

第96回運用委員会議事録

1. 日 時:平成27年7月30日(木) 14:00~16:00
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) 委託調査研究について
 - (2) リスク管理状況等について
 - (3) その他

●青木審議役 ただいまより、第96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、本日の資料の御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のとおり、全て報告事項となっております。

委員限り2 国際金融公社(IFC)等との新興国非上場株式への共同投資について

資料1 平成26年度 委託調査研究の概要

委員限り3 平成26年度 委託調査研究の概要<説明資料>

委員限り4 平成27年度の委託調査研究について

資料2 平成25・26年度 大学共同研究の概要

委員限り5 平成25・26年度 大学共同研究の概要<説明資料>

委員限り6 平成27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7 資産構成割合の変更に係る取組状況について

委員限り8 リスク管理状況等の報告(平成27年5月)

なお運用委員会の終わりにも再度申し上げますが委員会終了後回収と記載している資料につきましては、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は、米澤委員長にお願いいたします。

○米澤委員長 本日はお暑い中、お忙しい中お集まりいただきまして、どうもありがとうございます。

それでは、委員限り2国際金融公社(IFC)等との新興国非上場株式への共同投資について事務局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2国際金融公社(IFC)等との新興国非上場株式への共同投資についてということでございます。

今般、IFCと共同で新興国非上場株式への投資を始めたということで、その内容を御報告させていただくということでございます。

まず、1ポツでこれまでの運用委員会における審議、議論の経緯を簡単に述べております。

最初は昨年10月、当法人の新興国株式投資のあり方について議論をいたしまして、新興国の経済構造、特に上場株ですとエネルギーとか金融等に偏ってしまうという課題を踏まえて、新興国の経済構造をバランスよく反映するためには、上場株式のみならずこの非上場株式への投資ということが考えられるのではないかと、その際、この豊富な実績を持つIFCとの共同投資が考えられるということをお報告したということでございます。

ページをおめくりいただきまして、今年に入りまして、3月に2回議論をさせていただいてまして、当法人の新興国の上場株式の実績について改めて総括をいたしまして、この人口動態、経済成長の恩恵を受ける消費関連業種への投資を行う上で非上場企業への分散投資が有効と考えられる。それで、IFCとの共同投資実現に向けて検討を進めるということで議論をいただいたということでございます。

そして、先月でございますが、このIFC等との共同投資を目的とする投資信託に対しまして、約490億円のコミットメントを実施いたしまして、基本ポートフォリオ上は外国株式に位置づけまして、今後、キャピタルコールがかかる都度お金を出していくということになった次第でございます。

2ポツでございます。そもそもIFCとは何かということで、概要でございます。

この右下隅の世界銀行グループということで幾つか金融機関が並んでおるわけでございます。よく知られていますが、IBRD、世銀、国際復興開発銀行というところでございまして、こちらはもともとさきの大戦で荒廃した先進国の復興のために立てられた国際金融機関でございますが、その後、復興が成ったところで、今度は新興諸国の政府に対して融資をする役割に変わっていったということでございます。

3つ目の国際金融公社、これは今回共同投資で組んだ相手でございます。1956年に設立された機関でございます。途上国の民間セクターへの開発を支援するための民間セクターに投資をするための機関でございます。既に50年以上の投資の実績があるという先でございます。小さい地図で恐縮でございますが、左側の世界地図をごらんいただきますとわかるように、新興国を含めて世界中に拠点を持っております。大体100カ国ぐらいに

事務所を持ち、約3,800の職員が配置されているということで、これはなかなか普通の金融機関では見られない圧倒的なリソースを持っているというところでございます。

このIFC自身、収益性を確保して投資をすることが民間セクターの実績につながるのだという考え方を持っておりまして、開発目的とあわせて収益性が見込める先を対象に投融資を行っているというところでございます。

3 ページ目、IFC自身、今般共同投資の対象になりますプライベート・エクイティというものに対しては、80年代からファンドへの投資を開始しているというところでございます。直接投資というやり方もあるわけですが、PEのファンドマネージャーというのはよりローカルな中堅企業へのアクセス力があるだろう、IFCとしてもこれを活用したいという考え方でファンド投資を始めたというところでございます。

従来は直接投資の部門と一緒にやったわけですが、2000年からは直接投資部門とは別にファンド投資の専任部門というものを立ち上げまして、そこが先頭に立って投資をしているというところでございます。

そうした先端部門の投資の実績というものをこの下の3 ページ目の表でお示しをしておりますが、2000年から2013年にかけて、このIFCのファンド投資部門が投資をした実績ということで、全部のエクイティのファンドを寄せると244本のファンドに投資をし、IRRのベースで13.3%という実績が上がっているというところでございます。

ただし、備考のところにも注記をしておりますが、この全てのエクイティ・ファンド、かなりいろいろな種類のもが入っております。森林とか不動産とかインフラとか、プライベート・エクイティとは距離のあるものもあるわけですが、今般私どもがプライベート・エクイティとして投資をしようと考えているものに少し領域を絞って数字をまとめたものがこの黒枠で囲った部分でございます。グロース・エクイティ、ベンチャー、メザニン等々のプライベート・エクイティのファンドに限ると159本の投資実績がありまして、IRRベースでは19.3%という実績が上がっているというところでございます。

この19.3%という実績の見方でございますが、同じ期間でとったCambridge Associatesという独立系のオルタナティブにかかわるコンサルティングファームが出している資料、数字等をもとにいたしますと、第1四分位、上位25%のファンドの平均IRRが14.4%あったというところでございまして、このIFCの実績というものは、本当に世界中のトップクラスの新興PEファンドを凌駕するものがあるということがわかるというところでございます。

また、PEという世界から離れて、上場株式という世界との比較で見ますと、一番下の行でございますが、エマージングのリターン、これはIRRベースに直してはかったものが、上場株だというのは9%程度というところでございまして、上場株投資と比較しても優にそれを上回る高いリターンが上がっているということがわかるものでございます。

続きまして、4 ページ目ごらんをいただきまして、このIFCのプライベート・エクイティのファンド投資の中身ということで、少し円グラフで表示をしております。

まず、左上の地域別構成でございますが、ごらんいただきますとアジア、アフリカ、中

南米ということで、非常によく分散された地域別構成になっているということでございます。

足元のビンテージ別のいつスタートしたかという観点で見た構成で見ましても、2000年からコンスタントに投資をしていることがわかるということでございます。ブームのときに拡大をし、バブルがはじけた後にシュリンクするといった投資行動はとっておりませんで、コンスタントに残高を着実に積み上げているといったことがわかるものでございます。

投資戦略別の構成ということで、グロース・エクイティと称されるものが大体9割近く、あとベンチャー、メザニンがちょっとあるといったつくりになっているものでございます。

ここでグロース・エクイティという言葉が出てまいりましたので、5ページ目で少し説明をさせていただきますと、この投資戦略のイメージということで、まず最初にグラフ図を表示してございます。ここでY軸が投資対象企業の規模のイメージ、X軸、横軸が対象企業の成長のステージということでごらんをいただければということでございます。

グロース・エクイティという戦略は、この大体真ん中、中間的な位置づけになるものでございまして、対象企業としては中堅企業を狙いに行く。ステージとしてはベンチャーほど新しくはなくてLaterのステージ、ただ、上場後のバイアウトといったようなものには至らないといったようなものでございまして、バイアウトとベンチャーキャピタルの大体中間的な位置に属する戦略ということになってまいるわけでございます。

下の新興国のグロース・エクイティ投資のイメージということで、ニーズ、エグジットということで分けて記載をしてございますが、まずこのグロース・エクイティを投資するに当たって、お金を受け入れる企業のニーズということで少し記載をしてございます。

まず、当たり前のことでございますけれども、Laterのステージということで非常に成長力旺盛な段階にありますので、成長を続けるための資金ニーズが旺盛にあるということでございます。

もう一つ大事な点が非資金的ニーズということでございまして、ベンチャーからテイクオフをして一定の規模になってきたというステージになりますと、小さなビジネスとして始めたものが次のステージに行くために、経営計画でありますとか、経営管理システムを導入しなければいけないとか、いろいろな課題が出てまいるわけでございまして、そういう課題についていろいろ手助けをファンドから受けるといったような非資金的ニーズというものもこのグロース・エクイティのステージの企業には出てくるということでございます。そうしたものに応えていく投資だということになってまいるわけでございます。

それで、そういった投資について、出口はどのようなのだというのが右側に箱を3つ掲げておりますけれども、保有期間としては大体3年から5年くらいでエグジットという段階に入ってくるわけでございますが、エグジットの仕方としては大体3つづら、それぞれ3分の1くらいあるということでございます。

まず、最初によくあるパターンとしてはトレードセールということでございまして、地元の企業に株を買ってもらう、または多国籍企業が現地に出るに当たって企業を買収する

といったやり方でもってエグジットするというのが一つのパターンでございます。

もう一つのパターンが、これも非常に典型的でございますが、現地で新規株式公開、IPOに打って出る、現地の株式市場に上場していくというのが2つ目のパターンということでございます。

3つ目のパターンとしましては、経営陣が買い取ってしまう。ファンドサイドがプットオプションを行使したりといったことで、経営陣に買い取ってもらうといったパターンもあるということでございます。

続きまして、6ページ目にまいりまして、今回投資を行うに当たりまして、IFC、その子会社のAMCとの関係ということでございます。私どもGPIF、新興国に対してはなかなかノウハウのない主体から見ますと、この50年ぐらいの新興国の投融資の実績があるIFCと組むということは、彼らの投資能力の活用という面で非常にメリットがあるわけでございますが、実はIFCとしてもこういうニーズがあるということでございます。

IFC、これは要するに出資国から増資を受けないとキャピタルはふえないといったことでございますが、なかなか加盟国から出資、増資が簡単にできる主体ではございません。

したがいまして、このIFCとして投資をどんどん進めていこうとすると、自己資本、内部留保をふやしていった投資をふやしていくしかないわけでございますけれども、そうしますと投資の規模に制約が出てきて、大きな案件にかんでいけないということがあるわけございまして、IFCとしても外部からお金を引っ張ってきて、それと自己資金を合わせて投資を拡大していくというメリットが実はあるということでございます。お互いにウイン・ウインの関係がそこに成立するというものでございます。

