

第121回運用委員会議事録

1. 日 時：平成29年 8 月 29 日（火） 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：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・井上委員 ・加藤委員 ・佐藤委員
・菅家委員 ・武田委員
4. 開 会
5. 議 事
 - (1) 委託調査研究等（平成29年度計画・平成28年度委託調査研究の概要）
 - (2) 平成29年度第1 四半期運用状況
 - (3) リスク管理状況等の報告（平成29年度第1 四半期）
 - (4) その他

●三石審議役 それでは、始めさせていただきますけれども、本日は、お忙しい中お集まりいただき、ありがとうございます。

ただいまより第121回運用委員会を開催させていただきます。

委員の御出欠の状況でございますけれども、清水委員長代理が少しおくれるということでございますが、本日は、全員御出席いただく予定でございます。

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、運用委員会は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほかに、

- | | |
|----------|---------------------------------|
| 委員限り 1 | 本日の議題 |
| 委員限り 2 | オルタナティブ資産に関する管理運用委託手数料について |
| 委員限り 3 | 総合評価方法の見直しについて |
| 委員限り 4－1 | 平成29年度調査研究計画 |
| 資料 1－1 | 平成28年度の委託調査研究について |
| 資料 1－2 | 平成28年度の委託調査研究について |
| 委員限り 4－2 | GPIF Finance Awards（第2回）の実施について |
| 資料 2 | 平成29年度第1 四半期運用状況 |
| 委員限り 5 | 資産構成割合の管理状況等について |

委員限り 6 リスク管理状況等の報告（平成29年度第 1 四半期）
でございますが、よろしゅうございますでしょうか。

なお、委員限り 2 オルタナティブ資産に関する『管理運用委託手数料』について、委員
限り 5 資産構成割合の管理状況等について及び委員限り 6 リスク管理状況等の報告（平成
29年度第 1 四半期）につきましては、当委員会終了後に回収を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、同様にお願
いいたします。よろしゅうございますでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、新井委員長をお願いをいたします。

○新井委員長 では、初めに、委員限り 2 オルタナティブ資産に関する『管理運用委託手
数料』について、事務局から説明をお願いいたします。

●轟オルタナティブ投資室副室長 それでは、オルタナティブ資産に関する管理運用委託
手数料について御説明申し上げます。

オルタナティブ投資の公募につきましては、7月の120回運用委員会におきまして、2次
審査までの状況の経過を御報告いたしました。

現状は3次審査を行っておりますが、その中で、管理手数料についての評価をする必要
がございます。これまで各応募者から提案を受けておりますが、後ほどごらんいただきま
すとおり、いろいろ考え方のばらつきがございました。そういった事情も含めまして、改
めまして、我々としてはこういったオルタナティブ投資につきまして、どういう報酬体系
が望ましいかといった点を整理いたしましたので、これから、御説明申し上げます。加え
まして、現状まで提案を受けております水準感につきましても確認を行いましたので、そ
の点についても触れさせていただきます。

今後、本日、御審議いただきました内容を踏まえまして、3次審査の完結を目指してま
いりたいと考えております。

1 ページをごらんいただきまして、四角の中にあります概要を御説明申し上げます。ま
ず、水準感についてでございますが、これまで各応募者から提案をされている内容、これ
は先日の運用委員会でも、今、インフラのところでは4社、不動産のところでは3社が残っ
ているという御報告を申し上げましたけれども、これまでいずれから提案されている内容に
つきましても、唯一、1社だけ比較的高目のところがございますが、我々が採用しており
ますコンサルタントの評価、これまで我々が見てきております市場におきます事例、こう
いったところを比較いたしましても、おおむね妥当な水準であろうかなと思っております。
個社別に見ますと、かなり積極的に競争力のある水準も提示を受けているところでござい
ます。

