

運用委員会（第110回）・ガバナンス会議（第11回）合同会議 議事録

1. 日 時：平成28年10月20日（木）17:00～19:00

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：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・大野委員 ・加藤委員 ・佐藤委員
・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) 金融事業者からの研究助成等について
- (2) その他

「運用委員会」

- (1) 委託調査研究について
- (2) 国内債券総合評価について
- (3) その他

●三石審議役 それでは、ただいまより第110回運用委員会と第11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。

委員の出欠でございますけれども、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となっておりますので、運用委員会及びガバナンス会議については、成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。お手元の議事次第、座席図のほかに、委員限り1本日の議題。

委員限り2金融事業者からの研究助成等に関するルール化について（案）。

委員限り3保有銘柄開示による市場への影響に関する検証について。

委員限り参考1保有銘柄開示の影響分析結果（運用受託機関へのヒアリング結果）。

委員限り4平成28年度委託調査研究等の受託状況について。

委員限り5企業・アセットオーナーフォーラム。

委員限り6外国株式マネジャー・ストラクチャーの見直しについて。

委員限り7平成28年度国内債券運用受託機関の総合評価結果について。

委員限り8オルタナティブ資産に係る投資プログラムについて。

そして、最後に資料1平成27年度業務実績評価について。

資料 2 平成27事業年度業務実績評価書。

資料 3 平成27年度年金積立金の運用状況について。

以上でございます。よろしゅうございますでしょうか。

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いたします。以後の進行につきましては、清水ガバナンス会議議長をお願いいたします。

○清水議長 本日は、金融事業者からの研究助成等に関するルール化について、前回に引き続き御議論いただきたいと思います。前回の御議論では、金融事業者から個々の運用委員に対する研究助成等の状況については、運用委員会において必要な情報を共有してはどうかという意見が多かったと思いますが、それを踏まえて、事務局に、委員限り2金融事業者からの研究助成等に関するルール化について（案）を作成してもらいましたので、まずは事務局から御説明をお願いいたします。

●三石審議役 それでは、委員限り2の資料について御説明をさせていただきます。

ただいま清水議長からもお話ございましたように、前回のガバナンス会議におきまして、他の委員会の例を踏まえつつ御議論をいただいた結果、委員の皆様の最大公約数的な御意見といたしましては、枠囲いにございますように、定期的に各運用委員は金融事業者からの研究助成や寄附に関する情報について報告をしていただいて、運用委員会として共有してはどうかという御意見だったかと思えます。そこで、私どもで一つ、たたき台をつくらせていただきましたけれども、原子力規制委員会の例を参考にして、次のとおり取り扱ってはどうかということでございます。

まず、1番目といたしましては、運用委員の皆様方から金融事業者に関する寄附等の実態ということで、この場合の金融事業者の定義といたしましては、注1にございますように、銀行業、信託業、金融商品取引業、生命保険業その他の金融業（これらに類似し、又は密接に関連する事業を含む。）を行う者ということで、ちょうど6月に、顧問、あるいは評議員等の兼任を制約する運用委員会規則改正をしていただきましたけれども、そのときの金融事業者の定義をそのまま引っ張っているものでございます。こういった金融事業者からの、まず一つのケースとしては、1社1年度当たり50万円以上の報酬等を受領した場合。

そして、2番目といたしましては、個人の研究及び所属する研究室等に対する寄附を受けた場合。この場合でございますが、注2にございますように、特に大学の寄附講座などにおかれましては、寄附そのものは金融事業者から直接先生にというよりも、まずは大学、あるいは学部等に寄附がされて、その中の一部が個人の先生方に割り当てられて特定されると伺っております。したがって、寄附講座等の場合には、先生方に直接割り当てられたと特定される場合についての寄附を御報告いただいております。

そして、3番目といたしましては、委託請負事業、あるいは共同研究に関するもの。

この3つのケースの実態について、毎年1回、ちょうど行動規範の自己点検を運用委員

の先生方にもやっていただいておりますので、ことしであれば年末ごろに予定をしておりますが、その時期に合わせて運用委員会に御報告をいただいております。ということでございます。

なお、初めて委員になられる方、あるいは今回のように初めて申告いただく場合につきましては、1年間分という形ではなくて、直近の3年間分の報告をいただいております。ということでございます。その御報告いただいた内容について、委員会として情報を共有しております。ということでございます。

そして、2番目でございますけれども、特に審議の中立性、公正性に疑義を生じさせるおそれがあると考えられるような場合、例えば、その金融事業者の選定にかかわるような案件を運用委員会で審議するような場合には、運用委員会として必要な措置、例えば、関係する先生方の議決への参加について制約を加えるとか、そういった取り扱いについては、委員会として自主的に措置を講じていただいております。ということでございます。

今まで運用委員会で、例えば、受託運用機関などを御審議いただく場合には、A社、B社という形で固有名詞が出ておりませんでした。したがって、実際の運用上は、私も執行部で、各先生方がこういう金融事業者から寄附等をいただいていることを把握しておりますので、それにかかわるような案件の審議を運用委員会でする場合には、事務局からその旨、報告をさせていただいて、その上で、その先生の取り扱いを委員会として決めていただいております。この旨を運用委員会規則に規定して、対外的に明示していただいております。ということでございます。

具体的には、その次のページでございますけれども、今、申し上げたことを規則に落とし込みますと、新旧対照表になっておりますが、右側の現行の規定に対して、左側の改正案という形になります。

8条の4がこの6月に改めて新たに追加をさせていただいた金融事業者等の顧問等への就任の制限の規定でございますけれども、ここで金融事業者の定義をしておりますので、その定義をそのまま新たな8条の5に持ってまいりまして、8条の5でこの金融事業者からの寄附等の報告について規定をしております。8条の中身につきましては、先ほど申し上げたとおりでございます。

これを実際に運用委員会規則全体に落とし込みますと、4ページ以降に今回改正後の運用委員会規則（案）とございますけれども、該当の部分につきましては、6ページ、7ページとなります。

そして、今回、アンケートをとらせていただきましたけれども、8ページでございますが、今度、アンケートを正式に、定期的な報告書の様式として定めると、このような形で、3つのケースについて御報告いただいております。ということでございます。

これを仮に12月に運用委員会の自己点検時に報告をいただくという形であれば、今度、正式にこの様式に沿って御報告をいただくという段取りになっております。

あと、参考でございますけれども、9ページ以降につきましては、前回、佐藤委員からCPPIBの場合には、ルールベースドというよりも、プリンシプルベースドの考え方であるということで御紹介ございましたので、私どもの仮訳という形で、該当する利益相反に関する部分だけ抜いて御紹介をさせていただいております。

そして、最後の14ページでございますけれども、こちらは、前回の他の委員会の例ということで、特に今回は真ん中の原子力規制委員会の例を踏まえて案をつくったものでございますので、これも御参考までにごらんいただければと思います。

私からは以上でございます。

○清水議長 ただいまの御説明につきまして、御意見、御質問などがありましたら、お願いいたします。

大野議員。

○大野議員 最後のところで、原子力規制委員会の例を参考にされたということなのですが、読んでいきますと、委員からの申告を公表すると書いてあります。今回どうされるのですか。運用委員会で開示して、公表はしないということなのでしょうか。

●三石審議役 最終的には委員会でお決めいただければと思いますけれども、私どもの事務局案をごらんいただくとおわかりのように、あくまでも運用委員会で必要な措置を講ずるということだとしますと、運用委員会で情報を共有していただければいいのかなということで、事務局の今の案としましては、特段ホームページ等の公表は考えておりません。

○大野議員 わかりました。もし聞かれた場合には口頭で開示されるわけですか。

●三石審議役 例えば、マスコミ等から。

○大野議員 そうです。

●三石審議役 私どもとしては、あくまでもこれは趣旨として、運用委員会のお決めになったルールとして、基本的には公表は予定していないということでございますけれども、例えば、いわゆる情報公開請求の手續にのっとってきた場合には、情報公開請求を拒絶する要件は幾つかございますので、そのどれに当てはまるかを吟味することになります。

○大野委員 個別判断ということですね。

●三石審議役 そういうことですね。

○大野議員 原則は運用委員会限りという理解でよいですね。

●三石審議役 はい。

○清水議長 ほかにございますか。佐藤議員、お願いします。

○佐藤議長代理 CPPIBの例を参考でつけていただいて、ありがとうございました。私も学ぶところが多くて、非常にいいモデルだなとは思っているのですが、1点コメントを差し上げたいと思います。

前回申し上げましたけれども、インテグリティという立場で見ると、基本的には金額の多寡ではない。ただ、50万円という金額を入れることに正面から反対するものではなくて、それはそれとして、1ページ目の2. ツのところに書いてある審議の中立性・公立性、あるいは委員の中立性・公立性というところに仮に疑念が生じた場合にどうするのかということだと思えるのですけれども、御提案いただいている内容だと、年1回の定期的報告、そのときに書いてあればいいのではないかという感じに読めるのですけれども、こういう疑念が生じる部分、それから、判断に迷うところ、グレーの部分が非常に多いと思うのですけれども、それは随時生じるわけですね。そうすると、年1回の報告のときだけで本当にいいのかという面があって、アクションとして一番大事なのは、そういう疑念が生じたときには速やかに運用委員会の委員長にとにかく届け出るというアクションが必要なのではないかと私は思っています、年1回の定期報告のときチェックするだけではなくて、もう少し機動的に対処できるように、メカニズムを内部でつくっておいたほうが、内部統制上はベターなのではないかなという印象を持ちました。

では、具体的に案文をどう修正したらいいのかということなのですけれども、余り知恵はないのですか、6ページ目の寄附等の報告の2で、前項の規定に基づく報告によりと書いてありますけれども、そこをもう少し随時対応できるように、例えば、これを落として、ただ単にそのほかと記載されたら、カバレッジが広がるのかなと感じた次第です。

以上です。

●三石審議役 事務局の案といたしましては、今回、アンケートもとらせていただきましたけれども、直近3年間といった場合には、平成26年度、平成27年度、平成28年度、大学の場合でしたら、今ぐらいの時期であれば、平成28年度、来年3月末までに寄附金等がどうなるか、大体わかっていらっしゃるということですので、平成28年度を含めて御報告をいただいて、来年12月に自己点検の際に、その1年間、すなわち新しい平成29年度について御報告をいただくということで考えておいたわけですが、細かく申し上げますと、その間に50万円を超える報酬等が突如発生した場合にはどうするのかという問題は確かにございますので、その点をさらにきめ細かくやっていくかどうかということかと思えます。もし御指示であれば、そのような形で8条の5を多少工夫させていただければと思います。