こうしたメリットをとっていくために、IFCとしては外からお金を引っ張ってくるためのビークルとして2009年にIFC Asset Management Company、私どもAMCと呼んでござますけれども、そういう会社を設立をして、そこが主体になってファンドを組成しているということでございます。

AMCの役割でございますが、AMCはファンドをつくりまして、外部の投資家からお金を引っ張って、外部の投資家から出資を受けて、IFCが発掘した投資対象の中からお客さんのためになるファンドを選別して投資をする。そういうものでファンドをつくるといった役割を担っているということでございます。

2009年設立ということで比較的歴史は新しいわけでございますが、ことしの2月の時点で既に7本のファンドを運用しているところでございまして、9,000億円以上、既に実績が出ているということでございます。

7ページ目、本件の投資の形ということでございます。まず、下のほうから順番に見ていきますと、下の真ん中にFOF、ファンド・オブ・ファンズというものがあるわけでございます。このファンド・オブ・ファンズは、先ほど申し上げましたAMCはLPS、リミテッドパートナーシップ形態でもってファンド組成をするということでございます。

IFC等はこのファンドに直接投資をするわけでございますが、私どもGPIFは現行法令上、

このリミテッドパートナーシップに直接投資をするということができませんので、そのファンド・オブ・ファンズの上にケイマン籍の投資信託をかませ、そこを通じてファンド・オブ・ファンズを買うというたてつけで投資を実施したものでございます。

この投資信託につきましては、ニッセイアセットマネジメントが組成をさせていただきまして、その投資信託にニッセイアセット、NAMと呼んでおりますけれども、NAMの親会社である日本生命とか、共同投資の我々のパートナーでございますDBJとともに投資をして、この3社でAMCのファンド・オブ・ファンズに投資をしようといったスキームをとったということでございます。

続きまして8ページ、本件の投資に係るリスク、それに対する対応策、課題ということで、表でまとめたものでございます。

まず最初のリスクとして、IFCは、収益というものを大事にはするのですが、開発目的というものどうしても出てきます。この投資収益よりも開発目的というものが優先されてしまうリスクに対してどういう対応をとっているかということでございます。

3つポツで掲げておりますけれども、まずはAMCがそこをきちんと見きわめるということでございます。IFC自身は開発を目的とした国際機関であるわけでございますが、AMCというのはIFCの100%の子会社でありますけれども、普通の米国の法人でございます、IFCとは離れた立場で、IFCの投資対象の中からお客さんのために投資基準に合致するものを選んで投資をするファンクションを担っているということでございます。

それから、投資ガイドラインということで、基準を私どもはつくっているということでございます。今回の共同投資におきましては、この投資対象となるファンドの目標収益率の目線としまして、グロスベース、報酬控除前のベースで、大体狙い目としては15%から25%ぐらいのIRR、内部収益率が見込めるものに対して投資をしてください、開発を主目的としたファンドは除いてくださいといった各種のガイドラインを定めているということでございます。

投資後のレポーティングの強化ということでございまして、このファンド・オブ・ファンズに該当するファンドに加えまして、そのファンドが投資する企業についても定期的の開示を求めて、ガイドラインの遵守状況等のモニタリングを継続しようと考えているものでございます。

それでも残る課題ということでございまして、今般投資信託を通じて投資をしているということで、通常ファンド・オブ・ファンズの形態ですと、投資家がそこに参加をして運用者に助言するアドバイザリーボードが通常はございます。

直接LPSに投資を我々ができるのであれば、我々もそこに参画ができるわけでございますが、今回投資信託が間に入っておりますので、このアドバイザリーボードに出られるのは投資信託の運用者であるニッセイアセットだけになってしまうということでございます。ただし、私どもとしても何とかならないかということで、オブザーバーとしてアドバイザリーボードをモニターする機会というものは確保しているというものでございます。

続きまして、運用者と投資家の利害が一致をしない、違ってくるリスクということでございます。

まずファンド・オブ・ファンズにつきましては、この運用するAMCの親会社の組織であるIFCが投資を行っております。これは7ページをごらんいただければと思いますが、このAMCの運用するファンド・オブ・ファンズに対して、右からIFCも投資を行っているということでございます。

また、投資信託レベルにおきましてはニッセイアセットが運用するわけですが、その親会社である日本生命も実際にお金を出して投資をして、我々と利害を一にするというたてつけをとっているということでございます。

8ページ目の2行目の残る課題のところをごらんいただければと思いますが、よくあるプライベート・エクイティの利害の一致を図る手法としては、成功報酬を運用会社の役員に配分をするということが一般的であるわけですが、本件、この成功報酬はAMCの会社に入ってしまうと、役員には配分はされないというのが課題ということでございます。

3つ目の課題といたしましては、投資家層が薄くて、運用者への牽制が働かないというリスクがあるということでございます。今回、投資信託を通じて入るわけですが、ほかに投資家がいないと、結局このアドバイザリーボードに出るのはニッセイアセットだけということになりまして、少しこのAMCに対するチェックが働かないといった課題があるということでございます。

今般、私どもの工夫といたしましては、投資信託からファンド・オブ・ファンズに対するコミットメント額というものを当初は325ミリオン、約390億円にとどめまして、ほかの投資家からのコミットがあった場合に限って、この125ミリオン、約150億円を上限にして追加でコミットをする。そういうことで、このAMCに対して、ほかのお客さんを集めなければというインセンティブを与えるという仕組みをとっているということでございます。

それでも、課題としてはこのAMCによるほかの投資家の募集が不調に終わるリスクというものはあるわけですが、できるだけこのAMCにほかの客を集めるインセンティブを与えようということで、こういう措置をとったということでございます。

ストラクチャーの複雑性ということございまして、私ども直接的にLPSの投資ができればこういう投資信託を絡める必要はなかったわけですが、そういう事情ですので、投資信託というものが入ってきて、関係者が少しふえてオペレーショナルに課題が生じやすいスキームになっているということでございます。

まず、私どもとしてはこの投資信託の運用報酬の総額はできるだけ抑えるという努力はいたしているということでございます。

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。

ただいまの件に関しまして、御意見、御質問等がありましたらいただきたいと思っております。

大野委員、どうぞ。

○大野委員 ありがとうございます。

第85回の運用委員会、かれこれ10カ月ぐらい前ですけれども、1回報告を頂戴しまして、1つはそのとき私から申し上げましたが、オルタナの2つめの目玉でもあるので、ぜひ国民にわかりやすく背景ですとか狙いですとか、IFC自体の実績ないし信用度とか、それから今、7ページを御説明いただきましたけれども、ストラクチャーとしてはここにおられる方はずっと頭に入るのでしょうが、一般の方から見ると非常に難しいので、うまくかみ砕きながらぜひお願いしたいのが1点です。

2点目は感想なのですけれども、6月に4億800万ドル、コミットメントということになっていまして、ちょっとびっくりしたのですが、いろいろ難しさはあると思うのです。ある程度コミットめいたことをしておかないと、中で実際に入れない、議論ができないということもあるのですが、せつかくの運用委員会なので、6月24日に運用委員会がありましたので、この7ページのような形でそのときにはきっとわかっていたのではないかと思うので、この場でご説明いただきたかったと思います。

確かにスピード感とか、あるいは中で実際に彼らと議論するのは、ここを待つてはなかなかできないという部分があるかとは思いますが、特に非常に注目される投資であると思いますし、兼ね合いは非常に難しいですが、例えばコミットはしないけれども、運用委員会の意見を聞いて、それで通ればオーケーみたいな、このようないろいろなあうんの呼吸もあると思います。これが2つ目です。

質問なのですけれども、10月のときにたしか水野理事、当時、委員でいらしていましたが、利益相反を随分心配されていた記憶があるのです。先ほど、AMCはIFCの100%子会社だということで、確かにIFCの立場ではなくお客様の立場でということをおっしゃっていますが、やはり子会社なので、たしかセカンダリーから買うということもあると聞いていたので、評価の問題など、中立的にチェックする仕組みは7ページにビルトインされているのでしょうか。

●陣場運用部長 後ろから回答させていただきます。こちらの分厚いもの、お手元にありますでしょうか。

利益相反体制ということにつきましては、今、お配りしている資料の40ページでございますけれども、利益相反委員会というものがAMCの中につくられておまして、社外の取締役が過半数を占める委員会がございまして、IFCとAMC間の利益相反の問題については、こういう委員会に諮りながら、そういう不祥事が起きないようにという体制が組まれているということは私どもデューデリジェンスの中でも確認をしておるところでございます。

○大野委員 いずれにしてもIFCのためにAMCが少し有利なことをするようなことは、ここでチェックされると考えてよろしいですね。

●水野理事 そうです。つけ加えさせていただいてよろしいですか。

まず、このような100%子会社のようなところがGPをやるときには、投資家としては利益

相反は一番重大な懸念事項ではありますので、私も運用委員会のときはそこを御質問させていただきます。

今、陣場が申しあげましたように、もともとAMCはそういう環境下で今までファンドを集めてきておりますので、彼らの組織の中にそういうものをチェックする機能は存在しております。ただ、それだけでは我々としても安心できるとは限りませんので、今回もIFCの投資を幾ら入れさせるかということ、要するに彼らもどれだけリスクをとらせるかという点、あるいは今回残念ながら現在LPの投資が認められていないので、オブザーバーの立場にすぎませんけれども、通常、そのような利益相反をチェックする機能を果たすのは、ファンドのアドバイザリーボードになるので、こちらで確認をしてもらおう。

具体的な議論の対象になったのは、AMCからIFCに払うフィー、あるいはその他経費についてのブレイクダウンを公表すべきではないかという議論もしております、これをアドバイザリーボードで公開される予定で、少なくともニッセイアセットマネジメントさんは投信の運用者、アドバイザリーボードのメンバーとしてそこをチェックするということになっているので、そういう形でいろいろなところに確認できる機能を織り込んでいます。

