

運用委員会（第100回）・ガバナンス会議（第6回）合同会議議事録

1. 日 時:平成27年12月11日（金）14:00～16:00

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 ・大野委員 ・佐藤委員  
・清水委員 ・菅家委員 ・武田委員

4. 議 事

[運用委員会・ガバナンス会議合同会議]

(1) 行動規範の実施状況について

(2) その他

[運用委員会]

(1) マネジャー・エントリー制について

(2) 平成27年度第2四半期運用状況について

(3) リスク管理状況等について

(4) その他

●三石審議役 それでは、ただいまより第100回運用委員会と第6回ガバナンス会議の合同会議を開催させていただきます。

委員の出欠の状況でございますけれども、武田委員につきましては、都合により1時間ほどおくれたの御出席の予定と聞いております。また、大野委員におかれましては、所用により15時30分で御退出されると伺っております。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数となっておりますので、いずれの会議も成立しておりますことを御報告申し上げます。

まず初めに、資料の確認をさせていただきます。議事次第、座席図のほかに、

委員限り1 本日の議題

委員限り2 行動規範の実施状況について

委員限り3 オルタナティブ資産に係る資産管理機関の選定（案）

委員限り4 マネジャー・エントリー制の導入の考え方（修正版）（案）

資料1 平成27年度第2四半期運用状況

委員限り参考 各資産の運用状況の補足説明

委員限り5 リスク管理状況等の報告

でございますけれども、お手元でございますでしょうか。

なお、委員限り3の別紙②は、大変恐縮でございますが、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いただき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、まずは、運用委員会及びガバナンス会議の合同会議を開会させていただきます。以後の進行につきましては、堀江ガバナンス会議議長をお願いいたします。

○堀江議長 よろしく願いいたします。いつもは米澤先生が御挨拶するところ、私が最初に御挨拶させていただきます。

ガバナンス会議は、運用委員会の規則の第8条の2第2項において、ガバナンス会議は運用委員会が策定する管理運用法人における投資原則及び行動規範を立案し、並びに、その実施状況を監視し、運用委員会に報告する。となっておりますので、きょう、この場で議論させていただきたいと思っております。本来的には、ガバナンス会議を開いて、その後、運用委員会に報告するということなのですが、大野委員と菅家委員を除いて5名重なっておりますので、アディショナルに2名に説明するよりは、この場で議論して、それで運用委員会の報告にかえると、そういう手続で、きょうはまず合同会議という形で開催したということでございます。

では、委員限り2の行動規範の実施状況についてに関しまして、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●三石審議役 それでは、私から、委員限り2行動規範の実施状況についての資料で御説明をさせていただきます。

まず、経緯でございますけれども、2ページをお開きいただきたいと思います。今、お話しございましたように、GPIFの投資原則、それから、行動規範、これがことしの3月に制定されたわけでございますけれども、そのうちの行動規範につきましては、全ての役職員に自己点検ということで、ちょうどことしの4月から9月にかけて、各自で自己点検をしていただいて、それを職員と管理者が面談を通じて、法令等の遵守状況の確認を行うという作業をしております。

一方の投資原則でございますけれども、投資原則につきましては、ベンチマークを上回る収益を上げられたかどうかというチェック項目でございますので、こちらは27年度の業務概況書が取りまとめられる時期、具体的には来年の6月から7月にかけてでございますけれども、業務概況書の内容と整合性を図った上で御報告をさせていただきたいと考えております。したがって、本日は、行動規範の自己点検の実施状況についての御報告ということになります。

3ページ目でございますけれども、実際の自己点検のやり方でございますが、別紙で自己点検シートというのがあるかと思っておりますけれども、こちらを先ほど申しましたように、ことしの4月から9月にかけて、役員を含め全役職員が、このシートによって自己点検をいたしました。このシートにつきましては、網かけがかかっている部分がまさに行動規範そのものでございまして、網かけのかかっていないものが、さらにそれをブレー

クダウンして、法律、あるいは就業規則、その他内部規則に沿って、細かな設問を設けております。一番後ろまでごらんいただきますと、全部で65の設問がございまして、それぞれについて、右側の欄にありますように、できている、できていない、あるいはそもそも役職上該当しない方もいらっしゃるのでは、その場合には該当なし、いずれかに印をつけるというやり方で自己点検をいたしました。

その上で、先ほどの資料の3ページに戻っていただきますけれども、私、コンプライアンスオフィサーによる面談ということで、役員、それから、部室長に対しまして面談をいたしまして、それぞれの部室の職員を含みます自己点検の状況についての面談をさせていただいた次第でございます。

その結果でございますが、3ページの一番下の箱のところの結果とございますけれども、一応、65の設問につきましては、全ての項目について適切に実施できているという自己点検の結果でございます。ただ、一方で、面談の中で、現場レベルから、さらに今後充実を図るために、もっとこういうことをやったほうがいいのではないかと御意見、アイデアもいただいております。1つは、定期的なコンプライアンスに関する研修会を開催してはどうか。それから、必ずしも規定の整備がされていない部分がありますので、そういった内部規定の整備を図った上で、現在の65問の設問に、さらに新たな設問も加えて、より実効性のある自己点検をしてはどうかというような提案がございました。

そこで、4ページをごらんいただきたいと思っておりますけれども、例えばということで、次回以降、自己点検をさらに追加する項目として例示を挙げさせていただいておりますが、1つがハラスメントに関する内容で、現在もパワハラ、それから、セクハラに関する設問があるのですが、それに加えて、例えば、1にありますように、ハラスメントの調査に協力した場合に、いかなる不利益も受けないことを知っていますかとか、それから、そもそも本人、あるいは関係者からハラスメントを受けた、あるいは受けたことを相談されたときに、その旨を相談したことがありますかという設問を加えてはどうか。

それから、ちょうどこの秋から、各企業でもストレスチェックが始まりましたけれども、現在の設問にはメンタルヘルスに関する設問はございませんでしたので、そういった設問も設けてはどうか。

それから、3番目の○でございますけれども、文書管理規程上、決裁文書については、それぞれの文書ごとに、どこまで、どういうルートで決裁をとるかということが決まっておりますが、そもそもそういったことを知っていますかという設問。

それから、その文書の管理につきましても、保存期間等が決まっているわけですが、そういった保存期間を守って、きちんとカテゴライズした上で文書の保存をしますかというような設問。

それから、4番目の○でございますが、昨今、情報セキュリティ関係が大変厳格化されておりますけれども、当法人におきましても、要機密情報を外に送信、あるいは運搬などする際に、一定の手続に沿って手続をしなければいけないことを知っていますかという設

問を設けてはどうかということでございます。

次に、調達に関する内容でございますけれども、私どもの法人におきましても、例えば、情報システムを含めまして、かなり大規模な調達がございます。そういった専門的な調達、いわゆる仕様書をつくって公募をするといった場合に、どうしても専門的な内容になるものですから、あらかじめ関係の事業者からいろいろお話を聞いた上で仕様書をつくることになるわけでございますが、それが意図してではなく、結果として特定の事業者には有利な仕様書になるリスクといったものもございますので、そういったものについては、RFI、リクエスト・フォー・インフォメーションという形で、幅広く公平に民間事業者から情報提供を受けて、その上で仕様書等の作成に入るといったような手続をとらなければいけないということも今後考えた上で、こういった設問を設けてはどうかということでございます。

最後に、研修ということで、今後、研修の機会も充実させていきたいと思っておりますけれども、そういった研修を受け、内容を理解することができたかという設問も加えてはどうかということでございます。

このような設問の充実、あるいは研修会の充実を今後図らせていただいて、今回の自己点検といったものをさらに意義のあるものにしていきたいと考えているところでございます。

私からは以上でございます。

○堀江議長 ありがとうございます。

では、ただいまの説明に対して、御意見、御質問等ありましたら、よろしく願いいたします。

○佐藤委員 質問というわけではないのですが、運用委員のコンプライアンスの話で、ほかの先生方からも似たような御意見が随分出たと伺っていますけれども、行動規範の中に運用委員も対象であると明示してありますし、我々もそれを十分遵守して行動しているつもりですので、その点も同時にお諮りいただきたいと考えています。何らかの形で確認したということがあると。

●三石審議役 この自己点検の65問の設問は、私ども役職員ということでございますので、仮に同じような自己点検を運用委員の先生方にもやっていただく場合には、設問数ももう少し割愛させていただくような、まさに運用委員に適用されるようなものになるかと思っておりますけれども、各先生方、それでよろしければ、準備をさせていただきたいと思っております。

○堀江議長 よろしいですね。

もう一点、私から、これはブリーフィング時にお願ひしたというか、質問したのですが、普通の事業法人でやっている内部監査的な、これは自己点検なので、そういうことについては、今、どういう感じで、ラインと外れたところでのチェックというのはどう考えておられますか。

●三石審議役 考え方といたしましては、私のコンプライアンスオフィサーの立場として、

自己点検、あるいは面談をさせていただくというのは、ある意味、予防的な仕組みでございまして、自己申告で出していたいただいたものについて面談させていただくということになるわけでございますけれども、監査室のほうは、実際にそこに書かれていることがきちんとなされているかどうかという事後チェック、これは監事と一緒にチェックをしていただくという仕組みで、そこは一応、役割を分けて考えているわけでございます、別途、監査室では、こういった自己点検項目も含めまして、業務全般について、場合によってはその方のところに行ったり、あるいは実際の机のところまで見たりするような形でチェックをするというような役割分担になるかなと思っております。