○清水議長 どうぞ。

●高橋理事長 委員限り2のペーパーの2. のところに書いてありますとおり、事務局といたしましても、各年度の報告と、その内容と関係なく、個々の議題で疑義がありそうだとということであれば、そのときまでにあつたら、自主的に御報告いただいてということをお勧めにこの規定をつくっておりますので、差し支えなければ、佐藤委員おっしゃるとおり、それを規定に落としたときに、確かに前項の規定に基づく報告によりと言うと、そればかりと読めますので、そこはそのとおりだと事務局では思っております。

○清水議長 それでは、そのあたりは若干修正していただくという形でもよろしいでしょ

うか。

○佐藤議長代理 お任せします。

○清水議長 そのほかの点につきまして、御意見はございますでしょうか。

それでは、本日いただいた御意見を踏まえ、特に前項の規定に基づくと特定してしまわないような、随時報告があった場合も含めるということで、事務局の案に一部の修正を行うことにさせていただきたいと思っております。修正内容につきましては、私と新井委員長に御一任いただきますようお願い申し上げます。それでよろしいでしょうか。

(はいと声あり)

○清水議長 それでは、運用委員会・ガバナンス合同会議はこれで終了いたします。

続きまして、運用委員会に移りたいと思っておりますので、新井委員長、お願いいたします。

○新井委員長 それでは、運用委員会を続行したいと思います。

まず初めに、委員限り3保有銘柄開示による市場への影響に関する検証について、事務局から御説明をお願いしたいと思います。

●青貝投資戦略部長 委員限り3を御説明いたします。

検証の目的でございますが、平成28年7月29日に、平成27年3月31日の個別銘柄を公表いたしました。その際、国内株の比率が高いということもありますので、実証的な検証を行って、次のステップとして、平成28年3月31日の公表に進んでいくことができるかについてあらかじめ調べるということで今回、検証を行わせていただきました。これから御説明いたしますが、結論といたしましては、今回の個別銘柄開示による影響は認められなかったと私どもとしては考えております。したがって、次の11月25日に平成28年3月31日の開示に向けて進めていけるものと考えております。

1 ページの下に、これから御説明する分析の枠組みについて簡単に御説明いたします。7月29日の場が引けた後に銘柄公表を行っております。したがって、実際の営業日が初めてスタートするのは8月1日でございます。この両側5営業日ずつをとりまして、これを分析期間としております。この間に異常があったかどうかということでございますが、異常のある、なしは、それに先立つ250営業日との関係で見て、異常の有無を検証したところでございます。

恐縮ですが、2ページをごらんください。図1は、TOPIXの日常の収益率でございます。過去250日を含むグラフをつけております。右側には図2ということで、若干、1標準偏差を超える日があったという結果になっておりますが、いずれも米国の経済統計の影響でございます。銘柄開示の影響とは考えられないと存じます。

2つ目でございますが、市場全体の売買高への影響でございます。図3でございますように、売買高の推移、いろいろな動きがあるわけでございますが、全体として見ますと、同様に個別銘柄開示の影響は認められないと考えているところでございます。

続きまして、3ページから、イベントスタディーということで、実際の個々の銘柄に関する分析の御説明に移らせていただきます。今回の銘柄分析の枠組みとしまして、当法人

がオーバーウエートしている、あるいはアンダーウエートしている銘柄を一定の考え方で抽出いたしました。

具体的に御確認いただきたいのですが、10ページをごらんください。表4でございしますが、これは当法人のウエートが個別銘柄で左から3列目にございます。その横にTOPIXの構成比が載っております。3列目、4列目、A引くBをした差し引きの数字をアクティブウエートと定義いたしまして、その大きい順に上位30銘柄、それから、下のほうに下位30銘柄を載せております。差でございますので、どうしても時価総額の大きい銘柄が出てまいります。

そういうこともございますので、恐縮ですが、11ページをごらんください。こちらには、標準化アクティブウエートと名前をつけさせていただきましたが、同じように当法人のウエートとTOPIXのウエートを掲載しておりますが、これを割算することで、時価の個々の銘柄の規模にかかわらず、アクティブウエートが高い、低いといった銘柄をそれぞれ上位30、下位30銘柄を抽出いたしました。

以上が今回計測するときの枠組みでございます。

恐縮でございしますが、4ページにお戻りください。上のほうに分析方法とございまして、例が出ておりますが、ファーマ・フレンチの方法にのっとりまして、Market、Value、Size、この3つの要素で回帰分析をいたしまして、その結果、理論値としての利回りを計算しております。それが実際のレートとどれぐらいの差があるかを比較したところでございします。

同じページの一番下に（例）とつけておりますが、このケースでは、理論値が0.28%のところ、実際にはマイナス1.65であった。そういった場合には、日次の差異はマイナス1.93%。これが統計的に見て少し異常な値なのかどうかと、こういった検証を行ってまいりました。

その結論が、恐縮でございしますが、5ページにお進みください。図8と図9をごらんください。図8は、先ほど10ページ、11ページで御説明いたしました、引き算をして、アクティブウエート、オーバー、アンダーを出した銘柄群が、横軸が開示日、8月1日をゼロ日としておりますが、その前後で、どういう異常なリターンがあったかを確認するグラフでございします。有意水準5%、上下に点線をつけております。これを下に突き抜ける、ないし上に突き抜けた場合には異常があるということになります。同じフォーマットで図9、標準化アクティブウエート、割り算をしたものも見ております。結論といたしましては、図8の開示日ゼロ、つまり8月1日のアクティブウエートのほうで、アンダーウエートのものに少し影響があったということが今回の分析結果でございしました。

その背景について御説明いたします。それが5ページの一番上のパラグラフに書かれております。3行目からでございしますが、御案内のとおり7月29日は日本銀行の金融政策決定会合があった、この影響があるのではないかとということ。それから、アンダーウエート30銘柄の中には、7月29日の取引終了後に決算発表があつて、その影響があつたのではないかと分析をいたしてしております。

ちなみに、5ページの注書きで、小さい字で恐縮でございますが、決算を迎えた銘柄を除外した場合には、統計的には異常なリターンといったものは確認されませんでした。

以上がアクティブウエートの高いもの、低いものをポートフォリオとしてまとめて分析をした枠組みで、私どもの分析結果としては、当法人の開示の影響は認められないと、こんなふうに分析をしているところでございます。

6ページにお進みください。これまではポートフォリオをつくり、30銘柄単位にまとめたものを分析したわけでございますが、同様に、個々のTOPIXの全銘柄について、それぞれ同じような手法で見た場合に、異常なリターンの銘柄がどれぐらいあったかという比率を示したものが表3でございます。7月29日、8月1日といった前後のところは10%台の少し高い値になっているところでございます。

この辺をさらに詳しく図でお示ししたものが7ページでございます。図10をごらんください。この図10は、先ほど11ページで御説明いたしました、標準化アクティブウエート、時価総額にかかわらずアクティブ、ウエートが高い、低いといったものを、この座標軸にそれぞれプロットするという形にしております。そして、各銘柄をプロットいたしまして、オーバーウエートのものは赤、アンダーウエートのものは青という形で表記したらどうなるかを示したものでございます。この銘柄の並び方につきましては、それぞれオーバー、アンダーの差が、お互い近接するもの同士の差が一番小さくなるように並べた場合にどうなるかを示したものでございます。

この絵をごらんいただいた上で、左に目を落としていただきまして、7月29日の実際の日次差異がどのようになっていたかを示したものでございます。繰り返しになりますが、この左下の絵におけるそれぞれの点は、冒頭申し上げましたプロット的位置から変わっておりませんので、同じ場所に同じ銘柄があるということでございます。この図柄を上と下で両方見比べていただきますと、この文様について、もし似たような文様が見えるのであれば、やはり全体として個別銘柄開示の影響があったという方向に判断が働くわけでございますが、ごらんとおり、文様の形が私どものアクティブウエートの高低を表現した絵柄とは違う形になっている。むしろ7月29日の右上、それから、左下といったところに濃い青、濃い赤が出ております。こちらにつきましては、先ほども御説明したことと重なりますが、まず、赤につきましては、日銀の政策決定会合においてマイナス金利の深掘りが行われなかったということのポジティブな影響が、金利感応度の高い金融セクターの一部見られたこと、それから、決算の銘柄について、逆にマイナスに働いたということでございます。8月1日も同じような影響が絵柄としては御確認いただけるかと思えます。

以上、御説明したとおりでございまして、個々の銘柄を見た場合にでも、当法人の影響といったものは確認できないと認識しているところでございます。

8ページをごらんください。最後に、統計的な分析としては、個別銘柄の売買高につきまして分析を行っております。ここでは、個別銘柄、今回の分析対象としております公表日前後5営業日の平均売買高と、それに先立つ20営業日の平均売買高を比べて、分析対象

期間にどれぐらい取引が大きくなったかを見たものでございます。それをここでは倍率と呼んでおります。

図12、図13をごらんください。まず、引き算で出すアクティブウエートのほうでございますけれども、確かにたくさん取引が膨らんでいる銘柄がございますが、当法人のアクティブウエートで、ゼロ%近辺のところが高くなっていることもございまして、当法人の影響ではないだろうと考えております。ちなみに、一番飛び上がっている数字は、やはり決算関連の銘柄でございました。

図13のほうでございますけれども、これは標準化アクティブウエートでございます。標準化アクティブウエートはゼロではなくて、少しマイナスのところたくさん飛び上がっているところがあり、細かく個別銘柄の説明を加えております。

いずれも決算ということでございます。この吹き出しをつけた5銘柄以外にも、すぐ下に幾つか、ほかの銘柄よりも少し売買高が大きい銘柄群があります。ただ、この銘柄群については、詳細を確認いたしました。約8割が決算間近ということでございました。

以上が売買高でございまして、この観点からも、個別銘柄開示の影響は認められなかったと、かように考えております。

続きまして、市場運用部のほうから、受託機関へのヒアリングの結果について御説明いただきたいと思います。

●陣場市場運用部長 それでは、続きまして、委員限り参考1、縦長の算定上のシートをごらんいただければと思います。こちらは、実際に銘柄をリサーチし、取引をしている運用機関の目から見て、この開示の影響があったか、なかったかを照会した結果をまとめたものでございます。

まず、1ページ目と2ページ目をごらんいただきますと、こちらはアクティブ・パッシブ、全社に対して、一般論として、この開示の影響がありやなしやという質問を投げかけたものでございます。結論的に申し上げますと、特段の影響はなかったと回答があったところでございます。