あとは、お気づきになったかわからないのですけれども、当初の案ではセカンダリーのトランザクションも同時に行う予定でしたが、利益相反のコントロールが極めて高度になりますので、我々は今回こういう案件は初めてということもありまして、セカンダリーは今回除外をして、そういうプライシングのコンフリクトがないプライマリーでとりあえずまず第1号を取り組もうと。今後、条件交渉がうまくまとまれば可能性はありますが、とりあえず案件の難い度を下げるという意味でも、プライシングに関するコンフリクトのあるセカンダリーのトランザクションは今回、除外をしております。

あと2点、大野委員の御質問で、まず1つ目は、運用委員会との我々の間合いの点について一言申し上げますと、実は我々の考え方としましては、前回の投資委員会のところで方向性を議論して、この方向でやらせていただきます、もう少し細かいやりとりをどうしましょうかということはお伺いしたつもりだったのです。

この個別の案件を皆様の運用委員会に審査していただくというわけにはいかないの、方向とかやり方を審議していただいて、あとは御報告しますという考え方でやらせていただいたので、そこで議論が不十分であったということであれば、そこは反省して次回もう少しやろうと思うのですが、考え方としてはコンセプト、フレームワークを認めていただいて、あとは具体的な案件を我々が詰めた後、御報告するという事で考えておりました。

ちょっと時間がかかりましたのは、セカンダリーの切り離しや、フィー条件交渉を厳しく最後にやったということと、公表に関しても、実はこういう個別の案件を今後公表していくということをどういうルールでやったらいいのかということ、厚労省も含めてずっと今、議論を続けてきております。

本来、個別の案件を一件一件ディスクローズするというのは、我々運用者にとっては極めてハードルが高いですし、世界の同じような年金もやっていないのですけれども、ただ

一方で、新しい案件をやるときの国民の皆様の不安感とかもわかりますので、そのあたりの線引きをどうするかということを議論している最中でありまして、ストラクチャーに関しましても、我々もこのような複雑なストラクチャーは避けたいのですが、これをかみ砕いて優しく説明することがいかに可能かということも含めて、我々現在もんでおりますので、その辺は御理解いただければと思います。

○大野委員 まだ2件目なので、新規案件で注目も浴びるし、是非丁寧をお願いしたいと思います。コミットメントについては、もしこの場で何かこうではないという異論が出た時の課題があります。異論が出なければコミットメントは結果的には問題ないですけども、報告事項ではありますが、その辺の間合いは案件ごとに慎重をお願いしたいと思います。

○米澤委員長 実施したのであれば、早いタイミングで報告は受けたいという感じは我々としてはします。

●水野理事 報告しております。コミットメントして、MOUにサインして、幾つかステップがありますので、我々としては契約にサインして可及的速やかに次回の運用委員会で御報告というペースではやっているつもりではあるのです。

このあたりはプロセスが複雑なので、もう少しわかりやすいように御不安を与えないように考えたいと思います。

○米澤委員長 OMERSのインフラはどう公表していたのですか。

●青貝企画部長 OMERSの共同投資を開始したときは、投資信託の購入後にプレスリリースをしております、そのときは基本ポートフォリオの中にオルタナティブ資産というものが位置づけられていなかったとか、そもそも認められていなかった。そういうこともあって、初めての伝統的資産以外ということもありましたので、詳しく公表させていただいたということです。

○米澤委員長 あのときは特別だということ。

●青貝企画部長 その時点ではオルタナティブといった資産クラスといったものはまだ明確にはなかったという位置づけで認識しております。

○米澤委員長 そういう意味では、新しいポートフォリオ、新しいオルタナティブの位置づけとしては、今回が初めてということなので、改めてディスクロージャの仕方はどうしたらいいかということは今、検討しているということですね。

菅家委員、どうぞ。

○菅家委員 国民へのわかりやすい説明ということは大変重要なことだと思いますので、そこはちゃんとやっていただきたいのですが、今回のIFCとの共同投資ということのGPIFとしてのメリットが、投資能力の活用や知見の吸収の点からと書いてありますが、もう少し具体的に何を指して、もちろん収益ということはあるのでしょうかけれども、この投資能力の活用とか知見の吸収という点に関して、一体GPIFとして何を獲得したいのかということについて、もう少しわかりやすくかみ砕いて説明していただきたいのと、そのことを

あわせてディスクローズするときに用いていただきたいです。

●陣場運用部長 まず、私どもにとってのメリット、私どもは何を狙っているかというところ、これは先般の運用委員会でも繰り返し述べているところでございますけれども、新興国の上場株の投資というものが物すごくバランスを欠いたものになってしまっている。普通に上場株だけを狙っていきますと、中国とかブラジルとかロシアとか大きな国、上位トップ10にいるのは大体その国の大銀行でございますとか、大エネルギー会社とか、そういうものが上位を占めていて、勢いそういうものがどうしても多くなってしまう。

ところが、一方でこの新興国、これから伸び行くのは国民の所得がどんどんふえていて、皆さんがいい生活を求め出して働いて、そういう消費者に訴えかけるような産業ビジネスといったものの投資が、なかなか上場株の投資だけでは実現ができないという状況を踏まえて、そういうものに投資をしようとする、そもそも新興国の株式市場に上場していないものですから、勢い中堅企業をターゲットにしたプライベート・エクイティといったものに目が行くという観点で、今回のIFCとの共同投資というのは新興国の上場株式投資を補完するものとして大変意味が大きいのかと認識をしているところでございます。

○菅家委員 一方で新興国であるがゆえのリスクというものも相当程度あるわけですね。ですから、ノウハウというところにリスクに対する対応とかいろいろなものがあると思うのですが、そういう知見を吸収するというのも当然重要なことだと思うのですが、その点は全然触れられていなかったのです。

●水野理事 知見を吸収するというのはある意味付録でございまして、要するに、彼らIFCがこのような新興国の未上場株式の運用について、今までの実績と正直IFCの国際機関としてのいろいろなノウハウをもって運用してきた結果、先ほどの3ページの表にあるように極めてよい成績をおさめてきているということで、これは鶏と卵ではあるのですが、我々としては新興国の成長をパフォーマンスに取り込みたい。ただ、今までのように上場株だけでやっていると足りないの、未上場でやる。未上場で我々の信頼できるようなパートナーでかつ実績があるところということで選択していくと、IFCがよいパートナーとして選ばれるということですので、その運用の中で当然我々にも知見はシェアされるわけですが、一義的には彼らの運用者としての能力を信用して、彼らに今回、資金をお預けすることになるかと思えます。

公表に関しては、どういう目的でということもそうなのですが、次にまたプライベートな案件をやったときに、それをどこまで公表するか、特にこの後不動産が出てきたときは悩ましいと思っております。この機会によく整理をして、十分我々も年金の受給者の方々へのアカウントビリティも理解した上で、運用上、我々としてどこまでディスクローズするのが信頼を得て、かつ我々の投資行動を妨げないかというバランスをよく吟味しなければいけないと思っておりますので、菅家委員のおっしゃることは十分承知しておりますが、もう少し検討させていただければと思っております。

○菅家委員 つまり、一般的な国民の受けとめとしては、新興国の未上場のPEに投資をす

るなどというのは、そのようなことをやっていいのか、何でそのようなリスクをとる必要があるのだと思うわけではないですか。だから、その辺もそうだし、ポイントはIFCとの共同投資というところがポイントだと思うので、そこをきちんとかみ砕いてわかるように説明していただきたいという意味です。

●水野理事 はい。

○米澤委員長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 まさに菅家委員がおっしゃったことと同じで、私にしてみると非常にストーリーのつくりやすい、筋のいいパートナーを選ばれたものだと思っておりまして、IFCはこの配っていただいたデューディリの資料、非常に厚いもので、この間事前説明でお見えになったときにもばらばらと拝見させていただいて、トラックレコードも非常にしっかりしているし、ほかの7本のスキームに参加しているインベスターも、それなりに信頼できるインベスターが名を連ねていますし、ファンドマネジャーのクレデンシャルを見ても、割としっかりした人がそろっている。IFCのアセットマネジメントというのは、それなりにプロフェッショナルな機関、少なくともこの紙で拝見する限りはなかなかしっかりしたところ、しかもデューディリもこれだけしっかりされて投資のコミットをされたのだと思って、しかも、IFCという国際機関であれば、非常に国際的なレピテーションも高く、レーティングも高い機関ですし、何ととっても世銀グループですし、そういうところが目ききになって投資するものに我々は乗っかるという形ですから、我々がプライマリーのインベスター、GPで投資するわけではないので、そこは我々のエクスパティーズ云々ということよりは信頼できる相手をちゃんと選ぶ目があるのですと、そういうものをやっぱりしっかりと説明していただくというのが非常にポイントになってくるのではないかと思う次第です。

私としては、非常に筋のいい説明のしやすい投資案件、同じプライベート・エクイティといっても非常に危ないものに、しかも知見のない領域にGPIF自身が無謀に入っていくということではなくて、しっかりと精査をした上で、しかも信頼できる世界的にレピュテーションの高い機関の知見に乗っかって投資をして、これまでアンタップドな収益機会を発掘するのだと。それは投資原則に書いたことを実践している一つなのだという説明が割と私はつきやすい案件ではないのかと考えている次第です。

○米澤委員長 清水委員、どうぞ。

○清水委員 この案件にかかわらず、私たちは投資原則として、いろいろな資産に投資をするのは、そこに分散効果があるのだということを国民に公表してきたわけです。株式にしる、外国債券にしる、一つ一つをとれば全てリスクがあるわけです。今回のオルタナティブにしても、こうやって個別に論じれば、それは新興国でリスクが高いのではないかと思われるのは当然だと思うのです。

でも、分散効果として、いろいろな資産をいろいろな配分でもって、その中に4資産ではカバーできない部分としてオルタナティブを位置づけ、その一つとして今回の投資案件があるわけです。こういうことを始めましたと公表することは必要ですが、私個人として

は、個別にいろいろ詳しく説明することで、かえって不安をあおるようなことは余りしないほうがいいのではないかと考えています。

もう一つは、このリスクのところにありますストラクチャーの複雑性に起因するリスクということで、これに関してはストラクチャーが複雑になるということ、そして、何より投資信託というスキームをかませることで、運用報酬、手数料が上がっているということ自体は大きな問題になってくるのではないかと考えます。