次に、報酬体系についての考え方でございますが、2ポツにございますとおり、最初は
オルタナティブ資産運用の特性という切り口から見た場合でございますけれども、長期間
にわたります運用でございますので、全期間を通じた総合的な運用パフォーマンスにリン
クした報酬体系が望ましいであろうと考えておりますし、今回、本格的に投資を開始する

ということでございますので、リスクを抑えながら安定した運用を開始したいということでございますので、そういったアプローチに見合った報酬体系を考えてまいりたいと思っております。

3つ目でございますが、非常に重要なポイントだと思いますけれども、我々のような投資家と運用者とのアラインメントの確保によりまして、長期的リターンもダウンサイドのリスクも、ともに共有していくという仕組みを考えていきたいと思っております。

次に、3ポツですが、これは役割期待、各運用者の付加価値という切り口から見た報酬体系の整理でございます。まず、国内の信託銀行であったり、あるいは投資顧問会社から成りますゲートキーパーでございますけれども、これは我々の投資戦略についての考え方をきっちりと、ファンド・オブ・ファンズ・マネジャーとの間で橋渡しの役割を果たしてもらう。それから、投資戦略にのっとり投資の進捗がきっちり行われていることを監視するということがございますし、加えまして、我々の、例えばミドル・バック・オフィスといったところのアウトソース先としまして、きっちりとモニタリング、レポートイングあるいは事務処理等を行ってもらうという役割が期待されるところでございます。こういった役割を安定的に果たしてもらうことから、ゲートキーパーにつきましても、固定的な管理報酬体系が望ましいであろうと考えておるところです。

続きまして、ファンド・オブ・ファンズ・マネジャーのほうですが、我々の投資戦略にのっとりポートフォリオの構築を個々の投資戦略をよく吟味しながら構築してもらって、投資済みの案件についてきっちりとパフォーマンスを上げてもらうことが役割でございますので、そういった当初から想定されておりますポートフォリオの構築、期待されるリターンを上げた場合には、きっちりと成功報酬を払うという、成功報酬によりウエートを置いた報酬体系が望ましいと考えております。ただし、成功報酬に余り重きを置きますと、ハイリスク・ハイリターンの案件を大きく積んで、成功報酬を大きくするというインセンティブも働く可能性がございますので、ここにつきましても、過度なリスクをとることを防止するような策を導入したいと考えております。

以上が概要でございます。

続いて、2ページでインフラストラクチャーのほうについての御説明を申し上げます。まず、今回、開始をいたしますインフラストラクチャー投資の目的でございますが、基本的には既に安定稼働をしておりますので、収益性のぶれが少ない、こういったブラウンフィールド、コア型のインフラストラクチャーのアセットといったものに投資をするファンドに分散投資をするということでございまして、分散投資によって安定的なリターンを確保したいと考えております。特に今回、本格的なインフラ投資を開始するに当たりましては、より債券型の投資戦略、この中には安定収入が見込まれますエクイティ投資でありましたり、あるいはデット投資が含まれますが、このような債券型の投資戦略にウエートを置いたポートフォリオを構築することを想定しております。

加えまして、こういった安定した案件に投資をする、新しいファンドに投資をする、新

規ファンドに投資をするプライマリーだけではなくて、投資効率を改善するためにより早くリターンが見込まれる、あるいは投資のコストが非常に低いような、ここにございますセカンダリー投資あるいは共同投資といった手法も活用してまいりたいと考えております。

このような投資の目的及び投資手法に合いました報酬体系を整理してみました。2ページの下にございますゲートキーパーの報酬につきましては、先ほど御説明申し上げました役割に応じました固定的な報酬体系が望ましいであろうと考えております。しかしながら、非常に長期間の投資でございますけれども、次第に案件のほうのエグジットという形を迎えまして、残高のほうが増減していくことが予想されますので、そういった運用残高の減少に応じた調整は入れていきたいと思っております。