それから、1枚おめくりいただきまして3ページ目をごらんいただければと思います。こちらは、特にTOPIX以外の銘柄にフォーカスをして質問を投げかけたところでございます。私どものリサーチはTOPIXの銘柄に限られていること、それから、一部の経済団体の方から、東証一部の上場企業よりも、東証に上場していないような小さな企業ほど、こういう問題は深刻ではないかといったコメントが出されていたものですから、TOPIX以外の銘柄について何か影響はなかったですかということで、あえて特出しをして照会をしたものでございます。3ページを見ていただきますと、過半の会社は、そもそもTOPIX以外の銘柄は持っていないですという回答であったわけですが、一部、TOPIX以外の銘柄を保有している先についても、特段の影響はなかったという回答がまいていっているところがございます。

私からの説明は以上でございます。

●青貝投資戦略部長 最後に、恐縮でございますが、委員限り3の9ページにお戻りいた

だけですでしょうか。これから御議論いただく結果によるかとも存じますが、もしこの形でよろしいということであれば、ここにあります枠囲みの骨子について、11月25日の次回の保有銘柄開示に対応して公表を行いたいと考えております。

1つ目のところは事実関係、2つ目は市場全体への影響、3つ目は個別銘柄の影響の有無、そして最後に運用受託機関のヒアリング結果、この要旨を公表できればと考えております。

説明は以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がございましたら、お願いします。

○加藤委員 コメントです。今回は最初ということで、昨年の断面を出したということでしたので、余り影響がなかったということだったと思います。問題は次回の発表時で、変化が重要になるということだと思えます。今回はアクティブウエートでスクリーニングされて見ているわけですが、今回はアクティブウエートだけではなくて、アクティブウエートの変化について、ぜひ分析していただきたい。特に私が気にしているのが、GPIFの持ち分がゼロになってしまうような銘柄が起り得る。特に小さい銘柄で、今までは小さいがゆえに、その会社の時価総額の例えば3割をGPIFが持っていたのに、今度見たらゼロになっていたというものが起こる可能性は必ずしも低くないと思えます。そういったものに対するインパクトが出てくるのではないかとありますので、ぜひ次回は、その変化について慎重にモニターをしていただければと考えています。

以上です。

●青貝投資戦略部長 かしこまりました。

○新井委員長 ほかにいかがでしょうか。

それでは、続きまして、委員限り4 平成28年度委託調査研究等の受託状況について、事務局から説明をお願いいたします。

●五十里企画部長 では、委員限り4をごらんください。平成28年度委託調査研究等の受託状況についてということで報告をさせていただきます。

5月の運用委員会で平成28年度の調査研究計画を御報告させていただきましたけれども、その際に、今年度委託する3つの案件について、予算額とか、いろいろなものを教えていただきたいという話があったので、それ以降、公募いたしまして、公募案件3件について、委託先と金額が決まりましたので、御報告を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、1つ目が基本ポートフォリオの策定方法に関する調査研究で、ステート・ストリート・グローバル・マーケッツ証券株式会社に委託をすることになりました。研究目的に書いてございますけれども、オルタナティブ資産を考慮して基本ポートフォリオを作成する方法について、文献とか、海外年金へのヒアリング、こういったものを活用して調査をしていただくと、こういうことになってございます。履行期限は今年度末ということで、契約金額は1,399万2,000円でございます。

2つ目が各資産におけるファンド規模と超過収益獲得の関係についての調査研究で、これはラッセル・インベストメントにお願いをすることになりました。中身につきましては、当法人のような巨額な資産を運用する機関投資家が、どの資産において超過収益の獲得機会があるのか、1ファンド当たりの資産規模がどれぐらいが適正なのか、こういったことについて御報告をいただくことになってございます。履行期限は今年度末ということで、契約額なのですけれども、目的の下の方に書いてございます。対象資産については、伝統的4資産、かつ、それに加えて、地域別とかセクター別と幅広く分析をして報告をいただくと、こういうことになってございまして、2,700万円となっております。

裏を見ていただきまして、これは大学共同研究でございまして、世代重複モデルにおけるマクロ経済予測についての共同研究で、慶應義塾大学の北尾教授を主任研究員として実施をすることになってございます。やることにつきましては、人口構造の変化を取り込んだ世代重複モデルを使いまして、マクロ経済の予測の枠組み、手法、こういったものについて研究を行うことになってございます。大学共同研究でございまして、大体1年度当たり300万円という感じになってございまして、実施期間が来年度末までということで、2年計画となっております。契約額は600万円でございます。

以上でございます。

○新井委員長 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、お願いします。

○大野委員 どうもありがとうございました。こういう報告をいただくと内容がよくわかりますし、今回の3つの研究委託の内容につきましては、現状から見て、非常にいいポイントではないかと思えます。

そして、やはりお金を使っていきますので、透明性の向上を図る観点から、差し支えなければ、実際に報告書入手したときの報告内容の概要などを公表できればいいかなと思っておりますが、その辺はいかがでしょう。

●水野理事 公表ですか。こちらではなくて、一般に。

○大野委員 一般に、例えば、年次報告書に、こういう調査して、こうだったとか、そういうことも考えてもいいのではないかと思います。

●五十里企画部長 委託研究とか、大学共同研究が終わった場合には、運用委員会で、概要の形ですけれども、報告させていただくことになっています。それは運用委員会資料ということで公表させていただくことになっています。ただ、報告内容につきましては、ちょっと考えさせてください。

○大野委員 せっかくだいいテーマでおやりになっているし、いろいろなことを真剣に考えているわけで。あと、費用についてですが、年間予算に組み込まれているのですか。

●五十里企画部長 今年度の予算というのは、当初、ちゃんと定めておりまして、その範囲内でやっていくことにしています。

○大野委員 やられているということですね。わかりました。

○新井委員長 どうぞ。

○佐藤委員 これは行く行くはという話で、今すぐどうこうという話ではないのですけれども、せっかくこうしたアカデミックな切り口でGPIFのアセットアロケーションとか、アセットマネジメントについて研究するわけなので、この分野は恐らく、日本の金融学会とかファイナンス学会を見ても、余り開拓されている分野ではないのではないかと思いますけれども、例えば、学会で、せっかく調査研究をした結果について、何らかの形で発表して、つまり、何を言いたいかという、学会で発表すると必ずコメントがありますね、報告に対して。これだと調査研究で、それに対する、ほかの専門家からのコメントみたいなものが余り徴求できるチャンスがないのかなと思ひまして、行く行くはそういう機会を設けることをお考えになってもいいのではないかという気がいたしました。

●水野理事 ありがとうございます。

今の佐藤委員の御質問に関しましては、大学との共同研究は大学の先生側で学会の発表等を行われていると思いますので、そちらはそういう形で、研究者の方からの御意見とかを受けることになるのではないかと思いますけれども、調査研究のほうは割と実務的なこともありまして、今まではそういう形では発表しておりませんが、大野委員の御意見も同じ目的のことをおっしゃっているかなと思ひまして、ノルウェーなどは自分たちで調査研究したものを論文のような形で発表している。それは我々も勉強させていただいているのですが、GPIFもできれば業界をリードするような調査研究を行った場合は発表していくことも検討したいと思っています。

特に今回ですと、2つ目の各資産におけるファンド規模と超過収益の関係については、今のところ、まとまった研究がどうやら業界でも余りなされていない。特にGPIFのような規模で、いきなり超過収益が低減するのではないかという規模で預けているアセットオーナーは少ないこともありまして、今回、それなりに金額もかけて調査いたしますので、見つけたレポートで、業界にシェアしたほうがいいということは、どういう形で発表するかを検討させていただきたいと思ひます。

○大野委員 財産になりますね。ぜひ検討いただければと思ひます。

○新井委員長 お願いします。

○武田委員 御説明いただき、ありがとうございました。

共同研究の最後にOLGの話がございましたが、前回、社会保障審議会年金部会の下にあります専門委員会で経済予測の議論をしていた際にも、一度、このモデルの議論が出た経緯がございました。この結果がすぐに直接関係するということではないかもしれませんが、日本の年金財政は極めて重要なことですので、GPIFとして、この共同研究を行うことはいいと思ひますけれども、共同研究の結果がシェアされるとよいと思ひます。年金財政を考える上では実際の運用上難しい点などもあり、ほかの御意見の先生もいらっしやったので、議論をしていく際の一つの材料として捉えていければと思ひます。

○新井委員長 どうぞ。

●水野理事 ありがとうございます。

今の件につきましては、財政検証の数字を基本ポートに使っている中で、賃金上昇率の数字を手元に持っていないということは、さまざまな私どもの運用の局面で難しいチャレンジになっているという認識のもとで、今回、こういう研究を北尾先生が提案して下さったということでやらせていただいているので、もちろん我々の問題を解決するためでもあるのですけれども、そちらで使っていただくというのは構わないと思っております。

シェアしてほしいということにつきましては、今回の調査研究からは、例えば、3共済のようところが、我々の研究成果、あるいは調査研究のレポートにアクセスしたいという場合はアクセスできるような形でやろうと思っておりますので、我々が契約主ですけれども、モデルポートをシェアしている3共済については、こういう情報を得たいという場合には内容を開示できるような形に契約をしているはずですので、そういう形でできる限りのシェアはできるところは広げていきたいなと思っております。

○新井委員長 清水さん、よろしいですか。

○清水委員長代理 今の武田委員とほぼ似たような意見ですが、3番目の共同研究の成果が公表されてこそ、恐らく、こういった金額をかけてやるべきものであると考えますので、ぜひ公表していただきたいというのが1つ。それから、瑣末なことで申しわけないですが、私も自分が研究者の立場から考えますと、かなり高額な金額ですので、差し支えなければ、お1人でやられるのか、ほかにもいろいろなスタッフがいてやられるのか、あるいは経費として領収書を出していただいた形でこの金額をお払いになるのかとか、そういうことは確認させていただきたいと思いました。

●五十里企画部長 研究体制につきましては、慶應の経済学部の北尾先生を主任研究員として、慶應から何人か参加されることと、共同研究でございますので、法人からも何人か参加をさせていただくということで、そういう体制で研究していくということになってございます。

あと、後段の、領収書ですか。

○清水委員長代理 私たちが科研費を使う場合には、それに対しては全て、何に使ったかという、謝金なり、会議費なり、データ費なり、出張費なりと、それぞれ詳細に処理しています。細かいことですが、GPIFの委託研究の場合、それに関する領収書なり、そういった会計の、どうやって使ったかというのは、どういう決め方をされているのかなどというのは、実は重要ではないかと思って聞かせていただきました。

●五十里企画部長 領収書はいただいております。

○清水委員長代理 成果に対してお支払いするというので全然構わないと思うのですが、内訳としては、特にそういうのは考えていらっしゃるということですか。

●五十里企画部長 そうということですか。

○清水委員長代理 そのあたりはちゃんとクリアにしておいたほうが良いと思います。

○佐藤委員 大学の先生は、科研費取るのはすごく大変なのですね。事細かに、ここまで

必要なのか、これでもかというぐらい、内訳をたくさん出さないといけなくて、つまみで1,300万円とか2,700万円とか言われると、もう少しブレークダウンしたものが無いのという気持ちにどうしてもなりがちだと、そういうことですね。