今回の案件はしようがないのですが、今後こういった案件がふえるということを想定した場合に、GPIFの現行法令上、リミテッドパートナーシップが組成できないというところに関して、何らかの改善余地があるのかといったことについては真剣に考えていく必要があるのではないかと考えています。

○米澤委員長 武田委員、どうぞ。

○武田委員 私も投資ストラクチャーについて、今回はこれでよいと思いますが、今後少し検討が必要だと思えます。

その理由は3点ございます。清水委員がおっしゃったこととも重複しますが、1点目は、複雑な構図なのでリスク管理がより複雑になるということです。

2点目として、清水委員もおっしゃったコストがかかるという点です。

3点目は、アドバイザーボードに入れていないことです。オブザーバーというお話がございましたけれども、本来一番資金を出しているGPIFがアドバイザーボードの中に入って、言うべきところをしっかりと主張し、監督していくことが必要だと思えます。そこがかなり重要な点ではないかと思えます。したがって、今後、このストラクチャーをどう変えていくか、御検討いただく必要があるのではないかと思いました。

○米澤委員長 今の点はこのAMCなどを外れて、ストラクチャー、要するに投資信託しか組めない、今のGPIFだとLPSになれないという点は、多分我々運用委員のほとんど、もしかして全員、不自由に思っているのだと思えますし、前からの能見委員からも受け継がれていることもありますので、1回正面から議論したほうがいい感じがしますし、必要があれば我々運用委員から提案してもいいのかと考えています。そこはまた御考慮をお願いします。

水野理事、どうぞ。

●水野理事 ありがとうございます。

投資執行の立場から申し上げますと、コストだけではなくて、こういうストラクチャーにはいろいろな複雑なリスク、なかなか目に見えづらいリスク、先ほどのコンフリクト・オブ・インストラストのコントロールも極めて複雑になります。これには書いていないのですが、メモを見ていただければ、かなりいろいろなスキームを入れてそれらのリスクをコントロールしようとしているのですが、LP投資が認められればその苦労は全て要らないということですので、もう我々としてはもうぜひそこは認めていただきたいと思っておりますし、もともとこれはオルタナティブ投資が認められなかったときのレガシーみたいなものかと思っておりますし、そのころは必要なかったわけですが、オルタナをや

るということは90%以上投資スキームはLPSになりますので、そうすると毎回この問題が起きるといことになりますから、ただ、ここは森参事官、お願いします。

●森参事官 GPIFから正式な要望がございましたら、当然法令の改正等もございましたので、相談したいと思います。

○米澤委員長 その節はよろしくお願ひしたいと思います。

我々、簡単に急遽ですけれども、今、言ったことでLPになるということに関して、なれるということに関して反対の方というのはいらっしゃらないですね。いろいろな面から見ても、コストの面から見ても今、言ったボードの面から見ても。

そこを外すと今後心配になってくるということは何かありますか。直接銘柄を選ぶということ。

●水野理事 これはある意味、ファンド・オブ・ファンズのリスクはもう既にとっておりますので、追加でリスクが存在しているだけです。これを外してリスクがふえるということは絶対にあり得ないと思います。

○堀江委員長代理 LPSは投資できない理由がそれを上回って何かあるのか。そこを聞かないと、今の制約条件は正当化できないですね。国民のためにならないルールなわけですね。

○米澤委員長 だから、GPIFとしてはかなり今まで禁欲的だったわけでしょう。

●三谷理事長 そもそも、3年ぐらい前までは、オルタナティブというのを投資対象として考えていなかったということです。

○米澤委員長 そうしたら全然今言った問題はないので、すぐ。

●森参事官 法制的に簡単に御説明しますと、今、GPIFのほうで運用できるものにつきましては、政令で指定する有価証券なのですけれども、株式は除くという形になっていまして、LPSでも広義の出資になるので、そこら辺の整理が法令でできるのか、あとは政令でできるのか法律でできるのかを含めて、そういうところを整理しなければいけないという話でございまして、正式にまた最終権限者は理事長でございまして、理事長で御要望があれば、またそこら辺も含めて、法制的な話も含めて検討していく。これはまた法律改正ということになると大ごとでございまして。

○佐藤委員 法律改正は必要なの。政令改正だけなのではないの。

●水野理事 その解釈についていろいろな意見があるのではということ。

●森参事官 意見があるというか、これは法制局の話でございまして。

●水野理事 我々が依頼をしないと、参事官は検討のアクションが始まらないとおっしゃっているわけなのです。

○米澤委員長 わかりました。アクションを起こしましょう。

●三谷理事長 どうでしょうか。私が理事長名で単にお願いするのがいいのか、それとも運用委員会で建議をしていただいて、それを受けて。

○米澤委員長 必要があれば建議いたしますし、そこまで言う必要はなく理事長からの話で済むのであれば。

●三谷理事長 運用委員会が建議をしていただいて、それを受けて理事長がGPIFの総意として大臣にお願いするほうが良いという感じがするのですが。

○米澤委員長 わかりました。そういうたてつけが今できていますから、それは使わせていただきたいと思います。

●三谷理事長 次回の運用委員会までに検討させていただきます。

○米澤委員長 それはそちらの方向で動くとして、この件に関してほかはよろしいですか。

○堀江委員長代理 これにちょっと絡んで、私は前に質問したかと思うのですが、最初に陣場部長がおっしゃった上場株でこういう業種に偏りがあることに対して、そういう偏りがないような投資信託があるというお話を、リストを出していただきました。そちらの検討はどうなっているのですか。そちらの話は全然なくてこちらの話だけなので、そちらをやった上でこの案が提示されたのか。そちらは検討したけれども、なかったのか。こちらをやるのか、その点はどうなっているのでしょうか。

●水野理事 ほとんど見当たらない。

○米澤委員長 見当たらないということになったのですか。

○堀江委員長代理 見当たらないのですか。キャパシティがないという意味ですか。いいマネジャーがいないのですか。

●水野理事 キャパシティも含めて。

●陣場運用部長 コンサルタント等とも相談して、運用機関のリスト等も取り寄せたのですが、なかなかそういう運用機関の数が少ない。そもそも上場しているアマウントも少ないわけでございまして、そういう特化のファンドも少ない。我々は1社だけそのタイプの運用機関を持っているわけでございまして。

○堀江委員長代理 それ以外にも前に出していただいたリストだと、結構候補者は外部コンサルタントのリストの中にもありましたね。

●陣場運用部長 多少はございます。

○堀江委員長代理 別にエマージングにヘッドクォーターがあるものでなくてもいいという、エマージングの成長をとるということでしたね。その制約を外せば、上場国が別にエマージングでなくても投資するという、それでエマージングの果実をとるということはあり得るという、それを議論しましたね。

●陣場運用部長 そうですね。それはもう我々の先進国のファンドでも、オフベンチでエマージングにどんどん行っているファンドも相当ございまして、既存の先進国のファンドでもそれはできる限りやっているというのが現状でございます。

●水野理事 外国株式の次回のマネジャー・ストラクチャーを行う際には、その辺のところも考慮に入れますが、逆にああいうリストになっているところは、うちに今まで手を挙げてきたかどうか確認できておりませんので、手を挙げてきていないようであれば、直接うちにアプライする気があるかどうかのような確認も含めてやってみようかとは思っています。

○米澤委員長 これは最後、私から聞きたいのは、これはいろいろ意見がありましたが、非常に品質がいいとかというので、それは私も安心したのだけれども、平たく言ってリスクが高い投資か高くないかという、極めてリスクが高いですね。それはいいというか、それはわかるのです。だからこそこれだけIRRも高いと思うのですけれども、あとはリスク管理で今をうまく生かして外国株式のところのトータルリスクみたいなところを計算するとき、これが入ってどう膨らむのかというところを何かしら計量化しないとまずいですね。

●三谷理事長 数百億ですから、外国株式全体の中ではもう0.0何%で、ほとんど影響ありません。

○米澤委員長 心配することはないということですね。

●水野理事 ただ、上場株も債券も含めまして、エマージングのエクスポージャーがふえているということは事実として認識していますので、リスク管理の手法をどういう形で捉えていくのかというのは今、ちょうど外債のマネストもやっている最中ですが、どういう方法があるのかというのを常に議論していますので、理事長が申し上げましたように、現時点ではこれは正直言って全体のポートフォリオの中ではほとんど影響がないレベルのエクスポージャーですが、リスク管理の高度化を図らなければいけないという認識は我々も持っておりますので、またリスク管理の報告のときに、そのあたりも導入次第お伝えできればと思っています。

○米澤委員長 わかりました。よろしいでしょうか。

次の議題に移らせていただきたいと思います。委託調査研究の件ですが、委託調査研究及び大学との共同研究の概要について、資料1から委員限り5により、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 御説明いたします。

複数ありますので、今回ピンク色の紙でホチキスでとめたものを御用意しております。恐縮ですが、横向きにしていただいて、まず、資料1をおめぐりください。

これから御説明するものは26年度の委託調査研究の概要でございます。

1つ目でございますが、一番左側の列、スチュワードシップ責任及びESG投資のあり方についての調査研究でございます。

調査のポイントにつきましては、右側から2つ目の列、調査研究の概要をごらんください。

1つ目でございますが、スチュワードシップ活動を行う運用機関を評価するに当たっては、その動機づけが重要であって、方針策定、モニタリング、エンゲージメント、議決権行使、報告を一連のプロセスとして評価するのが一般的であるということでございます。

2つ目でございますけれども、スチュワードシップ責任の果たし方についてでございますが、ここでは運用機関の評価については、専任チームの組成の必要性などが提起されているというところでございます。

3つ目でございますけれども、ESGのリスク考慮がリスク抑制効果をもたらしているとい

うこと、ガバナンスについてはリターンの改善効果をもたらしている。そういう今回の調査における一つの試算の結果というものも出ております。

それから、ESGにかかわるインデックスに着目した投資といったものも提案がされているところでございました。

4つ目でございますけれども、国連責任投資原則、PRIなどへの署名を通じて、他の投資家等との意見交換、情報交換といったものを積極的に進めていくといったことが提示されております。