○堀江議長 監査室というのは、理事長の直轄のような、そういう組織になっているのですね。

●三石審議役 そうでございます。

○堀江議長 わかりました。

●三石審議役 もし何か補足があれば。

●北村運用管理室長 つい先ごろまで監査室長をやっていたもので申し上げますと、説明にありましたように、自己点検はやはり、どういうやり方をするかも含めて、執行とか、そういう形ではなくて、監査事後的にそれができているかということで、点検の後にフローとしてありまして、それをまた自己点検に生かしていくという形で、ほかの情報セキュリティとか、文書とかも点検・監査という流れになっているのですけれども、ほかのものについても、そのような流れでやっておりますので、本件についても、項目によりけりではありますけれども、監査できるものについては、そのような流れになろうかと思えます。

○堀江議長 大野委員。

○大野委員 研修会はとてもいいことであると思ひまして、我々の会社なども、年に一遍、大体11月から12月なのでございますけれども、決めて、結構な人と職場ごとに対話したり、そこで皆さんの考えていること、感じていることなどを出し合ってきて、そうすると、いろいろな課題とか、取り組むべき問題が出てきますので、ぜひ研修は定期的におやりになることをお勧めします。我々、もう15年ぐらい、こういうことをやっているのですけれども、この中で出ていないのですけれども、やっていくと、比較的出てくるのが、質問項目で言うと、19、20、21あたり、特に時間のところですね。残業ですとか、要するに時間管理の問題が我々の会社では結構出てきます。仕事は山谷があつて、残業もあるのかなと推測しているのですけれども、従業員の方の健康という観点から、この辺もぜひ注視して下さい。今回、時間管理について何か出ていますか。例えば、研修に行くので、いろいろな事前勉強しなければいけないと。こういうのは勤務なのか、勤務ではないかとか、そういう話が結構いろいろ出てきます。どうでしょう、何か出てきましたか。

●三石審議役 今回の面談を通じては、具体的に、この点について、もう少しルールを明らかにしてほしいとか、あるいは法人として考えてほしいというようなお話は出てはござ

いませんでしたが。

●井上管理部長 管理部長でございます。

時間外勤務につきましては、毎月の経営企画会議において報告を行っているところです。年間と毎月の計画の実績の範囲内におさめるためにサービス残業をしているのではないかとということも含めて検証し報告をしております。サービス残業とか、そういうことはないように、鋭意管理をしているところでございます。

○大野委員 職員の方の健康管理に絡むところなので、宜しくご対応をお願いします。

●水野理事（CIO） 行動規範にも入っておりますし。

○佐藤委員 研修ということに関して、大野委員に続いて一言だけお願い申し上げたいのですけれども、これも前職の経験なのですけれども、行動規範のときにも随分申し上げましたけれども、倫理規範というか、インテグリティというのが非常に重要で、1年の中で丸々1週間、インテグリティウイークに当てまして、明けても暮れても行動規範に関するこまです。こまも、それぞれのクラス別に分かれていて、職種別に分かれていて、この階層の人はこの分科会というか、研修は必ず受けてくださいということが事前にあらかじめ与えられて、出席が義務づけられて、出席もちゃんとログをとるようになっていすね。出席すると、ちゃんとサインをする。そういう形で徹底してインテグリティカルチャーを醸し出すという雰囲気でありましたので、ぜひ、そういうスピリットを取り入れていただけるといいかなと思っています。御検討いただければと思います。

●水野理事（CIO） もともと、その規範になるのは投資原則と行動規範だと思いますので、今度の新しいオフィスは、基本的に全てのミーティングルームと、あと、お客様の来られる入口にも、今はちょっと手づくり感満載ではありますが、もう少しきちんとした形で、常に目に見えるような形にしていこうと考えています。佐藤委員の前職ではおそらく、国籍も含め、ダイバーシティーが進んでおりますので、逆にそういうことをきちんとまとめてやらないと、なかなか行けないということだと思いますが、我々のところはまだ人数も少なく、コヒーシブ性の高い組織ですので、どこまでやるかということは、ちょっとインパクトが違うような気はしますけれども、重要性は十分認識しておりますので、折に触れて、普段から目に触れているとか、何かの研修を行うということではやっていくべきだと思っています。

○佐藤委員 特に、これからスタッフがふえていくことを考えると、一層、そういうのを定期的に義務づけるというのは重要だと思います。

○堀江議長 ほかにありませんね。では、委員にも適用していただくように考えていただくというのは、三石審議役をお願いしたいと思います。

では、我々も含めて、本日の議論を踏まえて、行動規範を遵守するというのをお願いしたいと思います。

合同会議はここまでということで、ここからは米澤先生、お願いします。

○米澤委員長 それでは、運用委員会を続行したいと思います。

まず最初に、委員限り3オルタナティブ資産に係る資産管理機関の選定（案）につきまして、事務局から説明をお願いしたいと思います。

なお、これは審議事項になっておりますので、よろしくお願いたします。

●北村運用管理室長 では、オルタナティブ資産に係る資産管理機関の選定（案）ということで、委員限り資料3と、各社の評価をしました個票を使って御説明いたしたいと思います。

では、まず、選定の趣旨ということで、平成26年度に実施した基本ポートフォリオの見直しで、オルタナティブ資産が投資対象と明確に位置づけられたことから、プラットフォームとしての資産管理機関が必要ということで公募、選定を行ったということでございまして、下にフローを書いておりますが、公募の際には運用委員会にもお諮りして、公募の方針等、審議していただいたということでございます。その後、法人において、第1次審査、書類審査を行いました。その後、ヒアリングということで第2次審査、そして第3次審査ということで、現地に行って、実際の状況を見ながらヒアリングをしたということでございます。

公募しましたところ、4社の御応募がありまして、そのまま第1次審査の書面審査に流れましたが、これについては4社全社通過という形で行ったのでございます。第2次審査で資産管理能力についてヒアリングを行ったのですが、ここで2社通過という扱いとなりまして、今、第3次審査の結果を取りまとめましたので、この結果について、今回御審議いただくということでございます。

2ページをごらんください。審査の概要ということで、ここから順を追って御説明したいと思います。

第1次審査、書面審査でございましたが、このときの審査は応募資格要件を審査いたしました。ここに5つ書かれておりますが、信託業の認可を受けていること。それから、うちのお仕事をやっていただくに当たり必要な契約が可能なこと。3つ目が、うちの規模で資産をお預けいたしますので、それなりのシステム投資も必要とか、体制も必要ということで、資産残高という視点から、全体で5兆円以上あること。それから、コンプライアンスの観点から、過去3年以内に著しく不適當な行為をしていないこと。これは資産管理業務に限りますが。あとは、お預けいたしますので、信用リスクを見るという点で格付の要件を書類審査でやらせていただきました。

結果、8ページに一覧でまとめてありますけれども、応募のあったA社、B社、C社とも、応募資格要件を満たすということで、このまま2次審査に流れたという形になっております。

2次審査でございまして、第1次審査を通過した4信託銀行に対して、資産管理能力を見たいということなのですが、7ページをごらんいただけますでしょうか。資料として業務方針をつけさせていただいておりますが、この評価項目が、資産管理機関の選定に当たっては6つございます。業務方針で定めてございます。組織・人材、業務体制、監査、資

産管理システム、グローバルカストディ、付加価値サービス、こちらを資産管理能力として見るようになっております。

3ページにお戻りください。①の評価の方法なのですが、これに当たっては、この6つを満遍なく見るということではなく、取り扱いに強弱をつけさせていただきまして、その理由としては、オルタナティブの場合、非定型業務が多いと。これは、決裁システムとかが整っていないということがありまして、出てくる書式も一定ではないとか、申し込み様式が一定でないとか、そういった非定式な業務が多くなりますので、やはり普通の資産以上に組織・人材、業務体制、システム面が重要であろうということで、こちらの3つについては、主要項目とさせていただいております。あと、もう一つ、付加価値サービスということで、付加価値というとアディショナルなことではあるのですが、オルタナティブの場合、運用管理者として、ファンドだけではなく、その下にある投資先についても、運用管理者として、そこはできる限り管理したいということがあって、ここについても今回の選定においては主要項目として扱うことにいたしました。

一方、監査とグローバルカストディなのですが、お申し込みがあったのが大手の信託銀行でしたから、監査について差別化を図ることは必要がないということで、一定のことはできているということで、ここについてはネガティブチェックのような扱いにさせていただきました。

それから、グローバルカストディですが、これも通常の資産のように取引が頻繁にあるわけではございませんので、かつ株式のように議決権行使の業務とか、それから、コーポレートアクションに対する対応とかいうのもございませんので、そういった点からもグローバルカストディの役割が小さいということで、こちらについても一定レベルであれば得点化する必要はなからうということで、監査とグローバルカストディについては、ネガティブチェックのような項目とさせていただいております。