●水野理事 1,300万円、2,700万円は業者に対する委託なので、ちょっと違うと思います。今おっしゃっているのは、年間300万円の大学との共同研究のことだと思います。

○清水委員長代理 共同研究でそういう会計処理をなさるのかということですか。

●水野理事 うちの中でも、ルールを組み直したほうが良いと思います。

○清水委員長代理 決めておいたほうが良いということですか。私たちが文部科学省から科研費を受け取ったとき、佐藤先生もおっしゃるように、すごい細かく出さないと、それが経費として認められない。同じように独立行政法人ですけれども、国のお金として出されたものの会計処理をきちっとなさっていないと、何かのときに問題になる可能性があるということですか。

●水野理事 1つだけ、言いわけではないのですが、共同研究の位置づけとして、私ども、どうということをお願いしているかということ、業者やコンサルがやってくれるのであれば、それでいいのですけれども、GPIFにとっては必要だけれども、彼らにとってみると、こういうことはほかにクライアントがいなくて対象にならないとか、極めて理論的なものについて、私どもとしても、できるだけ大学の先生方を巻き込んで研究をしていただかなければいけないというニーズがありまして、そこは科研費と少々違うところではあるのですけれども、おっしゃるような経費の積算とかの考え方については、我々のほうでも、どういう形ができるか、見直しをするということかと思えます。

○清水委員長代理 研究成果として公表され、その対価として300万円でももちろん構わないと思うのです。ただ、そのあたりを明確にされていたほうが良いと思います。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

それでは、続きまして、委員限り5企業・アセットオーナーフォーラムについて、事務局から御説明をお願いいたします。

●小森市場運用部次長 委員限り5の資料をごらんください。9月1日に開催しました第1回企業・アセットオーナーフォーラムの概要の公表についての御説明です。

1枚目の前文の2行目からですけれども、参加企業が運用機関との建設的な対話等に関して意見交換を行い、GPIFがアセットオーナーとしてスチュワードシップ活動の参考に拝聴することを目的に開催されるものです。この文章でこのフォーラムの位置づけをクリアにさせていただいております。場としては、あくまでも企業同士で議論をする、意見交換をする。我々は、我々自身のスチュワードシップ活動の参考にできるようなものを拝聴するというスタンスであります。

もともとこのフォーラムの設置に関しては、7月の下旬にリリースを出しておりますけれども、その中でも設立の経緯としまして、エーザイ、オムロン、日産自動車の幹事3社プラス、アサヒグループホールディングス以下の会社から、アセットオーナーであるGPIF

との継続的な意見交換の場をという提案を受けまして発足した形になっておりますので、あくまでもそういう位置づけであることをここでクリアにさせていただいております。

それから、もう一点、そのリリースの中では、今回の議事については非公開と。企業にとってもなかなかない場ですので、非公開ということで活発な意見交換を予定していたのですが、2枚目以降にあります議事の内容をごらんいただければと思うのですが、内容としては、幹事会社御自身がびっくりするぐらい率直な意見交換ができて、今の日本のインベストメントチェーンのいいところもあれば、悪いところもありますけれども、特に課題というところについて、企業側も非常に熱心な議論をしていただきましたので、その部分で幹事会社から、こういった内容は世の中にオープンにして、いろいろな議論のきっかけにしたいという提案がありました。我々としては、当初の考え方から違った形になりますので、一旦保留させていただいていましたけれども、改めて、この議事の公表について依頼がありましたので、我々からは、ホームページという場をお貸しすることとしていますけれども、逆に我々の意見ではないということを確認させていただくために、リリースでは名前の開示をしていただいていた5社についても、この趣旨を御説明して、社名を明らかにしていただくことをお願いし、全社に御了解いただいた形で、今回のこのペーパーを開示する経緯となっております。

これは、きょう御報告をさせていただきまして、あすの午後、我々のホームページに公表しますが、通常のリリースという形に加えて、あくまでも私たちが場を提供していることを明確にするために、右側にバナーを1個つくりまして、そこからお手元の資料にジャンプする形にさせていただいております。また、英語も同時に開示する予定でありまして、海外の方にも、日本でこういう議論が進んでいるのだということを知っておいていただければという趣旨になります。

1枚目の開催状況のところですが、ミスプリがありまして、第1回企業・アセットオーナーフォーラムの概要に4と入ってしまっていますけれども、これは削除いたします。

具体的な議事につきましては、2枚目の1ページ、2ページになりまして、3. 参画企業の主な発言のところ、①企業価値向上に向けた戦略の、例えば、2つ目の○のところ、企業の経営に対する思いに対しては、機関投資家が関心を示してくれないという実感ですね。それから、②の最初の○ですが、企業側も、投資家を選べないという中ではありながら、企業自身も情報開示等を通じて投資家を選ぶ努力もしたほうがいいのではないかという意見も出ておりました。そういった、かなり建設的な意見を中心にここに掲げております。

2ページに、③GPIFを含むアセットオーナーへの期待と要望の○の1個目と2個目で、議決権行使などについてのGPIFの考えを原則という形で示す必要があるという意見が出ました。趣旨としましては、その前の1ページの②企業が考える会話が成り立つエンゲージメントとはの○の上から4つ目、議決権行使においては、一定の基準だけを振りかざす投

資家もあり、レベル差がある。あるいは、最後の○のセクターアナリストと議決権行使担当者が役割分担されているために、判断と投資がばらばらに行われているということはどういうことなのだろうかということに対する懸念もありましたので、ここはアセットオーナーである我々がスチュワードシップ責任を果たす方針というか、原則、考え方を一度明確に示したほうがいいのではないかという趣旨になります。あくまでも機関投資家側のインベストメントチェーンの中での原則という位置づけになります。

こういった形で今回やらせていただきましたが、冒頭申し上げましたとおり、あくまでも幹事会社3社が当日の議事進行、司会、それから、事務局としても担当しておりますので、今後も運営方法で年2回程度の開催を予定しているところになります。

私からは以上です。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等、お願いいたします。よろしいですか。

○菅家委員 では、せっかくですので。こういうフォーラムを提案してこられたのは企業の側のようでありまして、多分、GPIFに対する期待感といましようか、いい意味での影響力を、特に機関投資家の皆さんに行使してほしいという思いがあって、こういうフォーラムが開催されたのだらうかと理解していまして、そういう意味では大変いい話だと思いますので、いろいろな投資家のさまざまな問題点という話も出ているようでありまして、ぜひスチュワードシップ責任をGPIFとして積極的に果たすという観点で、今後とも取り組んでいただきたいと思います。

○新井委員長 どうぞ。

○加藤委員 これは大変すばらしい試みだと思います。ところで、企業とファンドマネジャーあるいは投資家とのミスマッチ、つまり、意思の疎通がなかなかうまくいかないということはよく聞く話なので、その橋渡しということもあるのだらうと思います。こういう場にファンドマネジャーを招くというようなことはお考えにはなっていないですか。

●小森市場運用部次長 その場に運用者を交えてですか。

○加藤委員 そうです。例えば、ここで指摘されているようにセクターアナリストと議決権行使者とでやっていることが違うのではないかということ、何でもか聞いてみるなどです。

○新井委員長 どうぞ。

●水野理事 前回のときに小森がGPIFの位置づけの説明をさせてもらったと思うのですが、GPIFのある意味、極めてユニークなポジションといたしまして、海外のアセットオーナーと同様に会話ができて、これはグローバル・アセットオーナーフォーラムで、企業側ともこういう形で御意見を承れる。一方、運用会社に対しましては、我々は100%顧客の立場で、彼らからいろいろなヒアリングをしたり、彼らにいろいろなガイダンスを与えていけるということだと思いますので、そういう意味では、みんなそれぞれ、競合関係がある人がいないところで自由に発言をしていただいて、我々がその情報のハブになるよう

な形で最適化を図っていきたいという思いがございますので、あえて入れておりません。来月実施されますグローバル・アセットオーナーフォーラムでも、最近ではグローバルアセットオーナーも資産運用業務を行っているところもありますが、そういうところはメンバーとして希望もあったのですけれども、御招待しないということで、それぞれのフォーラムがみんな忌憚なく、気持ちよく話していただけるというのを一つの場として提供したいと思っておりますので、そういう観点から、今のところは、正面对決みたいな形は考えていません。

○加藤委員 わかりました。確かにそういうことも理解できます。あとはうまく伝えていただければいいと思います。

○新井委員長 どうぞ。

○佐藤委員 正面对決という意味だと、ファンドマネジャーと企業と両方を呼んだカンファレンスは、実はマーケットでたくさんあるのではないかなという気がしてしまっていて、と申しますのは、エーザイのCF0の柳君は私がUBS時代に非常に仲よく仕事をした人間で、ROE経営のいわば先駆者でもあるのですけれども、そのときに我々がUBSでやったのは、エンゲージメントカンファレンスを2年続けてやったのです。そこに企業と運用者と両方招いてやったのですよ。それは必ずしも両面对決という感じではなくて、よりよい企業経営に役立つような開示の仕方とか、指標のつくり方とか、企業のそういう感覚のある、ROE経営とか、あるいはCAPMなどもちゃんとわかっている経営者を招いて、同じ用語で対話ができるような、そういう土俵をなるべくつくっていきましょうという趣旨でやって、2年は続けたのですけれども、その後、余り続かなかったみたいですが、本来は民間が主導して、どんどんこういうフォーラムをつくっていかねばいけないのだろうと思うのです。もちろん、GPIFがキャタリストになるというのは非常に重要なことだと思うのですが、そういう場に我々は、アセットオーナーとしての、オブザーバーとしての立場で出るということなのではないかなと、直感的に思っているのです。だから、なるべく皆さんでつくってくださいよということを働きかけるというのは重要なことだと思っています。

○新井委員長 よろしいでしょうか。それでは、続きまして、委員限り6外国株式マネジャー・ストラクチャーの見直しについて、事務局から御説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 委員限り6外国株式マネジャー・ストラクチャーの見直しについてということで、今回は現状のストラクチャー、何がうまくいっていないのか、反省と改善ということにフォーカスをしてまとめさせていただいたものでございます。

ページを1枚おめくりいただきまして、スライドナンバー2ページ目でございます。現状、ストラクチャーはどうなっているかというところでございます。まず、アクティブ・パッシブ比率ということで申し上げますと、84%がパッシブ、アクティブが16%ということで、これは私どもの4資産の中で一番パッシブ比率が高い、アクティブ比率が低い資産クラスとなっております。パッシブの中身でございますが、こちらはMSCI-ACWIというこ