5つ目として、上場株式以外での適用範囲といったものが広がり得るということが指摘をされている。こういう内容でございました。

以上、概要でございますけれども、先ほど申し上げたもののうちESGがもたらす効果、当法人としての今後の方向性につきまして、その次の委員限り3という資料で補足、御説明をいたします。

色づきの横紙になっております。今、ごらんいただいております紙は、リスクが低減するといったようなことを整理した紙でございます。

この表の見方でございますけれども、右上のグラフをごらんください。このグラフは一つ一つの青い丸が株式一つ一つでございます。このプロットの仕方でございますが、ESGの評価が高いほど点数が高くなるといったものを横軸に、2013年末から2014年末までの株式のボラティリティというものを縦軸にとるということをしております。

そうしますと、この青い点々がたくさんあるものができた一つのグラフができるわけでございますが、これに対して回帰線を引いたものがその赤い破線でございます。それをごらんいただきますと、少し右肩下がりのグラフになっておりまして、具体的な数式としては、右上に出ておりますけれども、マイナス0.9724という傾きが、下にt値もつけておりますが、非常に統計的に有意な値として計算されたということでございます。したがって、そのESGのレーティングが高いほど株式のボラティリティが低いという結果でございました。

同じようなことを米国の株式についてもやりましたところ、同様の結果が出ております。

一方、左下でございますけれども、日本の株式につきましては、今回の調査では有意な結果といったものは観察することはできませんでした。

続きまして、次のページをおめくりください。

こちらはESGの中のガバナンスの点を考慮した場合に、パフォーマンス、リターンの改善が見られたという試算結果が出たということをお報告するものでございます。

右上のグラフをごらんください。赤い点々の線がございます。こちらはMSCI社のJapan Qualityというもので、これは具体的には、左上にも文字で書いておりますけれども、ROEが高いですとか、収益的にすぐれた会社という観点で株式のインデックスをつくった場合のパフォーマンスの推移ということでございます。

これに対して、こういったMSCI Japan Qualityの株式のユニバースの中から、左下に

ございますけれども、ガバナンスといった観点の要素を加えて、その中で上位銘柄を抽出して改めてインデックスをつくり直すとうなるのかというのが右上のグラフの青い実線でございます。そうした場合には、この調査の中では、年率で3%強の改善効果が試算されたという結果でございました。

同様の分析をAll Country World Indexということで、全世界ベースにした場合にも、コンマ6%の改善が見られたという結果が出たということでございます。

以上がESGがもたらすリスク低減効果、収益の改善効果ということでございます。

続きまして、当法人としての今後の進め方ということについて、今、ごらんいただいております資料の6ページを先にごらんいただければと思います。この6ページには、当法人の体制整備、それから国連責任投資原則についてと書かせていただいております

まず、これは御報告になりますけれども、左側でございますが、体制整備という意味では、スチュワードシップを担当する職員というものを既に6月の下旬から公募を開示しておるところでございます。そういう意味では、この調査の趣旨にも沿った形での体制整備を始めているということが1点でございます。

先ほども申し上げましたが、この6ページの右側でございますが、PRIでございますけれども、ごらんとおり6つの原則から構成をされております。

続いて、7ページでございますけれども、署名のメリット及び署名機関ということで書いております。

まず、署名によっていろいろなサポートというかメリットもあるということで、署名を検討ということでございます。ベストプラクティスに関する情報提供、ネットワークづくり、共同する上でのエンゲージメントのプラットフォームといったことがございます。

ただ一方、この報告書作成ということもございまして、PRIで年1回の報告義務ということもございまして、それに関連したサポートもあるということでございます。

署名機関ということでは、7ページに出ているところでございまして、日本では33機関が既に署名を行っているということでございます。

●三谷理事長 今のUN-PRIのESGですけれども、今回スチュワードシップ・コードとあわせてESGについてどう考えるかということで、これは御承知かと思いますが、今、世界的に年金をはじめとする長期投資家の間ではESG投資というものが相当大きな課題になっていまして、海外の国際会議などに出ますと、それがずっと中心的なテーマの一つになっている状況でもございます。

我々は、これまでのところはESGというものが本当に投資家としてメリットがあるのかどうかということについて必ずしも確信が持てない。いろいろな学術研究などを見ても、効果ははっきり確認できないといったようなものも幾つかあるということで、どちらかというとな消極的な方針をとってきたわけでありまして、今回の調査研究を一つの材料として、これからもう少しESGについて、我々としてどこまでできるのか、それに当たって今、お話のありました国連のPRI原則への署名ということをした場合にどの程度の意味があ

るのかということを検討していきたいと考えています。

これはまだ我々もその中身をよく知っているわけでもございませんし、これから後で出てきますが、今年度の調査研究ではありませんが、コンサルへの諮問事項として、我々の置かれた立場、これはほかの世界の年金などと違ってやや特殊な面がありまして、普通我々のように株式に一切自分で投資してはいけないというところはありませんで、通常はインハウスで株式投資をやっているというところで、その株式投資の中でESGをどう織り込んでいくかということがテーマの一つとなっているわけですけれども、そういうものは我々としてないという状況のもと、どこまでのことができるのか。今回の報告書にありましたESGの観点を含めたインデックスを使ったインデックスを使用するというのも一つの考え方もかもしれませんが、それで株式運用額の一部をそれに運用するだけで足りるのかといったことも含めて、我々として何ができるのか、どういう形でやるのが望ましいのかということもコンサルにも相談しながら、最終的には国連のPRI原則への署名も展望に入れつつ、これから前向きに検討していきたいと考えております。この辺について、皆様からいろいろな御意見がありましたらこの機会にお伺いできればと思います。

○米澤委員長 1回ここで締めてしまっていていいですか。

では、順番に行きたいと思います。

菅家委員、どうぞ。

○菅家委員 理事長の今の発言をまず大歓迎いたしますけれども、もともとESGというものはリターンを目的とした考えではなくて、要するに社会的な価値としてこれは促進をするのだというのが国連のもともとの考え方でありますので、逆に言うとESGに反するものについては反社会的なものとして指弾をされるという考えがもともとのベースでありますから、そこをきちんと踏まえた対応というものは、公的年金を預かっているGPIFとしては、当然考慮しなければならない重要な事項だという認識に立っていただきたいと思います。

その上で、今回レポートが出されたわけでありまして、投資という意味でも、リスクの抑制効果であるとか、リターンの改善効果があるとなっているわけでありまして、もはや何ら懸念する材料がないのではないのかというのが私の考えでございまして、この研究の成果に沿った対応をぜひともお願いしたいと思います。

●三谷理事長 別に反論するわけでは全くないのですが、ESGといっても、Eというのは比較的わかりやすいのですが、Sになるとだんだんわかりにくくなってきて、Gというところと一体何をどうすればいいのか。特に昨今話題になっている企業などというのは、ガバナンスについては日本でも先進的な企業と言われたところがこうなっているわけですから、その辺も含めてESGといったときに我々として何をどう考慮していくのか、単に社外取締役の数が多いなどというわけでもいかぬのでしょうかけれども、そのあたりもいろいろお知恵があったらぜひお出しいただければと思います。

○米澤委員長 ESGに関しては、スチュワードシップコードでどう扱われているのですか。

○菅家委員 考慮要素の一つです。

○米澤委員長 考慮するということ。

●森参事官 非財務的情報として考慮するということですね。

○米澤委員長 そこである程度はビルトインされているわけね。

●水野理事 日本は少し順番が逆になっているところもありまして、もともとESGが議論されていた海外に比べて、日本の場合はスチュワードシップコード、コーポレートガバナンスが先にできておりまして、逆にあのスチュワードシップコードの中を見ますと、エンゲージメントでチェックするものとしてEやSの観点が入っておりますので、そういう意味では、そこから派生して、我々スチュワードシップコードを果たすということについては投資原則上も皆様と合意しているところですので、その観点からやっていくのかと思いますが、理事長が申し上げたとおり、実際の投資を行うということになりますと、例えばインデックスがどういうものが我々としてパフォーマンスが確認できるかとか、テクニカルに難しいところもありますので、まずは我々としての考え方を明確にするというところで、そういう意味でUN-PRIが活用できないかということかと思えます。

ただ、事実としましては、我々の運用委託先のアセットマネジャーのほぼ大多数が既に署名機関になっておりますので、そういう意味では、ある意味デファクトスタンダード化しているということは多分紛れもない事実であろうと思っておりますが、効果等も含めながらできるだけ早目に検討するという理事長の御意見です。

○菅家委員 そういう意味では、先ほどのIFCの知見の中にも、これは重要な事項として入っているわけですね。そもそもIFC自身も署名しているのではなかったでしたか。

●水野理事 しています。今回、IFCとの投資ガイドラインの中で、出資先のファンドについてもESG、UN-PRIについてのコンプライアンスを求めるといったものが入っているはずで

す。

○米澤委員長 中期計画では、ESGに関して検討すると書いてあったのではしたか。

●水野理事 非財務的指標についても検討する。

●三谷理事長 それをもうちょっと前向きに。

○米澤委員長 前向きにということですね。

堀江委員長代理、どうぞ。

○堀江委員長代理 この国連の投資原則に署名することと、ESGのファクターがリターンにどう関係するのかという点は、私は切り分けて考えています。リターンに関係するかどうかというのは非常に精緻な議論が必要で、それは執行サイドに私はお任せしたいと思います。国連に対する署名は、インダイレクトにしてもGPIFが世界最大の株式投資家であることを生かせることだと考えます。GPIFが署名するという事は間接的にアセットマネジャーに対するインパクトは非常に大きく、しかもアセットオーナーとしての署名したことによる義務は、私が国連から聞いている限りではかなり負担が低い。従って、まずこの国連の署名はすぐにでも個人的にはやってほしいと思っています。リターンの議論とは分けて、これだけ先に進めようといった検討をしていただきたいと思いますね。

●三谷理事長 それも一つの方法かもしれませんが。ただ、負担が少ないとおっしゃるけれども、負担がないわけではない。その辺の負担の度合いみたいなもの。署名した以上は何らかの前向きに対応をしていますということが必要なかどうか。必要であれば、どの程度の言葉で我々としてできるのかというところもチェックしなくてはいけないということで、多少の時間はどうしても必要になります。