4ページをごらんください。資産管理能力の評価ということなのですが、この点については、個票を使って第3次と一緒に説明させていただいたほうがよろしいかと思っておりますので、4ページの下の結果のところだけ見ていただきたいのですが、各社とも、監査、グローバルカストディについては、先ほど言ったネガティブチェックとしては特段の問題がなかったもので、組織・人材、業務体制、資産管理システム、付加価値サービスの各項目の点数を加えて4で割った数値を資産管理能力の評点といたしました。

3ページにお戻りください。総合評価の評価基準として、が優れているという評価になっておりまして、一応、が優位性が認められる評点となっております、

の2信託が通過、それに満たなかったところを不通過という扱いにいたしました。この理由としては、付加価値サービスのところでチェックをしたものでございます。

5ページをごらんください。第3次審査（案）です。今回、ここが審議していただく対象となる部分ですが、評価の方法ですが、現地ヒアリングに行って資産管理能力を見ましたけれども、項目としては第2次で見た項目と同じものを見ております。



それから、もう一つ、幾らでもお金が払えるというわけでもございませんので、資産管理手数料の評価をここで加えております。ただし、今回は、第2次のところでもお話をさせていただいたように、やはり質をよく見たいということがありまして、手数料についても、そんなに高くなければいいであろうということで、コンサルタントの調査等と比べて著しく高いと判断されなければ、資産管理能力のみで評価するという扱いにさせていただいております。

資産管理能力については、つけさせていただいている個票のほうをごらんいただけますでしょうか。いきなり3ページからで申しわけないのですが、C社、D社が、2次審査で付加価値サービスのところで不通過となった理由について述べさせていただきたいと思っております。

組織・人材、業務体制、資産管理システムについては、大手の信託銀行からの応募であったこともありまして、 という優位性のある評価をC社もD社もつけさせていただいております。実態的にもそのような状態を確認できております。しかし、付加価値サービスについては、ファンドの下の投資先レベルで法人としてはできるだけ見たいという要望があるのですが、それについて、御説明もあって、提案もあったのですが、実は実績は全くないということでしたので、実績がないところに対して、優れているという評価はなかなかできないということで、この時点で  という評価になりましたので、結果的にC社とD社については  となりましたので、 の優位性がある評価に届かずということで不通過とさせていただいております。

残ったのがA社とB社でございまして、こちらが3次審査の対象という形になっております。それぞれの項目で見ますと、A社のほうが、組織・人材、システム、付加価値サービスで  ということで、一番いい評点がついております。その理由なのですが、組織・人材のところを見ていただくと、上から4つの目のところで、現在、日本の信託銀行内にオルタナティブ資産単独の部署はないがと、これはA社だけではなく、B社もC社もD社もオルタナティブだけで資産管理のセクションをつくっているというのはないのですが、A社も同じ状態でございました。ただ、提案としては、グローバルに展開するグループ内のオルタナティブ資産管理の専門部署から経験豊富な方を連れていらして、リーダーとして転籍させて、専担チームを立ち上げると。将来型ではありますけれども、先端チームを立ち上げてくださるという御提案がありました。かつ、その方が海外、中国とかシンガポールで同じように立ち上げの経験があるということでしたので、その点をもって2次審査の段階で  をつけさせていただきました。

片やB社については、特段の御提案がございませんでしたので、 となっております。

3次審査において、一番下のところなのですが、リーダーの方にシンガポールからわざわざ起こしいたいて、面談をさせていただきました。そのときに、今後のチーム編成についてお話しさせていただきまして、これは実効性があるなということで、3次でも  評点にさせていただいております。

それから、資産管理システムについては、A社が となっておりまして、B社が となっております。これも組織・人材と似たような話なのですが、今はシステムはないのですが、グループ内で海外で使っているシステムを導入しますというお話をいただきました。そのことがありまして、2次のところで をつけさせていただいております。3次において、これについても、先ほどのリーダーの方に直接にそのシステムを使って操作していただいて、業務フローに沿って、こういうふうに仕事をやるのですということで御説明をいただきまして、例としては、ここに書かれているように、ファンドの報告とか、投資対象の情報をメールで受領したものをOCR技術で読み取って、手入力ではなく、機械で読み取って、それを後続の資産管理システムのほうに流していることが確認できまして、有用性のあるシステムだということが確認できましたので、こちらについても2次の 評点とさせていただいております。

片やBについては、特段の、オルタナティブだけのシステムという御提案はありませんで、かつ手入力ということが第3次審査では確認できております。こちらについても、そういう意味では を変える必要はなかろうということをごさいました。

それから、付加価値サービスですが、先ほどC社とD社は実績がないということで、2次のところで不通過とさせていただいたのですが、A社とB社については、実績は、それぞれグループ内との提携、それから、B社についても外部機関との提携という形ではありますが、実績はございました。ただし、A社については、国内資産、海外資産とも、両方について実績がある。ところが、B社については、国内については実績がないということで、 と、ここで差をつけさせていただきました。そして、第3次で何を確認できたかという、投資先のそれぞれのデータを、要するに、付加価値サービスで取ったデータが、次の信託会計システムに、A社については流れることが確認できたのですが、B社については、情報端末というのですけれども、情報が入っているものという形で、特段、信託会計システムには流れていないということで、やはりこちらについてもA社のほうが優位性があるということで、得点については変更する必要はないと判断させていただきました。

結果として、A社 、B社 という形になっております。5ページの一番下のところに一言で書かせていただいておりますが、資産管理能力の評価については、A社、B社とも、3次行ったのですけれども、特段変更を加える必要はなかったものと判断いたしました。

6ページをごらんください。先ほど3次のところで、資産管理手数料の評価がここで初めて入ってくるのですけれども、コンサルタントの調査費等と比べて著しく高いと判断されなければ、資産管理能力のみで見たいということなのですけれども、まず、コンサルタントが という数字を出してきております。

これと比べてどうかということで、A社、B社なのですけれども、2段書きにさせていただいているのが料率1のほうで、中期計画終わりの のところのフィーテーブルが

この数字です。それから、下の料率2のほうが、  
というところでフィー  
テーブルをつくったものです。提案に基づいて、うちのほうで計算したものです。コンサル  
タントに比べて、いずれにしても低くなっております。とした理由については、  
コンサルタントのデータが というのは全然想定されていなくて、 単位のも  
のというところだけ、それももっと小さいものもあったのですけれども、一番高い  
単位のところを抜いていただいてつくった数字がこれですので、それと比較すれば、それ  
なりの妥当性があるであろうということで、 と比べて著しく高くないと判断させていた  
だきました。

結果、資産管理能力だけで評価する形になりますので、先ほど言ったA社、B社  
ということで、A社のほうが優位性があると判断いたしまして、A社を選定したいと  
いう案で本日は御審議いただきたいと思っております。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問、まず、質問等がありましたら、最初に  
受け付けたいと思っておりますが、いかがでしょうか。

●水野理事 (CIO) 考えている間に一言申し上げます。今のA社、B社において、付加価値  
サービスのところで、ファンドの投資先のルックスルーの管理という話が出て、サービ  
スが受けられるというところが結果としては選ばれているのですけれども、念のために申  
し上げておきますが、現在のリミテッドパートナーシップへの投資が直接認められていな  
い状態におきましては、ファンドの上にさらに投資信託が載っていることになりますので、  
現実的にファンドの投資先のルックスルーで管理するということは、管理機関がサービ  
スをしていたとしても、現実的にはできないと思っております。なので、また後ほど宮崎参  
事官からお話があるかもしれませんが、今回の年金部会にも出ていますけれども、LPを認  
められる、認められないということに関しては、管理の意味合いでも実は違いがあるとい  
うことですので、今回、そういうサービス先を一応、認められると期待して選んでおりま  
すが、現時点では意味がないということは申し添えたいと思っております。

○米澤委員長 わかりました。

いかがでしょうか。特に質問等がなければ、御提案がありましたA社とB社に関しまし  
ては、A社のほうを選びたいということに関しまして、御意見ないしは何か質問ありまし  
たら承りたいと思っておりますが、いかがでしょうか。

では、佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 基礎的な質問1つと、それから、コメントが1つなのですけれども、質問は、  
このA社の先端のリーダーの方は、シンガポールから日本に来て、ずっとこれに携わると  
いうか、あるいはシンガポールとの間を往復するののか。

●北村運用管理室長 転籍はしていただけると聞いています。

○佐藤委員 ああ、そうなのですか。わかりました。

それから、コメントというか、1つ、印象なののですけれども、A社とA社以外との間が

相当開いていて、逆に言うと、A社以外、GPIFとしてのお眼鏡にかなうような先は今のところ育ってきていないと。それだけ層が薄いということをお話しているのかなと。

○米澤委員長 そうですね。前例がないという感じですね。

○佐藤委員 ということですね。そうすると、課題は恐らく2つあって、B社がいかにA社に近いレベルまで、今、不足している部分、付加価値サービスの部分とか、  
ついているところがどれだけ 上げますというコミットをしてもらえるのかということと、それから、そういう状況であればなおさらのこと、オルタナティブの資産の積み上げということに関しては、やはり様子を見ながらコーシャスにということになるのかとも思ったのですが、その辺はいかがですか。