とで、先進国・新興国取り混ぜたベンチマークでのパッシブ運用。これは基本ポートの立てつけに合わせたパッシブということでございます。

それから、アクティブのストラクチャーということで、2ページ目のバブルチャートをごらんいただければと思います。先進国・新興国、バリュー・グロース2軸で分類をすると、こうした非常にシンプルな形でございます。サテライト的にバリューファンドが1つ、グロースファンドが1つ、中心にはスタイルが特定されない市場型、中間型といったボトムアップのジャッジメンタル運用、クオンツ運用といったものが並んでいる。エマージングにつきましては、同じく金額は小そうございますが、ジャッジメンタルのクオンツ系のものという構造。非常にシンプルな構成になっているわけでございます。

このストラクチャーから生まれた成果ということで、次のページでございますが、残念ながら芳しいものではないというところでございます。このストラクチャーができたのが、2013年の9月から運用を始めてございますが、この3年弱の成果ということで申し上げますと、パッシブ・アクティブ含めた全体で、一番下の行でございますが、8ベースの年率でマイナス。このマイナスの要因が、アクティブの先進国の部分が年率で69ベースのマイナスを出していたところが原因でございます。さらに、費用を控除すると、これが1%、年率で負けているといったことになるわけでございます。

4ページ目、次のページにまいりまして、ファンド評価と超過収益率の関係でございます。特に右側の散布図を2つごらんいただければと思います。まず、この散布図でございますけれども、X軸に私どもの総合評価、点数の低いものから高いものを並べて、Y軸が超過収益率ということでプロットしたものでございます。こちらをごらんいただきますと、当初の格付、そこから生まれた、その後、超過収益率が、回帰直線を引くと少し右肩下がりになっているということで、的中率がよろしくないというところでございます。

一方、運用コンサルタントのマーサーレーティングと超過収益の関係で同じ散布図をつくってみますと、まだこちらのほうは少し右肩上がりの回帰直線が引けるということで、ちょっとサンプル数が少ないという課題はございますけれども、私どもの評価の的中率がちょっとよろしくない。これは謙虚に反省すべき問題であろうと認識をしているものでございます。

次の5ページ目でございます。どうも先進国のアクティブに問題があるということで、それでは、さらに、その中で足を引っ張ったファンドはどれだろうということを示したものでございます。5ページ目の青いマルで囲ませていただいておりますが、ファンド番号で言いますと、D、F、H、この3つのファンドが大きく寄与度でマイナスになっておりまして、先進国アクティブの不信の原因はこの3つにあると言っても過言ではないという状況なわけでございます。

次の6ページ目をごらんいただきまして、この3つのファンドの特徴といたしまして、まず挙げられますのは、バリュー系のファンドであったということでございます。この3年間、バリュー銘柄、割安株というのはどんどん売り込まれるといった状態がグローバル

でも見られたところでございまして、スタイル的にちょっと不利だったというところが見てとれるわけでございます。ただし、それだけではなかなか説明ができませんで、6 ページ目の下の棒グラフをごらんいただければと思います。こちらはスタイル調整後 α ということで、運用機関のパフォーマンスから、バリューですとか、サイズ、 β といった、ありふれたファクターによる効果を除いた個別銘柄の特有の事情にベットをして銘柄を選択する力といった、調整後の α というもので見てまいりますと、このD、F、Hというファンドはとみによくないというものでございます。このD、F、Hというファンドは比較的銘柄数を絞る、いわゆる厳選投資型というファンドでございまして、まさにそうした厳選投資ファンドの生命線であるところの銘柄選択能力において、芳しくない結果が出たというのが、私どものストラクチャーの敗因とすることができるわけでございます。

7 ページ目にまいりまして、こうした厳選投資型のファンドの不信の要因ということで、少し掘り下げてまとめたものでございます。

最初の茶色の枠で囲った部分でございすけれども、私ども、前回のマネジャー・ストラクチャーが2012年から2013年度にかけて一年がかりで行ったわけでございます。その当時、考えておりましたのは、2008年、2009年のリーマンショックの大きな荒波の中でパフォーマンスを崩したファンドが続出をしたといった状況が、当時、非常に深刻な課題として捉えておまして、リーマンショックの2008年、2009年の時期に生き延びたファンドをたくさん採用したいなという気持ちのもとに、こうしたD、F、Hというファンドを選んだというところでございます。ただ、今から振り返ってみますと、2008年、2009年という、非常に特異な時期のパフォーマンスに少しこだわり過ぎてしまったかなというのが一つ、反省の材料として出てくるところでございます。

7 ページ目の青い箱、個別のファンドの事情ということで、幾つか反省点を申し上げますと、Fというファンドがございます。こちらのファンドについては、実はマーサーレーティングが非常に低い。Bということで、4段階のうちの3段階目ということで、ちょっと低いレーティングがついておったということでございます。マーサーとしては、設立者兼リードポートフォリオマネジャーが退職しているという状況を早くから把握をしておまして、組織の不安定性といったものに大きな懸念を示しておったところでございました。ただし、私どもとしては、ファンド自体のマネジャーはずっと変更がなかったということで、こうした組織の不安定性といったものを看過していた可能性があるなということで、一つ反省点として挙がることでございます。

それから、DとHのファンドにつきましては、マーサーレーティングも比較的高いB+ということで、上から2番目の評価でございまして、ここはマーサーも少し見誤った箇所があったのかなと思っておりますが、私ども、D、Hのファンドにつきましては、この3年間、なかなか成果が上がらないと。Dについては、投資アイデアの貧困さ、Hについてはエネルギーセクターへの、余りにもベットにし過ぎといったことで、残念ながらことの4月でファンドを解約したところでございました。マーサーについては、Dについては、

我々が解約した後にあわてて動き出したといった状況もあったということでございます。

8ページ目にまいりまして、こうした、特に厳選投資型のファンドの選択における改善策ということで、2つに分けてまとめさせていただいております。

まず、全ファンド共通の改善策ということで、マーサーレーティング、考え方というのが、私どもよりも少しは勝っている部分があるなという状況でございます、まずはマーサーの意見、それから、リサーチの考え方といったものは尊重して、よく確認をしようと考えているものでございます。

ファンド選定方法のパフォーマンスを見るに当たりまして、先ほどの棒グラフでお示したようなスタイル調整後の α といったもの、それから、局面別のリターンについても、1局面だけ見るということではなくて、いろいろな視点から見ていく必要があるなと考えてございます。また、組織の安定性といったことをより重要視していきたいと考えているものでございます。

それから、2つ目の○で、厳選投資型スペシフィックなお話ということで、幾つか考えられる点としましては、厳選投資型は保有銘柄が少ないということで、キャパシティもどうしても限定的になるという状況があるわけでございます。こちらにつきましては、先ほどの委託調査の中でも、ラッセルに委託している研究成果を生かしながら、それぞれの運用手法のキャパシティについては留意してまいりたいと考えているところでございます。

それから、マネジャーの分散ということで、今のストラクチャーにおいては、厳選投資型、それから、普通のアクティブのファンド、クオンツのファンド、全部ごちゃごちゃにしてストラクチャーを組んでいるわけでございますが、この3年間、厳選投資型のファンドは非常にリスクが高いということが実感でございまして、厳選投資型については、ちょっと別のカテゴリーとして、その中でストラクチャーを組むといった対応が必要なのかなと考えているものでございます。

9ページ目にまいりまして、ファンドの選定ということに続いて、一つ大きな反省点といたしまして、ストラテジーの多様性の不足というものがあつたのかなと考えてございます。外株の後に実施をした国内株においては、可能性のあるものはできるだけいろいろ拾っていこうという考え方のもとに、9ページの2つの表で掲げておりますけれども、単なるバリュー、グロースといったカテゴリーだけではなくして、小型株のファンドあり、スマート β 系のボラティリティの低いものでございますとか、あと、ファンド・オブ・ファンズ、エンゲージメント系のということで、かなり多様なストラテジー構成にしてございます。一方、外株は、先ほどのバブルチャートでお示したとおり、サテライトとしてはバリューが1つ、グロースが1つという、シンプル過ぎる構成であつたわけございまして、こうしたストラテジーの少なさというものが、その後の投資環境への対応力といった面で課題があつたのではないかと反省をしているものでございます。

それから、パッシブの多様化ということで、14ページ目をお開きいただければと思います。こちらは、過去10年間における先進国と新興国の動きということでグラフをとったも

のでございますが、左上のグラフをごらんいただきますと、この10年で結構大きな波があるなということがございます。折れ線グラフの青い線がエマージング、緑の線が国際、先進国ということがございますが、2006年から見てまいりますと、当初5年ぐらいは新興国が経済成長力といったところで大変パフォーマンスがよかった時代が続いたところがございます。2010年の12月ごろにこの差がピークになったわけでございますが、2010年代に入りますと、中国の経済活動の鈍化でございますとか、昨年度は資源価格の下落といったことで、新興国の調子が悪くなって、先進国のほうがよかったといった動きのばらつきが見られるわけございまして、こういった点を捉えて、うまく動く余地を残しておくべきではないかということでございます。

9ページ目にお戻りをいただきまして、最後の3行の部分でございますが、パッシブ運用の多様化。パッシブにつきましては、MSCI-ACWI、先進国、エマージング、ごちゃごちゃのもののカテゴリーしかないわけでございますが、多様化ということで、例えば、先進国と新興国を分けるといった対応も考えたいと思っているところでございます。

続きまして、10ページ目にまいりまして、そうしたストラクチャー、ストラテジーの多様性を設定するに当たって、さはさりながら考えなければいけないことは、スマートβ系のものを、それでも割高なもの、割安なものが出てきているということでございます。例えば、10ページ目の右上のグラフをごらんいただきますと、バリュー株、割安株はこの3年間ぐらいい、ずっと売り込まれて、逆に言うと、非常に割安な状態になっているということ。一方、ボラティリティの低い銘柄、低ボラ系の銘柄は、この3年間ぐらいい、どんどんファンドが立ち上がって、お金が入って、ちょっと割高になっているといった状況もございます。こうした割高、割安の度合いといったものもよくよく注意をしながらストラテジーの設定をいたしたいと考えているものでございます。

11ページ目は、こうした改善点をまとめをさせていただいたところでございます。

12ページ以降は参考資料ということで、後ほどごらんをいただければと考えてございます。

外株のマネジャー・ストラクチャー、振りかえについては以上でございます。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問、お願いいたします。

○大野委員 アクティブ運用を始めるときに、かなり確信を持って、いいパフォーマンスを上げられるであろうという前提のもとに組み込んできたという記憶がありまして、5ページの先進国アクティブ、AからJまで、手数料を含めてネットで見ると、プラスが4ファンド、マイナスが6ファンドということで、これは我々、非常に反省しなければいけないと思います。ですから、今回、いろいろな分析とか、今後の方向性、出ていますけれども、これは3年半かかってこういうことではありますが、今後、累積ベースでぜひプラスを出していただきたいと思います。