3ページでは、ファンド・オブ・ファンズ・マネジャーの報酬体系の整理をお示しております。繰り返しになりますが、成功報酬にウェイトを置いた報酬体系としたいと考えておりますけれども、加えまして、管理報酬につきましては、ここにございますとおり、大きくプライマリー投資とそれ以外のほうで考え方を分けております。大きく申しますと、プライマリー投資では、基本的には付加価値が認められないところについては管理報酬を支払わない。一方で、セカンダリー投資あるいは共同投資につきましては、ファンド・オブ・ファンズ・マネジャーのほうにマーケットに出かけていって、投資機会を積極的に開拓してもらうということがございますので、そういったところから発生します付加価値に対しての報酬ということで、管理報酬を支払うという考え方をとっております。

2番目は成功報酬。繰り返しになりますが、基本的には想定しておりますリターンをきっちりと上げた場合には、成功報酬を支払う。ただし、過度なリスクをとらないように仕組みを入れていきたいと思っておりますし、3つ目のアラインメントというポイントでは、我々と同じにリターンもリスクも共有してもらうということで、マネジャーあるいはGPのほうからも一定の出資を受け入れる仕組みを入れたいと考えております。

以上が報酬体系についての整理でございますが、これまで既に提案を受けている内容につきましては、3ページの(3)以降に記載しております。3ページでは、ゲートキーパーの報酬水準。基本的にはNAVに報酬の料率を掛けるという形になっておりますし、次の4ページでごらんいただきますところは、ファンド・オブ・ファンズ・マネジャーのフィー体系の提示でございます。こちらは基本的には投資1年契約の相手方となりますゲートキーパーが選定するファンド・オブ・ファンズ・マネジャーの水準という形になっておりますが、ごらんいただきますとおり、かなりいろいろばらつきがございます。水準のばらつきもございますし、この表でなしという表示があるところが散らばっておりますとおり、どこに重きを置くかが、各運用会社によってばらつきがあるところでございます。

しかしながら、ばらつきをならして見たところ全体的に水準感がどれぐらいになるのかといったところが5ページにお示ししているものでございますが、5ページの表は、これから、年間1,000億円のコミットメントを3年間続けていくという想定を置いた場合の料率の試算をしたものでございます。5ページの表でごらんいただきますとおり、ゲートキー

パーについては余り大きな差はございませんが、マーケット水準からいいますと比較的積極的な水準提示を受けているかと考えております。

一方で、ファンド・オブ・ファンズ・マネジャーのフィーにつきましては、B社がかなり突出した高さになっておりますので、この部分につきましては、コンサルタントのほうからも相対的に高いという評価がございますが、それ以外の部分につきましては、③に記載しておりますとおり、過去の市場の事例に比べますと妥当な水準という評価を得ているところでございますし、既に我々が取り組んでおりますファンド・オブ・ファンズの案件、このあたりとの比較感からいっても、かなり競争力のある水準だろうと考えているところでございます。

したがって、現状提示を受けている水準につきましては、かなり競争力があるものだと思っておりますが、先ほど2ページ、3ページで御説明申し上げました、今回、改めて整理をいたしました報酬体系についての考え方にのっとった報酬水準についての提示を再度受けた上で、我々の考え方に一層平仄の合った報酬の選定をこれから目指してまいりたいと思っております。水準につきましては、当然ながら、現状提示の水準は競争力があると先ほど申しましたところですが、できるだけよりよい条件を目指して交渉を行ってまいりたいと考えております。

以上がインフラ部分についてでございますが、不動産については、山田企画役から御説明申し上げます。

●山田オルタナティブ投資室企画役 続きまして、6ページの不動産について御説明させていただきます。

現在のエントリーは、国内不動産とグローバル、海外の不動産に分かれておりますけれども、選定のプロセスが先行しております国内不動産のマンデートについての考え方をまずは説明させていただきます。