●水野理事 (CIO) では、私がお答えします。おっしゃるとおりで、A社とそれ以外にかなり開きがございます。日本のオルタナティブの投資はまだ歴史が浅いこともありまして、これだけの大規模の顧客で受けた経験があるところが、正直、ないと。海外ではあるので、そういうところでの経験を積んだところでなければならなかったということなのだろうと思います。ただ、A、B、C、Dの中で、今回、A社を選ばせていただくということによろしければ、A社を選びますので、A社の経験値に関しましては、実は先ほどのシンガポールから転籍、転籍といってもフルタイムで日本にいるかはわかりませんが、その本人が、我々とも交流のあります有名な公的年金のオルタナティブのバックオフィスの立ち上げを担当した人物だということで、そちらのファンドのCIOにも直接、レピテーションを確認して、正直、自分のところの担当をずっとやってほしかったと言われましたぐらいでしたので、間違いなからうと。そういう確認をしておりますので、A社に任せている限りにおいては、かなり安心感はあるのではないかと考えています。なので、積み上げは、これは管理機関ですので、A社が余りうまくできないようであれば、考えなければなりませんけれども、レピテーションで言えば、問題なく管理できるのではないかと考えております。

○米澤委員長 よろしいですか。ほかに御意見。

○堀江委員長代理 これからふえるでしょう。隣もやり始めていると聞いていますが、ニーズがもうちょっと今後ふえたら、佐藤委員がおっしゃったように、B社ももうちょっと本腰入れて改善してくるかもしれない。

○佐藤委員 逆に言えば、その辺の底上げができないと、A社しか頼りにならないという状況だと、その後、続かないという感じがしますね。

●水野理事 (CIO) おっしゃるとおりです。全てのかかわりのある業種は、委託機関も管理機関も含めて、常に何社の中からどれを選ぼうかという状態になっているのが健全な姿だと思いますので、業界のほうも頑張ってくださいと思っています。

○米澤委員長 それでは、大体、皆さんの意見も出尽くしたようですので、評価点の高かったA社を選定するということがよろしいでしょうか。では、そのように決めさせていただきます。

参考までに、A社のお名前を出していいですね。御紹介いただけますか。

●三谷理事長 これでもう了承いただいたということですから、近々公開しますので、結構です。ステート・ストリート信託銀行です。

○米澤委員長 ありがとうございます。

それでは、引き続きの審議事項でございまして、これは前回からの懸案で、マネジャー・エントリー制についてです。委員限り4「マネジャー・エントリー制の導入の考え方（修正版）（案）」に関しまして、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●森投資戦略部企画役 では、私から説明をさせていただきます。

委員限り4をごらんいただきたいと思います。前回の資料を修正してございます。赤いところが修正点でございます。

1ページでございますけれども、背景の一番下に注書きをつけ加えさせていただいております。

なお、これまで、特に株式において、超過収益が想定どおり獲得できていないことを踏まえ、各資産クラスごとに、マネジャー・エントリー制の実施に当たり、選定方法等を再点検することについて、お約束をしたいと思います。

続きまして、2ページでございますけれども、こちらは修正点はございません。

次に、3ページでございますけれども、4. 導入の課題と対応のところ1つ追加をさせていただきます。⑤としまして、現在のように一斉に評価をしまして、上位から選定するという方法に比べて、マネジャー・エントリー制というのは何を基準に選んだのかわかりにくくなってしまっているのではないかと御指摘があったかと思っております。

これについての対応方法を考えたところでございますけれども、まず、既存の運用受託機関につきましては、毎年、総合評価で継続の可否を評価するわけでございますけれども、マネジャー・エントリーの応募ファンドを選定するときでございますが、評価自体は絶対評価を行うのですけれども、同じ運用スタイルの既存の運用受託機関があるときには、その既存の受託機関との間で相対評価をあわせてすることによりまして、現在のよい面も残せるのではないかと考えておるところでございます。再掲でございますけれども、受託機関の構成の検証は定期的実施しようと考えております。

続きまして、4ページ、運用委員会によるモニタリング体制（案）でございまして。前回の議論を踏まえまして、運用委員会にふさわしい、内容の濃い、実質的な議論ができるように案を考えまして、一つ示させていただいております。全体像でございますけれども、まず、①としまして、マネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方を審議いただく段階。それから、マネジャー・エントリーの応募ファンドの中から個別の運用機関を選定する段階。それから、今回、新たな提案になるわけでございますけれども、ストラクチャーの状況につきまして定期報告をする段階と、こういう3段階を考えたところでございます。

まず、①のマネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方でございますけれども、こちらは、マネジャー・ストラクチャーの枠組みの変更ですとか、新しい運用手法、例えば、

前回の外債であれば、ハイイールド債に取り組むのかどうか、あるいはエマージング債に取り組むのかどうか、こういったことにつきまして事前審議をいただこうということがございます。これは、個々の運用機関の選定よりも、マネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方に運用委員会としては関与するほうが適切なのではないだろうかという考え方に基づいておることでございます。

この①の審議を前提にいたしまして、②でございますけれども、3次審査までを一括して事後報告にしたらどうだろうかということもございます。個別の運用機関の選定過程につきましては、①の事前審議をされました方針に沿っているか、こういうことにつきまして事後点検をしていただきまして、問題があれば、次回以降の選定に生かしていくということで、適切にモニタリングがされるのではないかとという考え方に基づいてございます。

③でございますけれども、今回、定期報告ということを書かさせていただいております。こちらは四半期ごと、3カ月ごとに行ってはどうかということもございます。具体的なストラクチャー、例えば、イメージでございますけれども、運用スタイルごとの残高であるとか、あるいはパフォーマンスの状況、そういったことにつきまして、3カ月置きに運用委員会がモニタリングをしていただくことが適切ではないかとということもございます。

こういった3段階のモニタリング体制を構築することによりまして、マネジャー・エントリー制の導入の一番の狙いがございます新しい運用機関の弾力的な採用ということを実現しながら、運用委員会としまして、継続的に自主的な議論をしていただきまして、また、個々の選定の点検もしっかりしていただくことができるのではないかと考えておるところでございます。

続きまして、5ページを見ていただきたいと思います。マネジャー・エントリー制の導入をしてもよいとなったことを前提としての今後のことにつきまして、執行部のスケジュール感をお話をさせていただきたいと思っております。6番のマネジャー・エントリー制を実施する場合がございますが、法人の体制が整うまでの間は、マネジャー・エントリー制に関するデータの整理などの支援業務を外部に委託したいと考えてございまして、取り急ぎ委託先の公募を実施したいと考えてございます。

委託の内容でございますけれども、応募ファンドの運用実績のデータ、それから、定性情報の管理、それから、応募ファンドの評価もしていただきまして、スクリーニングなどに活用したいということもございます。

それから、②の運用受託機関、応募ファンド、さらにはその他の運用機関、そういったところの比較のデータを作成していただくということもございます。

3つ目といたしまして、当法人のマネジャー・ストラクチャーのリスク分析もしていただいたらどうかと考えております。

こういった委託先の公募をまず実施したいということもございます。

これを踏まえまして、次の7番でございますけれども、12月中に、できれば支援業務の

委託先の公募を開始したいと思います。できるだけ早く委託先の決定をいたしまして、できれば3月ごろの運用委員会では、外国株式のマネジャー・エントリーの公募について御審議をいただけたらと思っております。その後、マネジャー・エントリーの公募を開始いたしまして、これは大体1カ月程度で一たん締め切りをさせていただく。その後、応募ファンドのデータの整理をいたしまして、7月ごろには運用委員会に対しまして、外国株式のマネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方、先ほどのモニタリング体制で言う①に当たるものでございますけれども、これについて審議をいただけたらと思っております。そこで了承いただけましたら、その後、先ほどの3段階のフローに入っていくことを考えてお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が、いかがでしょうか。これは前回に引き続いて、このような格好でもって、かなり具体的に提案されたわけですが。

堀江委員、どうぞ。

○堀江委員長代理 前回の運用委員会での議論を受けて、その内容がかなり考慮されているのではないかなと思っております。5ページ目も、こういう形で、中だけではなくて、実際、データベースをそろえて、かなり幅広い、マネジャーについてよく知っておられるところを活用して、マネジャー・ストラクチャーの段階から、どの辺のゾーンの人がどのぐらいいるのかということも考えながらマネジャー・ストラクチャーを考えていくということだと思いますので、多分、このようなプロセスであれば、将来において、これまでよりも改善するプロセスになるとの期待が持てると思います。

3ページだけ確認させていただきたい点があります。(5)で、選定のやり方についての申請等が入るのではないかとということで、こういうふうには回答していただいているのですが、1点追加していただきたいのは、わかりにくくなるかもしれませんが、この観点だけではなく、例えば、リターンがほかよりも若干劣っていても、今回、外債でやったように、全体の相関等も含めて、そのマネジャーを入れたほうが良いケースがあるわけです。そういう観点も追加しておいたほうが良いのではないかと。それは、何でこのリターン低いところに入れたのですかと、いやいや、これは部分最適をやっているのではなくて、全体最適としてのリスク・リターン・プロファイルを改善するためにこっちに入れたほうが良いというような説明をするためには、この説明だけだと、そういうことを突っ込まれやすいので、それを追加しておいたほうが良いのではないかと思います。だから、全体のマネジャー・ストラクチャーも考慮した上で入れておいたほうが良いのではないかと思います。