あと、細かい表現なのですがすけれども、気になるのが9ページの下から2行目のエンゲージ

ジメントファンドのところにアクティビストという表現があるのですが、これはどういう定義か、表現としては余りよくないなという感じがします。

○新井委員長 お願いします。

○武田委員 大野委員の御意見は私もそのように思います。市況が変化する中で、いつで区切るかといった点でも、パフォーマンスは変わる面はあると思いますが、理由を伺ってみると、必ずしもそうではない点は問題ではないかと。例えば、資料に書かれているように、組織の不安定性の点。設立者兼ポートフォリオマネジャーが退職され、当初期待していた方がいっしょになかったと書かれていました。モニタリングがきちんとできていたらどうだったのか、その点は気になります。ファンド選定方法の改善と書かれていっしょいますが、ファンドを選定する際に体制をしっかりと見たとしても、その後、数年が経って体制が変わることもあろうかと思えます。その点について、ファンド選定方法の改善でいいのか、選定後の体制を考えるべきなのか、御意見を伺いたいと思えます。

○新井委員長 お願いします。

●水野理事 どうもありがとうございます。

本当にパフォーマンスとして α が出ていないということについては反省すべきだと思っております。一方で、昨年までのGPIFのマネジャー・ストラクチャーの反省というか、振り返りのパターンは、3年間という期間を置いた上で、こうでしたと、思ったよりパフォーマンスが出ていない会社がこれだけありましたというところにとどまっていたというのは御記憶かと思えますけれども、今回は、自分たちでパフォーマンスの結果について見直すだけではなくて、マーサー、ラッセルからも我々のパフォーマンスを見てもらって、彼らからも意見をもらい、こういう形で明確な反省点をリストアップして、我々なりに向上しようとしていることは、ぜひ運用委員の方々には御認識いただけたらありがたいと思っております。

その中で、大野委員の御意見につきましては、もちろん確度があると思ってやっているわけですが、なかなか思ったようにいっていないという状況でございまして、ラッセルと比べましても、我々の評価点と超過収益の傾向として正比例していないのは出ています。一方で、うちのチームをかばうわけではないのですが、ラッセルは我々のパフォーマンスがうまくいっていない部分についてだけ選んでやっておりますので、彼らの全体のユニバースと比べた場合に、どのぐらいできているかという点、それはまたちょっと違うのかなと思えます。そこは、我々にとって若干不利というか、厳しい条件になっても、自分たちが思ったとおりの成果が出ていないものについては、こうやって具体的に、何が違ったのかを比較していこうという意味合いで今回やっております。

今の武田先生からの御指摘のポイントについては、まさに見落とししていたかもしれないということで反省をしているのですが、一方で、御記憶あると思いますが、昨年までは総合評価を行って点数が悪かった場合に、警告、一部解約を通して、また1年後という形だったのですが、今は警告先、一部解約先につきましては、3カ月に1度のモニタリ

ングに評価の頻度を上げておりますので、我々としても、こういう事態が発覚した場合には、その後、頻度を高めてチェックしていくというのが、システム化されておりますし、運用会社のほうからしても、我々がモニタリングを強化しているよということがはっきり伝わるという形になっていきますので、Fに関しましては、確かにそういう見落としがあったかもしれないということで、今後はこれを注意しましょうということなのですが、一方でDに関しましては、私どもが先にそういうことに気づいているというケースもございますので、自分たちの仕事を擁護する気は全くありませんけれども、こういう形でモニタリングの頻度やシステムの高度化を図っております。それと、自分たちのやったことを、こうやって第三者の目を入れて振り返ることが何よりも大事ですので、そこは発展途上ということで、少し温かい目で見ていただくと助かるかなと思っております。

●陣場市場運用部長 もう一点、武田委員の御意見に対して、一言だけ申し上げさせていただきます。

いわゆる選定した後の継続チェックという観点ですけれども、最近是非常に厳しくそこは見ている状況でございます。例えば、3ページ目の新興国のOというファンドがございます。こちらは、この3年間、非常に稼いでくれた、年率で5.15%をとったファンドであって、稼ぎ頭であったわけですが、残高ゼロと。なぜゼロになったかというところ、このファンドを率いていたリードポートフォリオマネジャーがことしの3月に急遽リタイアすると言い出して、我々もすぐさまチェックをいたしまして、この人がいなくなったら、もうこのファンドはだめだろうという判断のもとに、ことしの3月に解約をさせていただいたということでございまして、キーパーソンのチェンジということについては、私どもも非常に厳しく見てまいっているところでございます。

先進国Fのファンドについては、ファンドを運営している人たちは一貫して同じであるわけですが、この会社をつくった、まさに哲学の御本尊の方が買収の中でやめられていったということでございまして、ファンド自体は人は継続をしておいたのですが、会社の哲学の継続性といったことにももしかしたら問題があった可能性があったということでございまして。

○武田委員 リードポートフォリオマネジャーと書いてございますが。

●陣場市場運用部長 うちのファンド直接の担当者ではないのですが、創業者で、この会社の礎をつくったような方が去られたという事態を、私ども、選定のときに見落とししていた可能性があるというところがございます。

○武田委員 承知いたしました。ありがとうございました。

○新井委員長 私からも一言申し上げたいと思います。アカデミックな研究結果は、アクティブ運用というのはなかなか難しいということです。アクティブ運用で優れたスキルを持っているマネジャーはいるかもしれないけれども、それを事前に識別し、モニターをして、ずっとうまく活用し続けるというのは非常に難しい。調査研究のテーマにもありますが、ある相場局面で非常に高いパフォーマンスを上げたマネジャーに対しては、運用委託

資金がたくさん集まって、その結果として運用資産額が適正な規模を超えてしまって、過去、パフォーマンスがよかったところはその後パフォーマンスが悪くなる傾向があるとか、アクティブ運用に対して、非常に悲観的な研究結果のほうが多いと思います。ここで挙げられているようなさまざまな形の改善策を打っていくことも大切なことだと思うのですが、私は新たに入った人間なので過去どのような議論がなされたか存じ上げないのですが、もう一方で、GPIFのような資産規模の機関において、そもそもアクティブ運用を行う意味があるのというところに立ち戻った議論も必要なのではないかという気がいたします。

●水野理事 ありがとうございます。

それは古くて新しい議論と申しますか、職員の中にもいろいろな意見があるのかと思いますけれども、現在、外株のマネジャーのマネジャーエントリーを始めておりますけれども、次のセクションにおいては、例えば、もう少し β の細分化を図ろうとか、スマート β みたいなものも含めて、いろいろな形で、我々の運用のアロケーションが少し精緻にできるようにしようと考えておまして、その上で、さらに β を上回るような α をとれそうなマネジャーがいるとすれば、選んでいくということなのだろうと思います。先生がおっしゃるように、アカデミックなリサーチという意味で言うと、全体のグループとしては、アクティブマネジャーがパフォーマンスしていないことは事実ではありますが、私どもは自分たちのマネジャーとのやりとり等の中で、うまく選べば、アクティブマネジャーが α を出せる可能性はあるのではないかと考えておりますので、今後も継続して見ていきたいと思っているのですが、アクティブマネジャーを何%やりますみたいな議論は意味がないと私も考えておまして、いいマネジャーがあれば加えていく。パッシブも、MSCI-ACWIしかありませんというところから、ヨーロッパ、アメリカ、いろいろな形で分けられるようにしていくことによって、アクティブマネジャーを使う意味合いがもう少しはっきりしてくるかなとは思っております。

ただ、残念ながら、自分たちで選んだところはパフォーマンスしておりませんので、委員長に、いや、そんなことはありませんと言い返せないところがつらいところではあるのですが、そういうマネジャーもいるのではないかと信じてやっていこうということと、もう一つは、外債のマネジャー・ストラクチャーからは、基本的に成功報酬、実績報酬型のフィーで全マネジャーに受けていただいております。こういう形で、パフォーマンスが出ないときに、フィー控除後の α が急激に下がってしまうのを防ぐという意味合いにおいても、やはりマネジャーに対しては実績報酬型でやってもらうことも重要かと思っております。少しでも α が出て、かつ思いどおりにいかないときに、マイナス α を抑えられるような形で、フィーのストラクチャー等も考えていきたいと思っておりますので、またそれは次の御提案のときにいろいろ御意見いただければと思っております。

○新井委員長 GPIFの場合、パッシブ及びスマート β も含めた広義のパッシブのウエートが圧倒的に大きいわけですが。時価総額ウエート・インデックス基準のパッシブ運用で本当にいいのかとか、いろいろ研究もなされていると思いますので、パッシブの方法論につい

でもっと再検討した方がよいのではないのでしょうか。GPIFのスタッフ数などの制約を考え、より効率的な資源投入をしていただきたい。アクティブ運用管理について、どんどんスタッフを投入してやっても、得られるものがどれほどのものか疑問に思います。資源を注ぐ先はより大きい成果が期待できるものの方がよいでしょう。ということで、パッシブの見直しももう少し力を入れられたらいいのではないかという気もいたします。

●水野理事 次のストラクチャーの枠組みの議論のときには、またそのあたりも含めてと
思っておりますけれども、リソースの限られている中で、できるだけマーサー、ラッセル
等の外部のリソースを活用しながらやっていく、そのあたりの取り組み方も今、変えてい
っているところですので、徐々に運用委員会の方には御相談しながら進めさせていただけ
ればと思います。

○新井委員長 どうぞ。

●高橋理事長 今回のマネジャー・ストラクチャーの見直しの点につきましては、新井委
員長おっしゃるとおりでありまして、私も4月以降、運用のヘッドとしてアロケーション
を考えるときに、アクティブは、今、足もとの比率だと15%なので、ここに注力する意味
というのは、パフォーマンスから言うと余りないのですけれども、我々として、運用者を
使っていくという交渉という面から言うと、アクティブのファンドをある程度使って、ど
のようなどころを見ているかを学ぶというのは必要だと思っており、今回の見直しのと
ころも、9ページの下のところ、パッシブの多様化をやりたいということを経営の
結果、入れていただきまして、恐らくパフォーマンスに反映する比率から言ったらパッシ
ブの見直しのほうがはるかに大きくて、かつ今の状況では、私などがこうしてくれと言っ
たときに、受け皿がないということになるので、そのところは、今、水野から申し上げ
ていますが、早急に見直しをして、トータルのリターンにもはね返りますという形でお示
しできればと考えております。