○米澤委員長 ただ、負担は調べればすぐわかるわけですね。次回ぐらいに。形式上の負担です。

●三谷理事長 我々として、堀江委員がおっしゃった世界最大のアセットオーナーとしてと言われると、我々の署名後の行動にそれなりに目が向けられるかもしれないし、一定期間後には、毎年報告書も出さなければいけないと聞いていますので、その報告書が余りに中身の無いものだ、これはまたこれで非常に問題があるかもしれないということもありますので、その辺、ある程度ほかの既に署名したところの事例なども聞きながら、我々としてこの辺までは対応できそうだからすぐ署名してもいいだろうか、もうちょっと体制をつくってから署名したほうがいだろうか、その辺を考えていきたいと思っています。全然消極的とか後回しにするという意味ではありません。

○堀江委員長代理 前例として、スチュワードシップコードに署名し、1月に陣場部長のほうで、どういった内容を運用会社と議論しているか取りまとめて報告されました。私が運用会社から聞いている感じだと、極めてポジティブなインパクトがあります。GPIFがそういうことをちゃんとチェックしているのだということで、私は運用会社に対するいい意味でのプレッシャーがものすごくかかった本当にいい例だと思うのです。そういう意味からしても、前向きに考えていただきたいということがありますね。

●水野理事 1つ確認ですけれども、もし理事長が御意見あればと申し上げましたのですが、実際に切り離すか同時にやるかどうかはまた議論ですが、では、署名しましょうということになった場合は、執行部のほうでそれはさせていただいて、後ほど御報告するという構いませんでしょうか。

○米澤委員長 次回あたりに改めて、いいですかということは我々も。

●水野理事 事前に必要ですか。

○米澤委員長 必要です。それはとらせてください。

そんなに急ぐわけではないでしょう。しかも、皆さん方の雰囲気を見ると、特段大手を振って反対する人もいなさそうなだけけれども。

●三谷理事長 その辺の我々の調べられる範囲でどの程度の負担があり、年会費が百何十万とられることはもう既に明確なのですけれども、あとはこういった既に入っているところはどの程度のオブリゲーションを背負っているのか、実際にやっているのか。ほかの海外の年金で実際に署名しているところはたくさんありますから。

●水野理事 今のあたりのところは、私は執行に任せたいと思っていて、コストどうのこうのというところは、運用委員会の方を煩わせてアプルーバルをとるよう

な話ではないと正直思っておりますので、逆にこのコンセプトで御不安な点があれば言っていた方がいいかと思うのであります。

○米澤委員長 気持ちの問題だけれども、1回いいでしょうということで、やりますということで、ここまで来て、そんなに先ほどのPEと比べて時間を急いでいるわけではないわけだね。

●水野理事 できれば早いほうがいいのではないかと思わなくもないのです。

●三谷理事長 8月末までに署名するつもりはありませんから。

○米澤委員長 そうでしょう。次はいつですか。

●三谷理事長 次の委員会は9月になりますので、それまでに結論が出ることは多分ないでしょうから、できる限り事前に報告できるようであれば報告します。

○米澤委員長 そういうことでお願いします。

今の件はそういうことで、これはどこまで終わったのですか。本題に戻しましょう。

●青貝企画部長 今、実は資料1の1枚目でございます、26年度委託調査研究の1つ目の御報告でございます。

続きまして、資料1の裏面でございますが、公的年金積立金・資産財政統合リスク分析について、御説明を続けさせていただきます。

この資料の左から2つ目でございますが、調査研究趣旨にもありますように、年金部会におきまして財政サイドを含めた統合的なリスク管理が求められたということ踏まえて、両方見られるモデルのプロトタイプ型のものを開発したということでございます。

このポイントにつきましては、先ほどの委員限り3の資料の3ページ目から概要と今後の課題ということをもとめておりますので、恐縮ですがもう一度委員限り3の3ページをござんください。

ポンチ絵のようなものを右側につけております。右上に年金財政、その中でもキャッシュアウトの予測といったことが一つ。それから、一番下には資産価格がどう変わるのかといったものをシミュレートするといったこと、この2つを統合してどうやってやるのかといったことが今回のプロトタイプのモデルの目指していたところでございます。

まず、年金財政のほうでございますが、上のほうにもう一度目を向けていただきますと、キャッシュアウトを動かすファクターとして、すぐ下、マクロ経済市場ファクターの中の物価上昇率、賃金上昇率、人口構成、この3つを動かすとキャッシュアウトの予測ができる、こういうモデルが一つできたということで御理解いただければと思います。

もう一つは資産価格のほうでございますが、これを動かしているファクターというものを抽出するというので、その主成分分析によりまして20個のファクターというものが抽出できました。そうすると、20個を動かすと資産価格が1動きますというモデルができました。その状態ですと、年金財政と資産価格がそれぞればらばらに動いているということになります。

したがって、上から2つ目の列の物価、賃金、人口、この3つが潜在的ファクター

と言われているものと緑色の実線でつながっているのがイメージ的にごらんいただけると思いますが、ここが線で結ばれることで、この3つの経済ファクターを使えばキャッシュアウトと資産価格を一応動かす仕組みというものはできましたということでございます。

ただ、課題が幾つかあるわけございまして、同じくマクロ経済ファクターという箱の中の左側、GDPとか雇用といった重要な経済ファクターがほかにあるわけですが、そういうものが今、点線で潜在的ファクターのところにつながっている。要は、まだつながっていないということでありまして。したがって、このあたりをつなげることができたならば、もう少しよりよい形で資産価格の長期的な変動をシミュレートすることができるというのが一つの課題でございます。

4 ページ目、資産側の分析ということでございます。

右側にはイメージ図ということで、いろいろなリスクイベントが発生したときのリターンの分布図といったものをイメージ的にお示ししております。

左側の文字のところについて、今、最後に課題ということで申し上げましたが、重要なマクロ指標がほかにあるので、その部分の調査が必要ということをごここでは書かせていただいております。

続きまして、5 ページをごらんください。負債側の分析でございます。

先ほど定性的に御説明いたしました、シミュレーション結果の分布図ということでございますが、例えばこの右側のグラフの左上に目を移していただきますと、2015年という表記があります。その下にずっと目を動かしていただくと、縦軸でマイナス5兆弱のところ、右側にスパイクしたようなグラフ、先のとがった分布が予想できるという仕組みになっております。

ところが、このグラフの例えば2024年といったあたり、右から2つ目の縦の線を見てくださいと、かなりなだらかな分布になるということでございます。そういう意味では、将来の推計という意味においては、キャッシュフロー予測の不確実性が急速に拡大してしまうというのが現状のモデルの限界ということでございます。

当法人の中でも、これをどう精度を高めることができるのか、あるいは難しいのかといったことについて、さらによく吟味してまいりたいと思っておりますし、このページの一番下にも書いておりますけれども、非常に高度かつ複雑なシステムでございますので、基礎レベルからの追加研究といったことも場合によっては視野に入れる必要があると認識をいたしております。

以上が2件、委託調査研究に関する実績でございます。

なお、資料1につきましては、委員会終了後公表をさせていただきたいと思っております。

よろしければ、このまま25年、26年度の大学共同研究の概要に進ませさせていただきたいと思っております。

資料はタグの資料2、委員限り5というところでございます。

まず、資料2は資料1と同様に公表を予定しているものでございます。ただ、当法人にとってのインプリケーションを加えたものが委員限り5でございます。委員限り5は資料2の右側にもう一列追加しておりますので、これからの御説明はこちらに則して委員限り5で御説明をしたいと思います。

そもそも大学との共同研究ということで、基本的な研究テーマであって、なかなか委託先をお願いするというものが難しいものについて、当法人の職員と大学とで一緒になって研究を行うという内容でございます。

まず1つ目でございますけれども、長期的運用のためのマクロ経済モデルの研究ということで、一橋大学の本多先生と一緒に研究をさせていただいたものです。

右側に目を移していただければと思います。年金財政とポートフォリオ、言いかえると運用資産の一体管理に関するものということで、資産と財政、年金負債がマクロ経済の動向によって長期的にどう動くのかといったことをテーマにする基礎研究でございます。公的年金における資産運用は、年金財政上の負担が大きくなるときに年金運用資産が同じように大きくなる、そういう関係性が確保されていれば望ましいという考え方もございます。

そういうことで、マクロ経済の変化を受けて、運用資産と年金財政がどう動くか、年金財政ヘッジという言葉もございますが、そういった点を考察いたしました。

ここでの基礎研究、先ほどの委託研究の2つ目の年金財政とその資産のプロトタイプのモデルをつくるといったものが委託調査研究であったわけですが、そこでの成果を出すに当たっては、今回の本多先生との基礎研究が活かされておるところでございます。

続きまして、2つ目でございますけれども、長期的運用のためのポートフォリオの研究、その中でも特に収益率分布の非正規性に関する研究ということでございます。ポートフォリオの下振れリスクの定量的把握に関する基礎的な研究ということで、昨年の基本ポートフォリオの策定におきましても、Copula関数という形でお示しさせていただいたこともございました。リーマンショックでもそうであったように、イベントリスクが発生したときに、各資産の利回りが正規分布して、限られた相関関係の中で動くということがなくなってしまふ。言いかえますと、すなわち全ての資産が同じ方向に動いてしまうといった経験をしているわけですが、正規分布のテールといいますが、端っこのあたりの発生確率が高くなってしまふという下振れリスクをより踏まえていくということが我々にとって非常に重要であると考えております。

今後、マネジャーストラクチャーの見直し等にも含めて活用できるようになればと考えておるところでございます。

委員限り5の裏面でございますけれども、このピンク色の束の最後になりますが、続きまして、同じく長期運用のためのポートフォリオの研究として、多変量の長期的依存関係に関する研究ということで、早稲田大学の谷口先生と一緒に共同研究をさせていただいたものでございます。

こちらは長期運用でのポートフォリオの効率性の向上のための研究でございますが、具

体的には多期間における運用目標、すなわち賃金上昇率とポートフォリオの価値、すなわち資産収益率がどう連動関係にあるのかといったことについて基礎研究を行ったというものでございます。