○米澤委員長 どうぞ。

●水野理事 (CIO) ありがとうございます。

整理された等々、御評価いただきましてありがとうございます。最後の点に関しまして

は、これをこのまま外に出すわけではないので、以前からの堀江委員の御指摘も含め、運用委員会との適切なコミュニケーションをこれを機会に強化していこうということでありまして、前回も私、発言したと思いますが、最適化することによって、外から見ると、いいところが落ちたり、一見よさそうな数字が出ているところが落ちたり、一見悪いところが入ったりということが起きると思いますので、そういう意味では、私どもも、全体の最適化やポートフォリオのマネジメントに、ある程度の知見と自信を持って決めていくことが重要でありまして、決めた以上は、そのコミュニケーションも当然のように行うということかと思えます。これは、繰り返しになりますが、外に出すものではありませんので、今のやりとりしたようなことをどうやって外に出していくか、これはPRの観点からも少し考えさせていただきたいと思えます。

○米澤委員長 菅家委員、どうぞ。

○菅家委員 前回出された資料の中で、案の2、イメージというのがあって、個々の運用機関ごとの総合評価と、実際の収益率の評価があったのですが、これを見ていて思ったのは、総合評価が高ければ必ずパフォーマンスがいいということには、結果としてならない場合もあるということなのだと思うのですね。もっと言えば、きょうも、この前の議題で、機関の選定について提案があって、了承されましたけれども、これまでもそういう機会が何度かあったわけです。評価基準があって、GPIFの職員がそれに基づいて評価をして、実際に現地を訪れて、さまざまなヒアリングを行って、総合評価の点数をつけるわけですね。それについて、我々は、そうだろうかと、何らかの注文とか疑義を挟むということは現実的にはないではないですか。何が言いたいかという、要するに、そういう今までの評価のやり方が、確かに事前の部分というのは大きいわけでありましてけれども、結果と必ずしも密接にリンクするというということでもないわけです。したがって、評価のやり方について、さらに精度を上げていくような、事前事後は置いておいて、何かそういう工夫を考えなければいけないのではないのでしょうかというのが1点目です。

その観点からすると、今回の新しいやり方に変えたいという目的なのではけれども、本当のところは一体どこなのですかというところが余り、文章上は出てきていないではないですか。パフォーマンスを全体として上げるためには、今のやり方だと少し硬直的過ぎますよということで、したがって、個々の運用機関の選定に当たって、より成績を高められるような構造に変えていきたいというのが本当の目的なのです。本当というか、要するに、狙いなのですよということについては、もう少しクリアに本音を述べたほうがよろしいのではないのでしょうかというのが2つ目であります。

3つ目は、さはされど、現行の中期計画があって、このプロセスにかかわる考え方は明文化されているわけではないですか。前回の資料の中でその抜粋が載ってございましたけれども、それに反することはできないわけではないですか。どんないいことであったとしてもね。ということで、今の中期計画に書いてあることと、今回提案されていることがそごを来さない、抵触しないということについて、きちんとした、有権解釈とまでは言いません



んけれども、その辺の説明を、事務局なり、あるいは法律に詳しい参事官からでも構わないのですけれども、問題なしということについて、運用委員会に対してきちんと説明してもらわないと、もしだめということだったら、中期計画を変えることにならざるを得ないわけですからね、どうしてもやりたいのだったらということになりますので、その辺はクリアにしておいてもよろしいのではないかと。

以上です。

○米澤委員長 水野理事。

●水野理事 (CIO) 最後の点、そもそも中期計画の整合性について、森と参事官がお答えになると思います。

●森投資戦略部企画役 私から御説明いたしますと、前回の資料には中期計画の抜粋が載っておったのですけれども、受託機関の選定については、例えば、選定過程や管理運用委託手数料の水準については、事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や、運用委員会から求めのあった事項については、適時に運用委員会に報告するなど、運用委員会による適切なモニタリングのもとでその透明性を確保するという文章が書かれております。

この部分の解釈なのですけれども、主語、述語みたいなことで言いますと、要するに、ここで求められているのは、運用受託機関の選定については、運用委員会による適切なモニタリングのもとでその透明性を確保するということをございまして、その間に書いてあることは、例えばということで、例示として挙げられているということをございます。したがって、このモニタリングの方法については、運用委員会がそれでよいと判断をいただけたら、こここのところはこの文章のままでも構わないと考えておるところをございます。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 参事官室ですけれども、ポイントは、適切なモニタリングかどうかということでありますので、運用委員会として、この内容から言っても、適切なモニタリングというのはきちんと果たされているということであれば、問題ないのではとっております。

○米澤委員長 その点はそういう解釈だということですが、それはそれとして、今回のそもそも論をもう少し。

●水野理事 (CIO) では、私からお答えいたします。本音とおっしゃいましたので、この中に、実際、今まで何年かに一度、一度にやるので、トランザクションコストがかかっていたとか、リザーブファンドの数が限られていて、ここはよくないから落としたいなと思ったときに変えられないとか、今まで、こういう悪い点がありましたという点で幾つかお話をしているわけですけれども、プラスアルファ、1ページ目の堀江委員の御指摘に従って、本来、これはマネジャー・エントリー制そのもののコメントではないと思うのですが、株式における超過収益が獲得できていないことを踏まえ、選定方法そのものを再点検すると今回入れさせていただいたのが、まさに菅家委員の御指摘のところをございまして、我々は過去、マネジャー・ストラクチャー、特に株式については、結果として、結果が出

せていないという事実がございます。ただ、今までは、3年なら3年をとりあえず任せておいて、よっぽど特別な評価にならない限りは金額を落とさず、いわゆる長期ということで様子を見てきたのですけれども、プラス現実的に選択肢がありませんでしたので、落としたり、変えるものもないという問題もございました。

なので、今回、こういう形でエントリー制にして、悪い、その悪いも私も2種類あると思っけていまして、我々の見立てが悪かった場合と、向こうが失敗している場合と2種類あると思うのですけれども、今まではそのところも明確ではなかったと私は思いますが、今後は、我々としても、これは見立てが悪かった、こういうところを気がつけなかった、あるいはマネジャー・ストラクチャーの段階で予想した経済環境と違っていたということも明確に議論する中で、議論しても、今の状況だと、入れかえるこまがないという状況です。そういう意味では、これをやることによって、明確に我々自身のフィードバックも行える状況になるということですので、そういう意味では、我々としても、時には恥ずかしい、思いどおりになりませんでしたという御報告をして入れかえさせてもらうことになることもしばしば出てくるのではないかと考えておりますけれども、運用はそういう繰り返しであろうと思っておりますので、そういう環境を整備させていただきたいということもでございます。

○米澤委員長 菅家委員、どうぞ。

○菅家委員 先ほども言いましたけれども、事前か事後かということが問題なのではなくて、要するに、適切なモニタリングになっているかどうか。まさにおっしゃったとおりだと思いますので、今回のやり方によって、その辺の精度を高めていくのだと、そういう検証になるような仕組みをぜひつくっていただきたい。

○米澤委員長 改めて言うと、基本的な考え方で、今までと同じでは今までと同じような結果しか予想できないということに関して、我々が何かコミットできるかということですね。そこまで行ったならば、それ以上のところで意見を出すようなノウハウは、少なくとも私は持っていませんので、②が適当かなということですね。とは言いながら、我々の責務としては、モニターしていくことが必要だということなので、先ほどの解釈も含めて抵触はしていないのかなということで、今まで以上に違った面で貢献できるとすれば、①のところでもって貢献しましょうということなのかなという感じですね。

●水野理事 (CIO) 追加になりますけれども、実は③も今まで行っておりませんので、モニタリングをよりよくしていくという意味におきましては、今回、③を加えているということになります。今までは、定期的には、年次でなければ、どういうところに通しているのかは皆さんもごらんになる機会がなかったのですが、これからは、例えば、総合型に何社でどのぐらい預けています、ハイイールドは何社で、残高はこのぐらいでありますというような形で、スナップショットでは定期的に見せていけるのではないかと思いますので、特に③のところは、逆に今まで運用委員会の方々にモニターしていただかなかったところを、今後はしていただくということですので、菅家委員の御指摘は我々は理解しております。

して、これによって不要な、意味のない審議時間を減らしつつ、意味のあるところは時間をかけて見ていただくという意識を持ってやっておりますので、私は多分、結果としては、このサイクルに入ったほうが、運用委員会の方々は、我々は何しているのか、よりわかりやすくなるのではないかと考えております。

○米澤委員長 ③を四半期ごとに出してくるとするのは、事務方は結構大変、事務方が大変なのか、ほかのところが大変なのかわからないけれども。

●水野理事 (CIO) 大変かもしれませんが、一応、四半期報告を出します。半年に1回でいいと言ってくだされれば、それだけ我々は手間が減るわけですが、一応、四半期報告を出しているのに、それ以上かなと思ひまして。

○堀江委員長代理 これは、資産クラスごとに出る感じではないのですか。例えば、カルパスの場合だと、資産クラスごとに、1年に1回ぐらいの感じなので、それぞれの資産クラスを全部四半期で聞いても、形骸化するのではないですか。

●水野理事 (CIO) では、半年に1度ということ。

○堀江委員長代理 聞いたところで、ふーんという感じですね。

●水野理事 (CIO) 唯一言えるのが、例えば、1のマネジャー・ストラクチャーでハイイールドをやらせていただきますという話をして、ハイイールドに関しては、当面とはいえ、10%ぐらいで抑え目に運用しますと言って、これでお見せしたら、ハイイールド30%になったらおかしいではないか、そういうモニタリングはできるかなと考えています。ただ、せっかくのお申し出ですので、半年に1度ということ。