○新井委員長 どうぞ。

○佐藤委員 決して、この分野、アカデミックに詳しいわけでは全くなくて、門前の小僧
なのですけれども、たまたまきのう見たビデオで、ファンド選定とか、ファンド評価につ
いて触れた部分があったので、ちょっと御意見を伺いたいと思っております。この中で
超過収益率という言葉が出てきますけれども、リーマンショックの後、これはジュネーブ
大学のビデオだったのですけれども、エスティメイトロスとか、特定のファンドマネ
ジャーの過去、例えば、20年でも5年でも、間に起こしたロスの期間が何カ月あったか
とか、それによって評価をしている、あるいは選定をしているという話が出ていましたので、
これは収益率だけで見えていますけれども、リスクとの両にらみというのでしょうか、集計
率だけ見ていると、結果で判断しているということになりますね。まさに結果というのは、
過去、パフォーマンスのよかったファンドマネジャーが、これからもパフォーマンスがい
いとは全く限らないし、過去悪かったものがこれからも悪いというわけではなくて、よく
なるかもしれないし、それは全くわからないわけですね。それを見るときの一つの見方と

して、そういう過去のロスのトラックレコードを統計的に見ていくという見方が一つあったなど、何となく妙に印象に残ってしまっていて、その辺、見なくていいのかなど、御意見を伺いたいなど思っている次第です。

●陣場市場運用部長 私どもの定量評価においても、単なる5年超過リターンということではなくして、いわゆるインフォメーションレシオと申しまして、トラッキングエラーを分母にして超過収益を分子にしてという比率も評価の項目として見ているところでございます。リスク対比のリターンの率が0.5を上回る先であると、そこそこ優秀な運用機関であると言われていたところでございます。

○新井委員長 どうぞ。

○加藤委員 幾つかコメントを差し上げたいと思います。11ページに改善策のまとめがありますので、これに沿ってコメントさせていただきたいと思います。

1つ目が、ファンド選定方法の改善というところです。マーサーのファンド評価の併用ということがあるわけですが、マーサーに対する依存度が高まっていくという感じがしたので、マーサー1社のリスクを負ってしまうのではないかという問題です。必ずしもマーサーが常に正しいということでもないと思います。

2つ目が、キャパシティの考慮ということです。今度、ラッセルに調査をしていただくということなのですが、先ほど新井委員長からもありましたが、個社のキャパシティの分析だけにすると、どのぐらいのサイズを超えるとアルファが出ないという分析が出てくると思います。しかし、GPIFのようにサイズが大きい基金では、多数のファンドマネジャーを採用しないといけなくなります。そうすると採用するファンドマネジャーの数の問題が出てきます。つまり、採用した8社はよかったけれども、2社が負けた。あるいは、9社はよかったが、1社が大きく負けてトータルで負けたということが起こります。数がふえるがゆえに、採用するマネジャーの数の問題が出てくる。個社のキャパシティだけではなく、マネジャーの数という問題までぜひチェックさせていただきたいと思います。

私のアクティブ運用に対する考え方は、新井委員長と近いのですが、GPIFがアクティブ運用をやらないということは、マーケットに対するネガティブなインパクトが出てくるので、何らかの形で関与せざるを得ないのだろうと思います。したがって、GPIFにとってアクティブ運用の意義、先ほど高橋理事長からいろいろ知識を吸収するという話もありましたが、ぜひそういうことも含めて検討し、アクティブ運用をどうしていくのかについて検討していただければと思います。これは他の基金ではない、GPIFならではの課題だと思います。

それから、運用ストラテジーの多様化ということで、スマートβやパッシブ運用の多様化ということがポイントだと思います。国内株ではいろいろトライされていて、本来、もっと進んでいる外国株でやっていないというのは、話としては逆だと思いますので、ぜひスマートβもトライしていただいて、アクティブ運用との比率も含めて、ぜひいろいろ検討していただきたい。

最後に、さまざまな局面を想定したストラテジーを検討するとありますが、これは若干タクティカルに運用するということだと思います。その場合、当然、当たり外れの問題が出てきますので、ぜひ慎重に体制を整備し、それなりに理論やパフォーマンス評価を詰めて、トライしていただきたい。

以上、コメントです。

●水野理事 最初の質問だけお答えしますと、今、マーサーは直接的にこういうことを伺えるという形で契約しておりますので、マーサーとなっておりますが、現実的にはラッセルも我々のコンサルタントとして使っておりますので、そちらの意見も伺っております。

○新井委員長 どうぞ。

○清水委員長代理 最後に一言。外債のほうでは、一部ヘッジつきとかをトライしていらしたと思うのですが、特にパッシブが外国株式の場合にはウエートが高くて、パッシブでいろいろな多様化を考えるという中において、例えば、そういうヘッジつきということに関しても、今後導入されることはあるのでしょうか。

●水野理事 一般論として申し上げますと、債券のほうは、やはりヘッジをされる投資家の方が多いかと思いますけれども、株の場合は、その他、いろいろなリスクがございますので、ヘッジを行わないという判断の投資家の方のほうが多いのではないかと考えております。今、我々、為替のリスクそのものを、基本ポートフォリオ上は全部含んだ上で、長期の運用として均衡するというところでやっているのですが、ボラティリティの関与を含めて、どういう形でやるか、ちょうど今、検討中でございますので、株だけにかかわらず、為替の管理については、今、検討しているところであります。

○新井委員長 時間が押してしまして、次に行きたいと思います。委員限り 7 平成28年度国内債券運用受託機関の総合評価結果について、事務局から御説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 委員限り 7 平成28年度国内債券運用受託機関の総合評価結果について、簡単に御報告を申し上げます。

国内債券につきましては、比較的問題の少ないアセットクラスということでございまして、今回の4月に決めた新たな基準のもとで評価をいたしております。特に定量評価については、できるだけ長く、5年間の運用期間でもってデータをとってつくりました。今回、8点満点で、6点未満の先には、警告、一部回収等の対応をとるということで実施をいたしております。

そうした評価をいたしました結果、次のページをごらんいただきまして、パッシブでは1社、アクティブでは1社、課題の先が出てきたところでございます。パッシブのB社は総合評価5点ということで、基準点を下回ったということでございます。こちらは、定性的には経験の深いマネジャーがついているわけですが、定量点がほかのファンドに比べるとよくないということで、5点になったということでございます。こちらの社につきましては、一部資金を回収の上、警告をして状況を注視したいと考えてございます。

それから、アクティブのK社も5.6点で、基準点6点を下回った先でございます。パフォ

パフォーマンスについては着実に、超過収益は低いながら稼げてはいるところでございますが、定性面で、特に組織の面で課題を抱えているところでございます。非常に小さな、小ぢんまりとした運用機関でございますけれども、課題のある人を入れてはトラブルを起こされて短期間でやめていくといったことが繰り返されておまして、この点で定性点が低くなっているということでございまして、こちらにも警告を発し、資金を一部回収の上、人事管理の状況について注視をしてみたいと考えてございます。

残りのファンドにつきましては、インハウスのパッシブも含めまして、全て6点以上ということで、課題はないと認識をしているところでございます。

国内債券については以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問をお願いいたします。

よろしいでしょうか。それでは、続きまして、委員限り8オルタナティブ資産に係る投資プログラムについて、事務局から説明をしていただきます。

●轟オルタナティブ投資室副室長 オルタナティブ資産に係ります投資プログラムについて御説明申し上げます。

オルタナティブ運用資産につきましては、ポートフォリオの5%を上限にインフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産、3つの分野について、これから取り組みをやってまいるという方針を持っておりますが、ことしに入りまして運用委員会の場で具体的な投資選択ごとに、基本ポートフォリオ上の株式なのか、債券なのかと位置づけていくという御整理をいただいた次第でございます。加えまして、内部収益率（IRR）ベースでパフォーマンスを図っていくという整理をさせていただきました。その内容を踏まえまして、かねてより採用しておりましたオルタナティブ投資の戦略策定のためのコンサルタント、タワーズ・ワトソン、ケンブリッジ・アソシエイツ、CBRE、この3社から具体的な、これから我々がどれぐらいの投資をやっていくべきなのか、どういったリターンが期待できるのか、こういった内容について提案を受けました。加えまして、私どもの今の体制の整備状況も含めまして、全体の投資プログラムを策定いたしましたので、本日はオルタナティブ投資の全体の方向観、全体像を共有させていただきたいと思っております。

1ページおめくりいただきまして、2ページ目で全体像をお示ししております。この図は上と下の2つに分かれておまして、上のところは投資戦略にかかわるところでございます。上から、ゲートキーパー／ファンド・オブ・ファンズを通じた投資、それから、機関投資家との共同投資、3つ目は個別ファンドの投資と、これから3つの流れをつくっていきたいと考えております。

下半分は体制のところございまして、オルタナティブ投資の人員体制、今はまだ少のうございますけれども、これから拡充をしてみたいと思っております。オルタナティブ投資、かなり手間のかかる分野でございますけれども、やはり慎重な投資判断をやるためには、それなりの人員も抱える必要がございますし、投資のフロントだけではなくて、投資をやった後のリスクモニタリング、あるいはパフォーマンスのモニタリングといった点もかな

り重要だと思っております。そういったきめ細かい対応をいたしまして、オルタナティブ投資の目的でございますリスクをうまくマネージをしまして、パブリックのマーケットに比べてアウトパーフォーマーをするという、この目的を達成するために、人員の拡充を図ってまいりたいと考えております。ただ、この人員の拡充のためには時間がかかりますので、その下でございます外部コンサルタントも採用いたしまして、こういったマネジャーの選定等についてのサポートを得たいと考えております。

上の段に戻っていただきまして、投資戦略の3つでございますが、真ん中の機関投資家との共同投資は既に開始をしているところでございます。OMERSとのインフラ投資、それから、IFCとのプライベートエクイティ投資について開始をしておりますけれども、いずれも今のルール上できるところでやっております、投資信託形態ということでやっております。今、政府で政令改正について御議論いただいておりますけれども、政令改正によりまして、LPS (Limited Partnership) への投資ができるようになりますと、言ってみますと余分なストラクチャーを組まなくて済む、あるいは税制メリットがとれるようになるといったメリットもあるかと思っておりますので、これから出てまいります共同投資機会については、共同投資の相手、それから、投資対象の内容等、よく吟味しながら、個別に地道な積み上げを図ってまいりたいと考えております。

その上の段のゲートキーパー／ファンド・オブ・ファンズを通じた投資でございますけれども、これは我々から投資のクライテリアを示して、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーを選定し、マネジャーに個別のファンドを選定してもらって、例えば、投資戦略、あるいは地域、それから、ビンテージ、こういったことに対しての分散投資を図っていくというプログラムでございます。