当法人の基本ポートフォリオは、基本的に一期間モデルということでございます。収益率と賃金上昇率などのマクロ経済指標との連関関係を多期間にわたって把握していくための基礎モデルを得たということでございます。特にここでは表現が難しく、定常性過程とか独立とか、そういう言葉を書かせていただいておりますが、要は時系列で起こる事柄がそれぞれ独立して行っているということではなくて、当然きのう起こったことはきょうと何かの関係を持って起こっているということ意識しながら、それをどうモデルに組み込んでいくかといったことが非常に重要なわけですけれども、そういったことをさらに進めていけるようにモデルの開発を行ったということでございます。今後も基本ポートフォリオの再構築、あるいはどういう基本ポートフォリオがより望ましいのかといったことを分析する資料にしていきたいと思いますと考えております。

最後に4つ目でございますけれども、こちら長期運用のためのポートフォリオ研究として、長期運用の多期間におけるポートフォリオの最適化技術に関する基礎研究でございます。

基本ポートフォリオの話にもう一度戻るのでございますけれども、一期間モデルでしたということで、どうやっていたかということを変更して申し上げますと、目標となる利回りがある。そのために最も小さいリスクというものでそれを満たすということでございますが、下方確率であったり、あるいは条件付平均不足率といったものをごらんいただきながら、最適なポートフォリオをお選びいただいたということでございますけれども、今後こういったことも一期間ではなくて多期間に延長していく。そうすると一期間で一番利回りが合っているという考え方よりも、多期間で年金財政、年金上、必要な積立金の水準が変動していくのに長期間でマッチさせていくような、そういう資産構成というものをつくっていくことができないか。最もマッチするポートフォリオを求めるような数理計画法といったものを開発したというものでございます。こちら今後の基本ポートフォリオの見直しにおいて活用していければと考えております。

以上が大学との共同研究の成果でございます。以上は実績でございますので、では、今後どうするのかということについて、このままお話を移らせていただければよろしいでしょうか。

○米澤委員長　どうぞ。

●青貝企画部長　資料の委員限り4をごらんください。平成27年度の委託調査研究についてでございます。

これは、今回委託調査研究といったものに加えて、もう少し全体感を持って御理解いただくために、主要項目というものを左側の縦軸にとりました。基本ポートフォリオ、リスク管理の高度化、市場動向、新たな運用手法、その他ということでございます。そういっ

たものをどのような形で実現していくかということで、横軸に委託調査、共同研究、コンサル、こういう形で並べさせていただきます。

まず、委託調査研究でございますけれども、左上でございますが、オルタナティブ資産についての基本ポートフォリオ上の管理手法の調査研究、もう一つは海外年金基金におけるインハウス運用についてということで、これはかつて平成20年にもやっておりますので、定点観測という意味で改めてやるというものでございます。

具体的に、裏面に委託調査研究についてもう少し詳しく書いているものがございますので、そちらで御説明をさせていただきます。

まず、オルタナティブ資産についてというほうでございますけれども、その内容の3行目のところからでございますが、今後オルタナティブ資産が積み上がってくる場合には、可能性として独立したアセットクラスになることが考えられるということでございますので、その場合には基本ポートフォリオをつくる上で、そのアセットクラスのリターン、リスク、それから他のアセットクラスとの依存関係の推計方法について調査しておく必要がございます。

また、他の公的年金におけるオルタナティブ資産の投資方針、ベンチマークあるいは基本ポートフォリオ上の位置づけの決定方法、リスク管理方法などを調べるということで、我々としてのオルタナティブ資産への対応能力を、不動産のときにも既に何回も御議論をいただいているところでございますが、より整理をしまいたいというのが1つ目でございます。

もう一つでございますけれども、当然、我々は現在の法令で認められる中でのインハウス運用が大前提であることは言うまでもないわけでございますが、定点観測ということでもございますし、海外の公的年金におけるインハウスの取り組みというものも、この5年、10年と随分変遷してきていると認識しております。

そういったこともございますので、改めまして、この資料の3行目にも書いておりますが、インハウス運用の目的、位置づけ、体制、リスク管理、こういったものを調査したいということで、対象資産クラス、人材、インフラ、パフォーマンス評価をどうするのか、最も大事な人材、そういったものの処遇、あるいはそれを外部に委託する場合と比べてどちらがいいのでしょうかといったことをちゃんと検討していく枠組みがどうなっているのかといったようなこと。それから、非常に細かいことかもしれませんが、下のほうに書いておりますけれども、取引先証券会社の選定、インハウスの取引情報を用いたフロントランニング等への対応。

我々も、実際インハウスで国内債券等の売り買いというものをやっているわけでございますが、当然コンフィデンシャルな形で行っているつもりでいても、何らかの形でフロントランニングのようなものが起こる可能性というものを排除できないという御意見もございます。そういう意味では、海外の公的年金においてどのような工夫をしているのかといったことが、規模も大分違いますので、同じにはいかないということもございますが、そ

ういったことを調査できればと考えております。

恐縮ですが、もう一度ページをお戻りいただきまして、調査研究方法の真ん中のところに共同研究ということで、先ほど、大学との共同研究の御報告を申し上げましたが、27年度につきましては、現在予定しておりませんが、28年度に向けて広くRFI、情報提供依頼、リクエスト・フォー・インフォメーションということで、広くこういった基本ポート、リスク管理、市場動向、運用手法等々について、こういう形がいいのではないかという御提案につながる情報を我々としても広く求めていきたいと考えております。

最後の右側でございます、コンサルタントの列でございます。

1つ目は基本ポートの検証というものは、これはふだんに行っていくわけでございますが、そのためのサポートとしてのコンサルの活用、それから、リスク管理の高度化という意味では株式、為替の変動の中でダウンサイドプロテクションといったものをどう図っていくことができるのか、やれるのか、あるいは手法があるのか等々に関するコンサルティング、市場動向調査のところでは、我々は機動的運用というものができる枠組みが確保されているわけですが、あくまで十分な経済情報を分析して、確たるものがある場合に取り組んでいくということになっております。そういう意味でも、経済市場環境分析というものを引き続き続けていくということでございます。

最後に、新たな運用手法ということで、先ほど理事長からも御説明申し上げたことでございますが、具体的な海外の公的年金におけるESGに絡めたインデックス等の取り組み、いろいろあるかと思えます。そういったものの取り組み状況、実現可能性について我々でさらに調査を行ってきたいということでございます。

2つ目でございますが、これは基本ポートの見直しのときにも御議論いただきました資産横断的な取り組みということで、マルチアセットという言い方もされますが、こういったもののフィージビリティについての調査というものを行ってまいりたいと思っております。

以上が新たな運用手法ということでございますが、その他ということで、先ほど大野委員からもIFCの案件の開示といったものをどうわかりやすくやっていくのかということ、あるいは出し過ぎると、それはそれで最終的に国民の皆様には何かマイナスの効果があるのかなのか、いろいろございます。

そういったことを考えていく上での一つの軸として、海外の公的年金基金における情報開示といったものを調査できればと。これは実際10月にも、運用委員会の建議の中でも情報開示のあり方について見直すことといった形の御意見を賜っているということに対応していくというものでございます。結果につきましては、その公表も含めて検討してまいりたいと考えております。

最後に、海外税務調査でございますけれども、実際に当法人は国内においては免税ステータスということでございますが、同じようなステータスというものがアプリオリに海外の税務当局において保障されているとは限らないという状況がございます。そういう意味

でも、アドバイザーをリテインいたしまして、不必要な税金を支払わない。万一に払い過ぎていたことが仮にあったのであれば、それはきちんと取り戻すといったことを確保できるような専門家をリテインしたいと考えております。

右側の列をごらんいただきますと、表の外にGPIF職員による海外動向調査、国内外セミナー参加ということで書かせていただいております。当然、我々外部の知見を活用していくということは重要なのですけれども、同時に我々職員の能力をさらに向上させるという意味からも、ここにあります委託調査研究、あるいはコンサル調査におきまして、海外調査に同行し、より主体的な役割というものを果たしていきたいと考えております。

私からの説明は以上です。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

これまでの委託調査研究の概要とこれからの27年度の調査に関する提案に関してですが、この点に関しまして、何か質問等がありましたらお伺いしたいと思います。こう行われましたというのが半分以上です。

清水委員、どうぞ。

○清水委員 まずは、これまでの大学共同研究の概要ということで、かなり難しい専門的な研究をされているということで、こういうものは公表されるのでしょうか。

●青貝企画部長 今の御質問は、資料2につきましては当法人から公表させていただくものでございます。この論文につきましては、これは恐らく。

●大江理事 先ほどの委員限り5を見ていただきますと、各テーマごとに成果というところがございまして、その中にそれぞれ大学の研究の先生、例えば最初であれば本多先生、中村先生等々、それぞれの大学の関係あるいはもっと幅広い論文を出していただいています。

御指摘のような面については、さらに私ども職員が例えばGPIFの名前をうまく使ってPRできるかどうかというのが課題になっておりまして、今後はそういった形で、大学の先生は先生で自分たちの成果も出したいし、我々もアカウンタビリティというか、PRという意味も込めて、逆に対外的に職員の名前で出せないかと、そういう方向を目指して今、進めるということでやっております。

○清水委員 PRという点では、こういう専門的な研究を今後GPIFに寄せていただくという点では活用できるのではないかと思います。

あともう一つは、27年以降の委託調査研究についてということで2点ございます。まず1つ目の共同研究ということで、RFI、情報提供依頼についてはというところで、今後委託調査研究も対象にするということですが、このあたりは宣伝なども含めて、例えば公募研究を出すとか、あとは大学側とか大学院対象のコンテスト研究みたいなものを出すとか、そういった工夫をしながらGPIFをPRすることができます。さらに、こうした研究により新たな視点を取り入れるということもできますので、そういったことを活動として加えていくといいのではないかと思います。

もう一つはリスク管理の高度化というところで、国内株式及び為替におけるダウンサイドプロテクションということが書かれています。これは特に為替に関していえば、為替のヘッジについて今後どのように考えていくのかを研究していただくようなコンサルになるのではないかと個人的には期待しているのですが、そのあたりも今すぐどうこうするというのではなく、コンサルを通じて研究をして、どのようなことができるのかということもGPIFとして知見を蓄積していくということは非常に重要なことなので、私はここに入れていただいて、とてもうれしいと思っております。