○米澤委員長 せっかくのお申し出ですから。

●三谷理事長 実際にやってみて、頻繁に過ぎて大変だということであれば、多少回数は減らすかもしれませんけれども。

○堀江委員長代理 それよりも、何度も申し上げているように、菅家委員もおっしゃったように、運用委員会はモニタリングの機能を持つと理解していますが、ちゃんとしたプロセスをモニタリングしたいと思います。ちゃんとしたプロセスというのは、これまでのやり方で成果が出なかったところが、このマネジャー・ストラクチャーの考え方だと改善されているということを確認した上で、その後、定期的にチェックがかかるという形です。今回、大きくプロセスを変えようとしています。まず、その内容の確認を私はちゃんとしたと思っています。それで何度も何度も申し上げていますけれども、今回のやり方では、これまでこういう点がよくなかったと思うが、そこについての改善がこの中で入っていかずとか、それが委員の中で共有されていないと、今回のやり方は前回のやり方よりもよくなったのだなということが確認できないと思います。従って、何度も申し上げて申しわけないのですけれども、これまでのやり方のどこがいけなかったのか、なぜ成果が出なかったのか、クリアにしてから、この中でもいいですけれども、そこが何回言っても出てこないではないですか。

○米澤委員長 やはり①。

○堀江委員長代理　ですから、①の中で。

●水野理事（CIO）　そこをお答えしたつもりだったのですけれども、今後は、逆にここは我々の見込み違いだったみたいなこととか、そういうこともフィードバックとしてお出しします。

○堀江委員長代理　それはわかるのですよ。これまでの見込み違いがもう10年あるわけでしょう。これまでの見込み違いについて、まず明確にしたほうがいいのではないですか。

●水野理事（CIO）　それはそんなに単純なものではなくて、当たった年もあると思いますので、私がやったわけではないのですけれども、ちょっとそこはアンフェアかなと思います。

2つありまして、1つはマネジャー・ストラクチャーそのものです。どういうものにどれだけ入れるか、アクティブ、パッシブの割合とか、ここについての議論は①でやらせていただきますので、今までそのバランスがよかったのか、悪かったのかの議論をします。

もう一つは、先ほど私がマネジャー・ストラクチャーのペーパーに入るのがふさわしいかどうかわかりませんがと申し上げた1ページ目の※、ずっと堀江委員から御指摘いただいている、そもそも我々のマネジャー・セレクションのところでのクライテリア等々が、現在、最適なものなのかどうかということについては、継続的に見直していくということなのだろうと思いますので、堀江委員に言わせると、今まで成果が出ていないのではないかと、であれば変えろということかと思えますけれども、成果が全部で出ていなくても、全てが間違っているとは限りませんので、1つ1つ、どういうふうにするか見直しを行いますし、あと、今回、実務上の要請もありまして、マネジャー・エントリーの第1次スクリーニングのところを外部のコンサルを入れることになりましたので、これと同時にマネジャー・ストラクチャーのリスク分析等もやってもらいますから、今のところ、どう考えているかという、コンサルに応募してきたファンド、例えば、A、B、C、Dとつけてもらって、Dは論外だと。Cは断るほどではないけれども、当面、すぐ見るような先ではないと。AとBについては対象に値するという事になって、例えば、ある戦略を選ぶときに、Aが20も30もあれば、Aだけの中から選べばいいし、Aが5しかなければAとBみたいな感じでやっていくので、その中において、コンサルがどういう目線で評価をしているかということもついでに学習効果もあるのではないかと考えておりますので、今の堀江委員の御指摘の、そもそもセレクションのところでの我々の見立て等々に問題があるのではないかということは、フェアに申し上げて、いいところも悪いところもあるのだろうと思いますが、これをきっかけに全面的に見直したいと思っております。

○佐藤委員　自分の理解が正しいのかどうか、確認の意味で御質問させていただきたいのですけれども、5ページの今後のスケジュール（案）というところで、運用委員会が何をすることを求められているのかというので、3月にマネジャー・エントリーの公募について審議するというのと、それから、7月に基本的な考え方について審議するというのと、それから、もう一つ、委託先の公募というのがありますね。委託した先が、こういう資料

をまとめてくれるのだと思うのですけれども、その調査した結果はどういう形で運用委員会にフィードバックされてくるのか、そこのアナリシスが非常に重要で、恐らく最初の3月の段階は、そもそも公募に入る前に、こういう基準で公募したいのだけれども、どうですかという、それを議論するということなのですか。これは何が審議の対象に。

●森投資戦略部企画役 あくまでこの3月は公募要項を示しまして、多分、そこはこれぐらいの規模のところではないととか、あるいはこういうスタイルのところをとということを書いてあるものなのですから、そういうところを見ていただくということだと思います。

●水野理事（CIO） 7月は。

●森投資戦略部企画役 7月のほうは、①のマネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方というのを。

○佐藤委員 その段階で委託先が①②③という委託内容に沿ってまとめた内容もあわせて、いわばエッセンスを教えていただけるということによろしいわけですね。というのが重要なのです。③のマネジャー・ストラクチャーに関するリスク分析というところが、恐らく我々の一番関心のあるところだろうと思います。わかりました。

○米澤委員長 細部に関しては今回初めてですから、やってみて改善すべきところも出てきそうですね。ですから、きょうの段階で、幾つか細かいところでは意見いただいたのですが、大体、大きな流れとしてはよろしいでしょうか。事務局から我々に対しての見せ方などは少し工夫する余地があるということも含めて、大枠はこういう格好でもって進めていくということによろしいでしょうか。

武田委員、どうぞ。

○武田委員 1点目は、基本的には委員長がおっしゃったとおり、私もまずはこのやり方で進めてみて、どう変化していくのか確認していきたいと考えます。

2点目は、これはお願いですけれども、6番目のマネジャー・エントリー支援業務の委託先ですが、当然ながら中立性という観点も応募の際に気をつけていただきたいと思います。そもそもデータ分析自体が歪んでいると、判断を間違えますので、なるべく中立的な先を選んでいただきたいというのがお願いです。

○米澤委員長 ありがとうございます。

では、今、言った、附帯決議的な意見も含めまして、よろしいでしょうか。それでは、これは承認したということでもとめたいと思います。早速、今、言った、マネジャー・エントリー支援業務の委託先の公募の開始というのは始まるかと思しますので、ようやくスタート、キックオフになるかと思しますので、よろしく願いいたします。ありがとうございました。

それでは、以下、報告事項になります。リスク管理状況等ですね。資料1 委員限り参考及び委員限り5より、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●三石審議役 それでは、私から、まず、資料1、平成27年度の第2四半期の運用状況に

ついて御報告させていただきます。第2四半期ですので、ことしの7月から9月末までということでございます。従来、第2四半期のみの収益率、収益額をトップで掲げておったわけでございますけれども、今回については、より長期的な観点で御評価いただくということで、新たに、その右側でございますような、市場運用開始以降の平成13年度から、今回の第2四半期を含めた収益率、それから、収益額のほうは累積になりますが、これも合わせて御提示するという形でお見せをしております。平成27年度の第2四半期につきましては、ごらんのように、期間収益率としてはマイナス5.59%として、収益額としてはマイナス7兆8,899億円でございます。ちなみに、第2四半期までの累積の収益額につきましては、約45兆5,000億円でございます。

続いて、2ページでございますけれども、では、なぜそれがマイナスになったのかという、各市場の動きでございますけれども、国内債券につきましては、若干でございますが、債券価格は上昇という形でプラスになっております。

一方で、国内株式につきましては、御案内のように、8月中旬以降、中国人民銀行による人民元切り下げ、いわゆるチャイナショックによりまして、中国の景気減速懸念、あるいは米国の利上げタイミングの不透明感が高まったことなどから、大きく下落をしたということでございます。

一方で、外国債券でございますけれども、外国債券の債券価格自身は上昇いたしましたけれども、円高によりまして、円ベースの収益率は若干のマイナスとなっております。

最後に、外国株式でございますが、先ほどの国内株と同様、チャイナショックによりまして大きく下落したことに加えまして、円高によりマイナス幅が拡大をしたという状況でございます。

3ページには、それをグラフに示しておりますが、さらに、9月末ではなくて、10月末までここに表示されておりますが、10月末の時点では、特に内外株式を含めまして回復傾向にあるという状況でございます。

続いて4ページでございますけれども、各資産クラスごとの構成割合、この場合には、当法人が扱っている年金資金に加えて、年金特会が持っている積立金を合わせた積立金全体の資産構成割合でございますが、数字はごらんとおりでございます。基本ポートフォリオの数字が注2ということで下に書かれておりますけれども、国内債券に関して申し上げますと、基本ポートフォリオの中央値、35%に対しまして38.95%ということで、若干のオーバーウエイトとなっております。逆に他の3資産につきましては、ポートフォリオに比べましてアンダーウエイトになっているという状況でございます。