国内不動産の投資対象は(1)に書いてございますが、コア型の不動産ファンド、コア型と申しますのは、テナントが既に入居しているような建物で、安定したキャッシュフローを生むものです。こういった案件を対象とした不動産ファンドに対して分散投資を行って、マーケットのサイクル、市場環境を踏まえながらタイムリーに、効率的で安定的なリターンを上げるポートフォリオを築いていくということが目的でございます。

今回の投資運用会社の報酬の考え方を整理しておりますけれども、御説明をいたしましたグローバル・インフラストラクチャーと違いますのは、国内の不動産でございますので、プレーヤーが限られている所です。今回のエントリーに対しても、国内の金融機関、具体的に申し上げますと信託銀行グループが3社エントリーをしておりますので、こういった金融機関がいわゆる投資先を選ぶファンド・オブ・ファンズ・マネジャーの役割と、管理運営を行いますゲートキーパーの役割を両方兼ねるということで、募集に対して参加しているということでございますので、そこがインフラストラクチャーとは異なっております。

ただ、報酬の考え方は基本的に同じで、固定的な報酬で毎年支払う管理報酬と、成果に対して払う成功報酬というように、本来あるべきだということで整理しております。

管理報酬につきましては、基本的に水準について、その競争力を診断するということが一つありますし、コア不動産の投資の特徴として、キャッシュフローが生まれるということは先ほど申し上げたとおりですので、重要なキャッシュフローの多寡にリンクさせるような管理報酬の考え方も取り入れたいと考えておるところです。

一方で、成功報酬、これは長期的にサステナブルなポートフォリオをつくっていくということが究極の目的ですけれども、これに対し彼らと与えることができる役割が2つあると思っております。①のほうは、当初5年間の投資期間、物件を探し出して、あるいは作り出して投資をしていく期間を5年と想定しております。インフラの3年よりも若干長く考えておりますのは、現在のマーケットサイクルの中での価格水準に鑑みまして、オリンピックの前後も含めて少し長目に投資期間をとることで、ブレーキを踏んだりアクセルを踏んだり、臨機応変に対応できるのかなと考えておりますが、こういった期間の中で良好な投資案件を選択する、あるいはオリジネーターと共同でそういう機会をつくっていくということが一つの付加価値であります。

2つ目は、運用が開始された後、先ほどの投資期間と合わせて15年という長期にわたるものです。これは15年にわたるものですので、その間に物理的に劣化したり、あるいは経済的な競争力を失っていく。例えば郊外の商業施設センターはどのぐらい競争力を保てるのかというようなことが、当然15年の中には発生してくると思っておりますので、こういったことを見きわめながら、臨機応変にその内容を入れかえていくということで、サステナブルなポートフォリオを維持していくということが2つ目に大きな期待したい役割。こういったものに対してリンクする成功報酬を支払いたいというのが基本的な考え方でございます。

また、余りリスクをとり過ぎるといけないということもありますので、当初、運用機関ときちんと我々の投資のオブジェクティブ、コア物件であること、特に当初はそのリスク抑制型の債券型を中心に始めること、あるいはレバレッジ、借入金は余り使わないというようなことを共有していくことが必要でございます。

さらに、一層の投資家との利益のアラインメントですけれども、今回、彼らの運用会社にも運用機関にも、自己勘定によるセიმボート投資。現時点では約5%を我々の投資額に対しての比率で考えておりますけれども、こういったものを適用して、彼らにも同じような利害を共有してもらうことによって、ダウンサイドの場合、どうしても手数料だけではゼロにはなりますがマイナスにはなりません。これに対して投資家の側はキャピタルロスリスクを背負っておりますので、ここをシェアできる唯一の方法としては、こういったセिमボート投資を提案しています。また、金融機関としてはリスクアセットとして、こういったものを行うからには、かなり厳しいスクリーニングを行うことになりますので、この機能も我々のほうでシェアしていきたいと考えております。