こういったことを行う狙いとしまして、3ページの上のところに書いておりますけれども、幾つか理由はございますが、例えば、いいパフォーマンスを上げているものの、なかなかアクセスが難しいような、例えば、アメリカのミドルマーケットのバイアウトファンドといったものがございます。こういったところへのアクセス、あるいはリレーションを構築していくということがございますし、それから、分散投資をやっていきますと、事務処理だけでもかなりの件数に上ることがあるかと思っております。当初、体制をつくるまでの間、外部機関のミドルオフィス、バックオフィス機能を使いたいと思っておりますし、最後、先ほどパブリックの世界でも議論ございましたけれども、いずれは我々のほうでも、こういったファンド・オブ・ファンズ・マネジャーと同等の力を持って案件を選定できるように、ノウハウの吸収を図っていくということがあろうかと思っております。

こういった目的を持ちまして、2ページの上の段に戻っていただきますと、ファンド・オブ・ファンズを通じた投資を当面続けてまいりますけれども、体制が整ってノウハウの吸収等もできた段階では、3つ目の流れでございます個別ファンドの投資も徐々に開始してまいりたいと思っております。ただし、依然としてファンド・オブ・ファンズで取り組んだほうが、より効率的、効果的であるというところもあるかと思っておりますので、そういった分野

については引き続き、ただしLPSへの直接投資という形態でそういったファンド・オブ・ファンズへの投資も検討してまいりたいと考えております。

3 ページの下の部分につきましては、先ほど申しました外部コンサルタントから現状のマーケット環境、それから、今後の市場見通し等を踏まえて、我々が今からマーケットに入っていく、過大にならないのか、あるいは今の体制で十分に対応可能なのか、こういった点も踏まえて、彼らから、今の段階で最適だと思われるような投資の内容について提案を受けたものでございます。いずれも各分野、市場規模等も勘案しまして、個別の戦略については分散をして投資を図ってまいりたいと考えておりますが、いずれにしても、今の段階での市場見通しに基づくものでございますので、これから実際にファンド・オブ・ファンズのマネジャーを採用するまで時間がかかります。これからファンド・オブ・ファンズのマネジャー等を採用した段階で、改めて市場環境等を振り返りまして、こういった投資戦略についてはファインチューニングを行ってまいりたいと考えております。

次の4 ページ目でごらんいただいておりますのは、再確認ということになります、3 つの大まかな分野についてのリターンの出方について、改めてお示しをしております。不動産、インフラストラクチャーにつきましては、安定して稼働している物件を中心に投資をやっていくということで、投資を始めた当初、あるいは非常に早い段階からプラスのリターンが出てまいりますが、赤い線で示しておりますプライベートエクイティにつきましては、個別の投資案件を時間をかけて選択していきまして、例えば、企業の買収ですと、買収した先の企業の事業構造であったり、あるいはガバナンスを改善していきながら、会社の価値を高めていきまして、数年後に売却をしてリターンを上げるという手法がとられます。したがって、プラスのリターンが出てきますまでちょっと時間がかかるということで、いわゆるJカーブ効果が出てくるところをお示ししております。ただし、長期的に見ますと、右の端っこのほうをごらんいただきますとおり、プライベートエクイティは比較的高いリターンが期待できる分野であるということでございます。

この提案を受けた内容を、我々の今の基本ポートフォリオにこれから3年間入れていった場合に、どれぐらいの位置づけになるかといったところでございますけれども、4 ページの表の右の一番下の部分ですが、基本ポートフォリオに占める割合、0.6%という数字でございます。5%を上限にとしたことと比べますと、かなり小さい数字となろうかと思っておりますけれども、この差額につきましては、先ほど申しました機関投資家との共同投資案件の内容をよく吟味した上で、5%を意識することなく、あくまで個別の案件の内容をよく吟味していった上で、地道に積み上げを図ってまいりたいと考えております。

最後、今後の予定でございますけれども、これから、先ほど申しましたマネジャーの選定等をサポートします新規コンサルタントを採用いたします。コンサルタントを採用した上で、具体的なファンド・オブ・ファンズのマネジャー等の選定の方針等につきまして、運用委員会の場で御審議をいただいた後、ファンド・オブ・ファンズのマネジャー等の選定に入りたいと思っておりますので、選定が実際に行われますのは、恐らく来年度に入っ

てからとなろうかと思えます。これから本格的に、あるいはオルタナティブ投資を、こういったプログラムを改めて策定して始めてまいるわけですが、なじみがなかなか薄い分野でございますので、地道に内容等をきっちり御説明をしていって、体制等もきっちりつくっていった上で、個別の案件をよく見ながら展開をしてまいりたいと考えております。

以上でございます。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問をお願いします。

○加藤委員 おっしゃられたように、人材がとても重要であろうと思えます。今、採用されているところだと思えますが、国籍の制約はあるのですか。特にないですか。

●轟オルタナティブ投資室副室長 一般の採用条件では特にないと思えます。

●水野理事 うちのスタッフという意味ですか。

○加藤委員 そうです。

●水野理事 国籍条件はございませんが、言語条件はございます。日本語ができない外国の方が来られるほど、私どもの組織の成熟度合いがまだ高くないということかなと思えます。

○加藤委員 オルタナティブ投資という分野は、残念ながら、まだ日本人の世界にはないと思えますので、そこはぜひ、適宜いい人を雇ってください。

●水野理事 実際問題、コンサルは、ほとんど外国人が先方の担当者で出てきておりましたので、そういう形になるかなとは思いますが、内部の職員ですと、1人の外国人のためにこの資料を全部英語化するというのもなかなか骨が折れますので、まだ現実的ではないかなと思っております。

○加藤委員 今後の課題ですね。

○新井委員長 私も同じように感じまして、オルタナティブの場合には、情報の非対称性も大きいでしょうし、個別案件ごとのパフォーマンスの差異も大きいでしょうから、GPIFの内部のスタッフもさることながら、ぜひ外部のリソースを活用していただきたい。この分野では日本はニューカマーでもありますし、聞くところによりますと、極めて狭いサークルの中で投資が行われている世界だということです。そういう中でアウトサイダーとして、なかなか難しいところもあるでしょう。ある局面では授業料を払わなくてはならないようなこともあるかと思えます。ただ、ポテンシャルとしては非常に有望な分野だと思えますので、うまく外部のリソースを活用しながらお進めいただきたいと思えます。

続きまして、資料1から資料3につきまして、厚生労働省から御説明をお願いいたします。

●宮崎参事官 お疲れのところ、恐れ入ります。私から報告でございますけれども、平成27年度の法人評価の結果につきまして簡単に御説明させていただきます。

法人の評価につきましては、資料1に全体の評価結果を書いておりますけれども、これ

を見ていただく前に、もう一枚めくっていただいて、法人評価がどういう仕組みなのかということ、特にA、Bの意味について、右側の真ん中の欄を見ていただければと思います。法人の評価につきましては、一昨年から仕組みが変わりまして、省庁統一的に行っていくことで決まったのですけれども、昨年はまだ評価基準が省庁ごとにばらばらで、もう少し統一していこうという話もございました。今年から、各省間ならしていつているのですけれども、標準がBということがございます。標準の意味は、定量的指標で目標値の100から120%までがBということですので、そこそこいいということではなくて、120点とってもBということでありまして、それを超える場合にA、さらには重要度等を加味して、そこをさらに超えた場合にSということがございます。なかなかBという語感からはそういう感じを受けないのですが、そういう仕組みになりまして、昨年の厚生労働省関係独立行政法人の評価がAの数が他省庁に比べて多いのではないかと指摘も他省庁からあったりして、ことしは少しならしをした上で評価が行われたという経緯がございます。

もう一度表紙に戻っていただきまして、業務実績の評価でございますが、そういう評価基準に基づきまして、総合評定、一番下の欄にありますのは、平成27年度につきましてはBということがございます。また、各項目のうちで、いずれもCはなくて、全てB以上でありますけれども、幾つか項目があるうち、1-3、運用手法、運用対象の多様化等に関する事項、そして管理及び運用に関し遵守すべき事項の2点がAとして評価を行ってございます。

この内容につきましては、前者、運用手法に関しましては、各資産別の運用内容をいろいろ多様化していることなどにつきましての議論がございました。特に有識者会議で、昨年、一昨年は国内株式のアクティブ運用に関して、なかなかパフォーマンスが出ていなかったということで、いろいろ議論が行われたところでございます。その点につきまして、今年度はかなりいろいろ工夫が見られて、改善がされたということですか、あるいは債券運用でのいろいろ工夫がありましたことを評価してAということがございます。

また、後者、管理運用に関し遵守すべき事項のAという点につきましては、きょうも少し議論の中にはございましたけれども、GPIFにおきます昨今のスチュワードシップ活動に関する取り組みについて評価をして、Aということがございます。有識者会議という第三者委員会で議論した際には、全体の総合的な評価に関して、例えば、昨年度はマイナス5兆円という、絶対額でマイナスがあったので、もう少し低く評価すべきではないかという御議論ですとか、一方で運用にかかわった御経験のある委員からは、絶対額というのは、なかなかGPIFがかかわれない部分が入ってきてしまうので、やはりベンチマーク対比、超過収益率で見るのが適切ではないのかという議論などもございまして、最終的にBとなったわけがございます。そのほかにも、この運用委員会で既に御議論ありましたけれども、例えば、物価連動国債のベンチマークへの取り込みなどの指摘があったということもございます。いずれにしろ、そういう議論を踏まえてこういう結果になったということがございます。

資料2、資料3は関連する資料で、評価書の全体版、あるいは積立金の運用状況に関する、例年出しております年金財政に与える影響についての整理をしたものでございますので、これはまたお時間のあるときにごらんいただければと思います。いずれももう既に厚生労働省のホームページで先月中に公表しているものでございます。

以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問をお願いいたします。

よろしいでしょうか。それでは、本日予定していました議事を終了しましたので、今回はこれまでにしたいと思います。

事務局から連絡事項等がございましたら、お願いいたします。

○清水委員長代理 すみません、その前によろしいでしょうか。以前も言ったことがあるのですが、運用委員会の時間が限られている中で、私たちの議論が時間的に足りないためにできなくなるというのはやはりおかしいと思います。私たちは、事前に詳細に説明をいただいております。本日のようにたくさんの議事があって1時間半というのはどう考えても無理という場合に、時間配分などについて、もう一度考えていただきたいなと思います。時間を気にする余り意見が言えないというのは一番おかしいですし、そうなると、後半、だんだん意見が出なくなるというのもやはりおかしい。その点は御検討をお願いいたします。

●三石審議役 事務局からの連絡事項で終わりでございますけれども、次回の第111回運用委員会につきましては、11月9日木曜日の17時から、また遅い時間で恐縮でございますけれども、進め方については工夫をさせていただきますので、当法人事務所で開催いたしますので、よろしくをお願いいたします。

○新井委員長 では、お疲れさまでした。