参考資料の1以降につきましては、それをさらに細かく分析したデータでございますけれども、時間の関係がございますので、説明は割愛をさせていただきます。

なお、今回の公表に当たりましては、ちょうど先週の月曜日、11月30日に厚労記者会のほうでさせていただきまして、通常ですと、それほどテレビカメラなども入らないのですが、今回は事前にかなりいろいろなところで議論がされていた、話題になっていた

ということもございまして、テレビ局は民放を含めまして全局来られていましたし、新聞社のほうも、主要紙プラス経済専門紙、ブルームバーグでありますとか、ウォールストリートジャーナルでありますとか、考えられるところはほぼ来ていたということで、私ども、部屋に入ったときには、かなり熱気あふれるような雰囲気のところでは記者会見をするという形でもございました。大体20分ちょっとの説明をさせていただいて、残り40分ぐらいを質疑応答という形で、全体で1時間でもございました。

これまでは一方的に配布資料を読み上げるということでもございましたけれども、特に長期運用の重要性については、国民の方々に直接、私どもの説明を聞いてほしいということもございまして、初めて動画配信をさせていただきました。今もホームページから 유튜브に移りまして、ユチューブで記者会見全体をごらんいただける形になっております。この委員会が始まる前に数字を確認しましたところ、説明編と質疑編と2つの動画がアップされておりました、延べにして約1,500件ということで、官邸も動画配信やっておりますけれども、公的なところとしては、まあまあの数字でございますけれども、さらにこれをもっとより多くの方々に見ていただくには、今、内部でも検討しておりますが、例えば、ツイッターなどで、そもそもそういった動画配信をしたということを幅広くつぶやくとか、それから、技術的なことでもございますけれども、今、ホームページからすぐに動画に飛ぶことができませんので、技術的なアクセシビリティみたいなものも改善するとか、いろいろな改善のやり方があるのかなと考えております。

状況については以上でございます。

○米澤委員長 続けてお願いします。

●五十里投資戦略部長 委員限り5で、10月のリスク管理状況について御報告をさせていただきます。

1枚めくっていただきまして1ページでございますけれども、先ほど審議役からお話ありましたように、10月、内外株式が上向きで回復しておりますので、一番右の欄をごらんいただきますと、国内株式で23.30、外国株式で23.13ということで、9月に比べて大分、基本ポートフォリオ、中心線には近づいてきているという状況でございます。

2ページ目をごらんいただきまして、年金積立金、年金特別会計も含めてですけれども、10月末で142兆8,800億円というレベルでございます。

次に、3ページ目をごらんいただきまして、内外株式、ウエイトがふえたということで、実績のポートフォリオの推定総リスク、Bでございますけれども、これもAの基本ポートフォリオに大分近づいたということで、その乖離がCでございますけれども、1%を下回るぐらいのレベルに、今、なっております。

4ページ目で、複合ベンチマークの要因分析でございます。10月の速報のところを見ていただきますと、内外株式、非常に好調だったわけでもございますけれども、やはりまだ中心線より下でもございまして、アンダーウエイトでもございますので、結果的に超過リターン自体は全体でマイナスの46ベースでございます。このほとんどが資産配分要因であるこ

とがごらんいただけるかと思えます。

ちょっと飛んでいただきまして8ページでございますけれども、これは今回初めておつけした資料でございます。先月に8月以降の世界同時株安の話を見せていただきました。そのときに、SVによってボラティリティーをモニタリングやっていると、こういう話をさせていただきますけれども、それに関する資料を今月以降、運用委員会にも御報告させていただきますということでおつけをいたしております。

8ページの一番右のところを見ていただきますと、10月以降、非常にボラティリティーが下がっているという状況がごらんいただけるかと思えます。これを見ていただきますと、2013年の4月からですので、2年半ぐらい期間をとって表示してございますけれども、今回の8月以降の世界同時株安、このレベルのボラティリティーは、この2年半余りで4回あったということで、実はそんなに目くじら立てて大騒ぎする話ではなくて、結構起こり得る話であるということの一つ申し上げたいことと、あと、右上の参考というところに、2003年4月以降の最大値ということで、これはリーマンショックのときに非常に大きくなったわけでございます。今の基本ポートフォリオにした形でボラティリティー、基本ポートフォリオの一番上ですけれども、計算すると、46.67%ということですので、そのレベルに比べれば、今のレベルが15%弱でございますので、それほど大したことはなかったのだということをお確認いただければということでございます。

あと、10ページをごらんいただきまして、上のほうに収益額でございますけれども、10月の速報でございますけれども、第2四半期、8兆円弱マイナスになったわけですが、6兆円、10月一月で取り返したということをお知らせいたします。

飛んでいただきまして、13ページでございます。これは市場運用分の超過収益率でございます。10月の数字でございますので、外債の部分、マネジャー・ストラクチャーを変えましたので、その部分を見ていただきますと、10月の段階で外債トータルで25ベースとなっております。

14ページをごらんいただきまして、超過収益率の要因分解を載せてございます。下の部分が外債でございますけれども、10月の1引く2のところ、25ベースでございますけれども、この25ベースを、一応、要因を2つに分けます。ファンド要因と書いてありますが、下にございます注1でございますけれども、個別のファンドとマネジャーベンチマークとの差というもの。その横にあります評価ベンチマーク要因等というのは、注2にございますように、マネジャーベンチマークと評価ベンチマーク、この場合、WGBIになりますけれども、それとの差ということで、この2つに分けて表示をさせていただきます。25ベースは、分けますと、ファンド要因で14ベース、評価ベンチの要因で9ベースと、こういうふうに一応、なっております。この点、御報告をさせていただきます。これについても、今後、報告をさせていただきたいと思っております。

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す。



それでは、今の点に関しまして、御質問とか、御意見等がありましたら、お願いしたいと思います。

清水委員、どうぞ。

○清水委員 新聞や週刊誌の報道で、この8兆円近いマイナスに対して、例えば、新聞にしても、週刊誌の見出しにしても、8兆円失ったと書かれる、あの意味がよくわからないのですが、しかし、ああいう書き方をされるというのは、やはり私たちの説明がうまく伝わっていないのかなというところがあると思うのですね。ユーチューブで配信などされていて、そういうところをきっちり書いてくれるニュースソースも若干増えてはきていますが、ああいう書き方をされ、なおかつギャンブルとか、ハイリスクですとか書かれると、国民の金融リテラシー全体としてもすごいマイナスの影響があるように思います。もう少しわかりやすい説明の仕方、何と言ったらいいいのか、私も難しいのですけれども、今後、もう少し考えていく必要があるのではないかという感じがいたします。

あと、きのうかおとといの新聞で、GPIFがすぐに個別株を買うみたいな報道になるということについても、ちょっとひど過ぎる書き方だなとつくづく思っているのですが、代表的な日本の経済紙に書かれたことに対して、いちいち目くじらを立てて訂正するというのも何かとは思いますが、しかし、どこかでは、そういったところに対して、ちゃんと誤解を解くような説明をきっちり加えるというのが重要ではないかと思えます。

あと、先ほどちょっと言い逃してしまっただけですが、マネジャー・エントリー制にしましても、12月に委託先の公募をなさるということで、そのときにどういう形で公募の御説明をなさるかということもあわせて考える必要があると思えます。なにしろ注目されているという点では、これまでの方法を変えてマネジャー・エントリー制にしますと言うと、またどう書かれるかわからないわけですよ。12月に予定されているということで、公募の文章をもう作られていらっしゃるのかもしれませんが、その点についても、慎重な文章の作成をされたほうがいいのではないかと思います。

○米澤委員長 では、理事長。

●三谷理事長 マスコミのいろいろな報道の仕方の問題なのですけれども、個別の記者と会ってみると、別にそんなひどいことを考えているわけではないのです。彼らはわかっているのです。ただし、記事にするときは、見出しがどう出るか、いかに公的なところ、政府なり、我々なりを攻撃するかということが、彼らの一つの大きなテーマになってしまっているということでもありますので、そこは正直言って、いかんともしがたいのです。個別の記者と話をすると、大体、皆さん、わかっているのです。一応、経済記者であれば、それなりの企業リテラシーもありますし、株価が短期間に10%ぐらい上がったたり下がったりということもちゃんと彼らは理解しています。しかも、これが永遠に取り戻せない損失ではないと、一種の含み損であるということもわかっているのです。ただ、どうやってもだめですね、そこは。数字でぱっと書いていこうというのが、読者の目を捉える一つの大きな要素になってしまっているということもあります。多分、我々が見ても、私が全然

関係なければ、8兆円損した、大変だと言われたら、ああ、そうだなと思うのだけれども、8兆円損したけれども、実は大したことないんだよと言うと、本当かなと、余りその記事を一生懸命読もうという気もしないのではないかという気もするのですけれども、マスコミの報道というのはそういうものですので、そこは半分はあきらめざるを得ない。いろいろ努力はしていますけれども。今回、ユーチューブを使って、実際に我々の発言を直接聞いてもらえるようにしたというのも一つの方法ではあるのですけれども、ただ、これも国民全員が見てくれるわけでは全くありません。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 理事長みずからおっしゃるのは難しいと思うので、私から申し上げますと、今回の記者会見、その後、取材に当たった人たちから話を聞くと、大変好評で、かなりわかりやすかったという話を聞きます。確かに大分刺激的な見出しのものもありましたけれども、丹念に記事の内容を見ますと、長期的に見るべきだというGPIFの御主張が入っていたりですとか、あるいは現時点で大分戻しているということなどが入っていたりということで、説明の仕方を工夫された成果が出たのかなと思っていますし、実際、複数名の方から、今回の記者会見はよかったという話を聞いています。ただ、いかにせん、見出しのところはまだ変わらないところもありますし、あと、朝刊なのか、夕刊なのか、日刊紙なのか、週刊誌なのかでも、随分スタンスが違うので、そこは引き続き説明を、厚生労働省のほうも、同じように長期投資の大切さとかを説明していきたいと思えます。

