオルタナティブのように、つまり最後のページを見れば候補者がある意味決まっているわけですから、そうしたらこの中の悪いけれども、ノンディスクロージャーアグリーメントをきっちり結んで、もし違反したらこれだけペナルティーを課す。そのかわり協力してくれということで、テストケースを始めるというのが普通じゃないか。最初から9社一斉に走ることにはどれだけの意味があるのかというのは、これはちょっと気になりまして。

●水野理事（CIO） それは運用する側としては本当におっしゃるとおりですが、一応独法では公的機関のプロセス、いわゆる随意契約に対する制限のところとかかわってくるのですが。

●三谷理事長 ですから、例えば外国債券のさっきのマネージャーの公募をしているのも、これは公募でないといけないということで、これを勝手にどこか、ここは能力がありそうだからというのでこちらが声をかけて、こっそりそこで契約を結ぶということはやってはいけません。それは、むしろ適当ではないと。

○堀江委員長代理 国民の利益を毀損してまでやるんですか。国民の利益を毀損する蓋然性は極めて高いわけですよ。

●三谷理事長 ただ、一方でそこGPIFが何か変なことをしているのではないかという疑念も招きかねないので、そこはやはりデュープロセスをとるべきだと。

○米澤委員長 それはおっしゃったように、公募でないほうが一般的にかなり安く買えますよね。多分、いろいろ持ち込んでくると思いますけれども。

○堀江委員長代理 誰のためのルールなのかということです。

●三谷理事長 もちろんそれはあるんですが。

○米澤委員長 後でそれがわかったら、大変だという感じはしますね。

●水野理事（CIO） でも、普通に考えれば先ほどの堀江委員の御指摘のように、いいファンドマネージャーにこちらからアプローチをかけられるかということもそうなんですけれども、アプローチをかけておいて、いついつに公募ですからというのもちょっと変な話なので、本来はそこで、あなたのファンドには入れたいのでぜひ契約させてくれと言って契約できればいいんですけれども、今まではどちらかと言えばGPIFがどこかの特定の業者と握って変なことをしているのではないかというプレッシャーの中で今のルールができてきているので、透明性というか、公平性というのを何よりも優先するプロセスになっていて、これは多分皆さん聞いて、それは本当に年金受給者のためになっているのかという御疑問を持たれるのは当然で、私も全く同じ疑問を持ってはおります。

○堀江委員長代理 何度も繰り返しますが、大事なのは基本方針です。私に言わせると、基本方針がこの点についてアカウンダブルであればある程度説明できると思います。だからこそ、現時点で不動産投資に関わる基本方針が明確になっていないといけないと思います。

●水野理事（CIO） その辺はルールの変更にあたりますので、またちょっと。

●三谷理事長 きょういろいろ御意見をいただきましたので、その辺ももう一遍考え直しながらもうしばらく我々のほうで検討させていただきます。

○米澤委員長 では、もう一回しかるべきときに御回答いただけるということでしょうか。

どうもありがとうございました。本日予定しました議事は全部終了しましたので、きょうはこれでおしまいにしたいと思います。

事務局のほうから、連絡事項等があればお願いしたいと思います。

●青木審議役 委員限り3の参考資料、外国債券アクティブ第3次審査結果、委員限り4の国内不動産投資の運用機関公募に係る基本方針等について（案）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。

なお、先ほど水野理事からお話がありましたとおり、委員限り3の参考資料の個社のファンドの評価が書いてあるシートでございますけれども、これにつきましては御入用でございましたら別途、一部個人情報をご愛愛させていただいた上で送付させていただきたいと考えておりますので、その旨、事務方のほうにお申し付けいただければと考えております。

次回、第95回運用委員会につきましては、平成27年6月24日水曜日午前10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。以上でございます。

○米澤委員長 では、どうも御苦勞様でした。