●水野理事 ありがとうございます。

まさに今回、共同研究をRFI、RFPでやるというのは今、清水委員がおっしゃったような、これはかなり先端の研究になりますので、我々の内部にないようなアイデアがアカデミックの側から出てこないかということと、我々はこういうことをやっておりますというPRの2点を、一石二鳥だということで今回新しい試みとしてやらせてもらうということで、まさにおっしゃったようなことです。

○米澤委員長 ほかに、いかがでしょうか。

佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 質問とコメントなのですが、平成27年度の委託調査研究、皿数が非常にたくさんあって、この中でプライオリティーとして何を重視されるのか、まず何から手をつけられるのか。

私の気持ちを申し上げますと、このディスクロージャーの問題、プライベート・エクイティの話もあるし、不動産の話もあるし、特にこれは去年の10月の建議の中でかなりそれは 이슈になっていましたので、できれば早目に少なくとも我々のピアグループの海外の公的年金はどういうインフォメーションをどれくらいのフリーケンシーで、どれぐらいの詳しさで何を背景にやっているのかということをもまず教えていただくと、今後頭の整理になるかと考えております。

●大江理事 私からお答えいたします。

実は、ここはあえて名前を入れていないのですが、既にこの春に募集をかけて選定したコンサルタント業者は複数ございます。そこにそれぞれこの分野はここと大体決めていますので、そういったものにそれぞれお願いするということでございますので、これを1つの業者にプライオリティーを決めて順番にやらせるというよりは、どちらかというと同時に広くそれぞれの専門性に応じてやっていただく。ですから、その中でおっしゃっているような海外公的年金のディスクロージャーの話も、できるだけ早くという形で報告をもらうという形にはしたいと思っております。

○佐藤委員 タイムラインとしては、気持ちの上ではいっぱいある中で、もちろんいろいろなプロセスがあると思えますけれども、早目にこれまでわかった内容を、パーフェクトな形でなくてもインフォメーションとして御報告いただくと非常に参考になるという御趣旨です。

●水野理事 調査研究と違って、1年とか時間を決めて与えるものではないので、これはでき次第コンサルから提案されるということ。

○清水委員 早く方針を決めていくべきですね。

○佐藤委員 そうなのです。割とプラクティカルで実践性の高いものだと思いますし、物すごくリサーチメソッドをかつちり固めて年限をかけて調べないと次に動けない代物ではなくて、機動性の高い調査、親和性が高いものだと思いますので、その意味でも完全な形でなくても情報として御提供いただければとありがたいと思います。

○米澤委員長 誰か1週間ぐらい出張して聞いてくればできるのではないかという感じがしなくもない。

●三谷理事長 カバレッジをどこまで広げるかということでしょうね。海外でも年金基金等もいっぱいありますから。

○佐藤委員 悉皆である必要はないですね。

●三谷理事長 もちろんないですね。どの程度まで絞ってやるかです。

○佐藤委員 我々の見ている年金は、そんなに小さいのまで含めて全部見ているわけではないと思います。

●水野理事 結局大手ばかりになるのだらうと思いますけれども、現在の我々の透明性や情報開示のレベルがどの辺にあるかという現状認識も含めてやってもらうということが必要だと思って、そういうオーダーになっていると思いますので、できるだけ早く。

○米澤委員長 意外とびっくりしますね。どこが標準になのか。ほとんどディスクローズしていないでしょう。GICとか全くやっていませんという。

●三谷理事長 細かいところはめっちゃくちゃ細かいところがありますね。ほとんど何も出てないようなところもあるし。

●水野理事 だから、まず自分たちがどういうスケールにいるかということからだと思います。

○米澤委員長 では、このような格好で、できたものは公表するということと、27年度のものはこれからということを進めるということによろしいでしょうか。

どうもありがとうございました。

続きまして、委員限り6「平成27年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」及び委員限り7「資産構成割合の変更に係る取組状況について」、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 御説明いたします。

委員限り6でございます。キャッシュアウトへの対応と今後の見通しは、キャッシュアウトに当たって、どれぐらいマーケットで売却を行ったのか、それとも行っていなかったのか、スムーズにできたのかといったことを御確認いただくというのが大きな目的でございます。

今回27年度の4-6につきましては、冒頭の1行目にありますとおり、キャッシュアウ

トはございませんでした。むしろキャッシュインです。合計1兆122億円がございました。それを表で確認していただきますと、下から2つ目の箱、合計でマイナス1兆122億という数字が出ております。

これに対しまして、我々の通常キャッシュアウトに対して予定している国内債券等からの回収金でございますが、一番右側の列の一番上の箱の一番下の部分に合計欄がございますが、回収額合計1兆5,000億強の数字がございます。したがって、キャッシュアウトがなくキャッシュインが1兆あり、かつ回収金が1兆5,000億あるということでございますので、相当程度、この3カ月をとってみますとキャッシュ的には余裕があるという水準になるわけでございます。

その点につきましては、注3という細かい字になっておりますけれども、ここに書かせていただいておりますが、将来的なキャッシュアウトを考慮の上、財投債からの回収金も含めキャッシュアウト待機資金として保留する必要がない資金については、別途用途変更しまして、短期資金の中でもすぐキャッシュアウトに使うもの、リバランスのため、つまり、資産構成割合の変更のために使う資金と、2種類お財布があると御理解いただきたいのですが、キャッシュアウト対応用にとっていたものの一部を、これは当分使わないことがかんがりの蓋然性を持って言えるのであれば、リバランスのために使いましょうという形で、資金の有効活用とキャッシュアウトへの保守的な準備というものの適切なバランスを確保したいということで対応しているところでございます。

裏面は、一般的な方針、財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドから対応していきますということを書かせていただいております。

私からは以上でございます。

○米澤委員長 この件に関しましては、こういうことでよろしいでしょうか。

●青貝企画部長 続きまして、委員限り7

資産構成割合に変更に係る取組状況について、説明を続けさせていただきます。

こちらは、新基本ポートフォリオ公表後の資産構成割合の変更についてということで、定期的に御報告をしているところでございます。

2番目に資金配分及び回収状況ということで、27年4-6期の配分、回収の状況について金額をお示しするとともに、これまでの累計額についてもそちらにお示しさせていただきます。

その結果として、どういう資産構成割合になっているかということをごらんいただきたいのが裏面でございます。速報値ということで、27年度6月末までの数字を入れております。6月末は御案内のとおりギリシャ危機が一番大変だった時期でございますので、株が主に影響を受けて、5月と比べますと下がっているというところが、数字の変化で見ますとごらんいただけるかと思っております。

ただ、全体といたしましては、基本ポートフォリオの中心値といったところに向けて近づいているという状況が現状継続していると御理解いただければと思います。

私からは以上です。

○米澤委員長　　こういうことでよろしいですね。どうもありがとうございました。

それでは、委員限り8リスク管理状況等の報告、これは5月分に関して事務局からお願いしたいと思います。

●五十里投資戦略部長　委員限り8のリスク管理状況、5月現在のものをごらんください。1ページをめくっていただいて、先ほどの委員限り7で6月までの状況が出ていたので、ちょっと陳腐なのですけれども、5月はギリシャの問題が出るちょっと前だったので、内外株式は非常に好調だった、4月に引き続き好調だったということで、基本的には内外株のウェイトが高まったということで、基本ポートに近づいてきたという状況でございました。

下の箱を見ていただきますと、5月末現在の資産残高は145兆7,000億という状況でございました。

2ページをごらんいただきまして、基本ポートに着実に近づいているということで、基本ポートの推定総リスク12.77に対して実績は11.74ということで、着実に近づいていることが確認していただけるかと思えます。下のほうの下方確率とかその辺を見ていただいても近づいているということが確認していただけるのではないかと思います。

次、3ページをお開きいただきまして、これは複合ベンチマークの要因分析でございませう。5月のところを見ていただきまして、繰り返しになりますが、内外株式が非常に好調でしたので、ベンチマークリターンが結構高いということで、トータルで2.33%ということでした。

横の超過リターンをごらんいただきますと、内外株式それぞれ8ベース、5ベースということで、外国債券以外は基本的には超過リターンはプラスだったということですが、内外株式ともに基本ポートに対してアンダーウェイトだということもありますので、超過リターンは結果的にマイナス18ベースということになってございます。

今、申し上げました、要するに資産配分の影響でマイナスになっているということで、この効果が右側でございませうけれども、マイナス21ベースということで、ほとんどが資産配分の影響だということでございます。

4ページ目、資産ごとのリスクでございませうが、基本的には大体前月並みということになってございませうけれども、国内債券の推定トラッキングエラー、右の3つ目でございませうが、0.18%が0.22%、若干拡大してございませうけれども、これは物価連動国債の購入に伴うものということでございます。

次、7ページ、流動性の部分でございませうが、引き続き下のグラフを見ていただきまして、折れ線のところが非常に下のほうで推移しているということで、流動性は非常に高い状況が続いているということでございます。

8ページ、運用状況でございませうが、5月は全体でプラス2.15%、4月5月合わせて3.77%ということで、収益額は5月現在ですけれども、5兆2,000億ぐらいということござ

ございました。

次に、9ページ目でございますが、個別の話は先ほど複合ベンチマークの要因分析のところ御説明をさせていただきましたので、ここは省略をさせていただきます。

10ページ目、影響額でございます。感応度でございますけれども、ここもそれほど変わってございません。

以下、複合ベンチマークのところ御説明させていただきましたので、あとは省略をさせていただきます。

以上でございます。

○米澤委員長 何か急がしているようで申しわけないです。

いかがでしょうか。よろしいですか。

本日予定しておりました議事を終了しましたので、これで終わりにしたいと思います。

事務局から連絡事項がありましたら、御連絡ください。お願いします。

●青木審議役 委員限り2、IFC等との新興国非上場株式投資への共同投資、それと後でお配りしましたIFC関係のデューデリの厚目の資料、委員限り6の平成27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7の資産構成割合の変更に係る取り組み状況、以上4点の資料につきましては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。

次回、第97回運用委員会につきましては、平成27年9月11日、金曜日10時から当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくをお願いいたします。

以上でございます。

○米澤委員長 どうも御苦労さまでした。