今週、先週も野党から同じようなことを聞かれて答えています。例えば、ユーチューブもやっていますので、官邸の指示で何かやったのだらうとか、損したからハイイールドに手を染めたのだらうとかいう指摘に対しては、「きちんとした説明をユーチューブのほうでござんください」、「そのような説明をGPIFがしているわけではありません」と説明させていただいていまして、これは地道にやっていくしかないかなと思っていますのでございます。

○米澤委員長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 雑感みたいなものなのですが、今回のユーチューブに掲載されたのは、何人かの有識者と言われる人のコメントを見たり、友人に聞くと、国民との直接的な対話のチャンネルがふえて、とてもいいのではないかと、ポジティブに受けとめている人が結構多かったですね。何を言わんとしているかという、有識者と見られる、発言権が高くて、なおかつメディアが記事にするときに、恐らくそういう人たちに意見を求めるだろうという人たちにGPIFのよき理解者になってもらうことが非常に重要で、国民全体相手とか、メディア全体相手に説得しようとしても、私は無理だろうと思っています。メディアが誰の意見を尊重して書いているのかとか、そういうところをうまくレバレッジして、そういう人に対するエデュケーション、あるいはリーチアウトしていくというのが、私は一番効果的なのではないかという気がしていますので、そのような努力もぜひお願いできればと思います。

○米澤委員長 水野理事、どうぞ。

●水野理事 (CIO) 理事長と宮崎参事官がおっしゃられたのですけれども、皆さん、大変忍耐力の強い方々で、私などは耐えられませんので、すぐ反論したくなるほうでございますが、まず、ヘッドラインリスクに関しては、我々も相当苦慮いたしまして、例えば、広報責任者が相当時間を取って記者に説明して、記者はわかりましたと言って帰っていったにもかかわらず、ヘッドラインはああなるということですので、そういう経験もあって、今回、少なくとも見たいと思っている人たちには見てもらえるようにということで、ユーチューブで出していますので、逆に我々の願いとしては、皆さんの中でどれだけユーチューブとかツイッターとかを使っているかわかりませんが、そういうところで見てくださいというのを皆さんに発信していただく必要があるので、まずは何よりもサポーターになっていただきたいのは運用委員の方々でありますというのが、まず1つ目のお願いなのです。

2つ目は、有識者もかなりアプローチしております。例えば、私の知っている人でも、ネガティブな発言で出たりすると、正直、直接問い合わせますけれども、そういう言い方をしていないというときもありますし、テレビの場合は編集でカットされたりもしておりますので、思っているほど、そのあたりのアプローチは、先ほどの理事長の記者はわかっているというのと同じで、有識者一人一人と話すともわかってもらえても、それがヘッドラインに反映されるかどうかはすごく難しいものですから、少なくとも、GPIFが説明する気がないという批判を過去にされてきたので、それはとにかく早急に払拭したいと思っております。ユーチューブ等で配信していることを、皆さんもぜひいろいろな方に知らせていただきたい。まずはそこかなと。説明する気がないと言われていたうちはだめだと思いませんので。

○米澤委員長 リスク資産のウエイトが高まったこともあるので、今後もこういうことは、ないことを願いますけれども、避けて通れないと思います。今回は大きな改善もありましたので、着実にやっていって、佐藤委員が言いましたけれども、全員に理解してもらうのははなから無理と、私の口から言うのもおかしいですけれども、もう少しターゲットを絞って有効にということなのかもしれません。それはGPIFでも広報の体制は今後準備されるわけですね。

●大江理事 広報のお話ですけれども、私どもも今後、広報につきましては、プロ職員の採用ということは引き続きやっておりますけれども、特に新しいメディア戦略、ユーチューブの使い方といった、逆に言うと、ユーチューブとかグーグルで検索したときに、うちがきっちり上位に出てくる方法も含めて、コンサルタントの支援を受けようということで、コンサルタントを公募しようかなということも考えておりますし、いずれ組織的にも、今はどちらかという、審議役とか、企画部長、課長が兼務でやっているような仕事を、広報室のような体制もしっかりつくって、専業でそこでやってもらうということも検討しておりますので、順々ですけれども、できるだけ早急にそういったところでキャッチアップ

して、さらに広報体制を強化していきたいと考えております。

○米澤委員長 ありがとうございます。

ということで、これはよろしいでしょうか。そうしましたらば、本日予定しておりました議事は終了いたしました。

若干時間の余裕がありますので、厚生労働省社会の保障審議会の年金部会でGPIFに関する議題が今後議論される予定になっておりますので、どのようなことが議論される予定なのか、簡単に参事官から御案内いただければと思っております。よろしく願いいたします。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 GPIFの改革につきましては、昨年10月から社会保障審議会年金部会で、特にガバナンスのあり方に焦点を当てて議論をいただいていた経緯がございました。ことしの1月23日の時点で、堀江委員も入っていただいた作業班でも御議論いただいたというところまで進んでございますが、今週12月8日に年金部会を再開いたしまして、GPIFの改革についての議論を再開させていただいたということでございます。

再開時、12月8日に御説明させていただきましたのは、従来からGPIFの改革につきましては、ガバナンスの改革と運用の見直しと両輪で進めていくということで説明をしてまいりました。今ある枠組みの中でできるところについては、基本ポートフォリオの見直し、そしてそれに合わせたガバナンスの強化などを含めまして、きちんとやってきたと。今後は、140兆円の年金積立金を扱っている世界最大規模の年金積立金運用機関として、真にふさわしいガバナンスのあり方、運用のあり方について御議論いただくということで、大きくその2つのテーマを提示をしたところでございます。

ガバナンスのあり方については、去年の議論の蓄積もありますので、合議体を導入するという方向性、あるいは意思決定、監督と執行を分離していくというような方向性については、おおむね合意ができているという状況でございましたので、さらに進んで、合議体の構成ですとか、合議制と執行機関のかかわり方ですとか、あるいは全体に対しての厚生労働大臣の責任、役割をどう考えるのかという点が今後、御議論になるのではないかと思っております。

運用のほうに関しましては、今、制度的にできるものを基本的に整理した上で、今後さらに議論となりますのは、現在、法制的に制約がかかっているところ、具体的には、例えばインハウス運用でどのようなものを対象にするのかという点です。現在、株式等のインハウス運用につきましては、GPIF法で制限をし、対象から除くという整理にしております。その辺の制約についてどう考えるのか。あるいは、オルタナティブ資産の直接投資、GPIF自身が保有するという仕組みもインハウス運用としてはできないという形になっております。これらについてどう考えるのかということで、論点を提示させていただきました。

今後は、年内、もう一回部会を開催できるのかなと思っております。日程調整しております。次回はガバナンスのあり方について、部会長から、より具体的な議論をしたいということで、もう少しイメージがわかるようなものを事務局で整理してという御指示があ

りましたので、そういうものを出して、ガバナンスのあり方について御議論いただこうと思っております。そうしたガバナンスのあり方にあわせて、先には運用のあり方についても御議論いただくことになると思います。それは年明けになろうかと思っております。12月8日の際にも、きちんと議論を尽くしましょうということでしたので、いつまでに議論を打ち切ってやるとかいうことではなくて、きちんと御議論いただいて、取りまとめをしたいと思っております。

成案がまとまったときに国会に法案を提出することを考えますと、一定の日程の制約も出てきますので、米澤委員と武田委員には、委員に入っているということで、大変厳しいというか、詰まった日程で日程調整をお願いすることになるかとも思うのですが、御協力いただいて、いただいた日程の中できちんと議論をしていきたいと思っ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。

この場では、これ以上議論する場ではないと思っておりますので、ここまでにしたいと思いますけれども、私と武田委員は委員ですし、それ以外にも、こちらの委員会の意見、ないしは組織の意見を求められる場合もあるかと思っておりますが、そのときは担当の方は正式にこちらの事情をお伝えいただければと私自身も思っております。よろしいですね。

それでは、事務局から連絡事項があれば、よろしく願いいたしたいと思っております。

●三石審議役 それでは、委員限りの3の別紙の②でございますけれども、冒頭申し上げさせていただきましたように、恐縮でございますが、回収をさせていただきますので、委員限り3の別紙②という、オルタナティブの資産管理機関の表のものです。それだけ机上に置いておいていただければと考えております。随行の皆様についても同様をお願いいたします。

それから、次回でございますけれども、第101回の運用委員会となりますが、来年の1月15日、金曜日15時から、今度は新しい事務所ということで、虎ノ門ヒルズで開催をいたしますので、よろしく願いいたします。入り方など、セキュリティーのチェックなどがございます。それも事前に御案内をさせていただきたいと思っておりますので、よろしく願いいたします。

○米澤委員長 では、どうも御苦労さまでした。