以上が基本的な考え方で、それに対しまして7ページに現状3社がエントリーしていることの概要のサマリーが書いてあります。I社、J社、K社ですけれども、一番上の報酬構造に書いてありますように、基本的に管理報酬と成功報酬の組み合わせは3社とも共通しておりますが、違っておりますのは、成功とは何かという定義、もう一つは、その手数料をいつ払うのかというタイミング、この2点が三者三様ということです。

1番目の管理報酬につきましては、基本的に毎年払う安定的なものなので、料率がこちらに書いてございますように0.15%、0.35%、0.13%という違いがある程度です。3つ目の成功報酬の欄をごらんいただきますと、一番左側のI社は、先ほど申し上げました計算の対象がキャッシュフローです。ネットオペレーティングインカム (NOI) に対して、これが高い利回りを得た場合には成功報酬を上げてくださいという提案をしております。真ん中のJ社は、ファンド・オブ・ファンズを通じて投資する先のシングルファンド、アンダーライニング・ファンドのパフォーマンスを見ますということで、こういったファンドを売却して利益が実現した折には、そのシェア10%を下さいという提案。さらに、一番右のK社は、あくまで15年間トータルで、通算でどうなったのかというパフォーマンスを見ますということで、15年後に1回限り成功報酬を求めますという提案をしております。

こういった考え方をある設例を置いて水準感で比較しているのです、8ページをごらんいただければと思います。一番上に、設例としまして、国内不動産で毎年500億円程度の投資を5年間続けて、従って2,500億円。これを10年後に一括で売却したという設例において試算しています。その中で、左側の売却益なしと書いているのが、基本的には2,500億円の簿価で10年後に売ったというシンプルなケース。右側の例2が、これに対して一定のキャピタルゲイン、この場合は26.8%という想定ですけれども、これを上げることができたという2つのケースで試算しております。

したがって、左側のケースは、管理報酬のみになりますので、毎年の料率がそのままイコールということになります。右側のケースでは、10年目、成功報酬を導入しているJとKにつきましては、それぞれ高い料率が反映されておまして、これも含めた10年間の平均料率が、J社でいうと0.54%、K社でいうと0.25%というところがございます。

では、こういった水準のマーケットや他のファンドの運用との比較を9ページで行っております。国内の私募不動産の投資マーケットでは、ファンド・オブ・ファンズという考え方がほとんどないこと、それから、特にコア型の不動産をゴーイング・コンサーンで持ち続けるというファンドが基本的には余りないこと。さらに、これだけ大きなマンドートがなかなか例もない実情です。そこで、我々が比較したのは、これは私募ではないのですけれども、上場のJ-REITの運用料率で比較しております。

基本的には、規模がまずは1兆円前後で大きいこと、ずっとキャッシュフローを生み続けるオープンエンド型のファンドであること、さらに、賃貸収益に着目して、これに対する料率という考え方を導入しておりますので、今回、比較するには適当だと考えます。

この場合でフィー料率をこの四角の中の下に書いておりますけれども、左の2つ、これ

はオフィスビル型中心のREITですが、0.47%、0.41%という水準。一番右側のリテールファンド、これは商業施設の運営を行っていますけれども、商業施設の場合、どうしてもテナントの入れかえとか施設全体のプロモーション、広告等でいろいろな手数料がかかってまいりますので、この場合は1%を超えるような料率を掛けておるといことで、この例からいたしますと、先ほど御説明いたしました一定の成功報酬を上げる場合の今回の3社の提案も競争力があるのではないかと考えております。

御参考までに、コンサルタントの調査も載せておりますが、これはどうしても、先ほど言いましたように私募ファンドですと規模が200億円、300億円という事例でございますので、料率とか売り買いのときの固定報酬とかゲートキーパーを超えますと、今回の提案よりはかなり高い水準になっているという調査結果を載せております。

こういったことで、料率についての検証を行いながら、先ほどの基本的な考え方あるいは三者三様の少し違ったアプローチ、これに対して我々から我々の目指すところに対して再提案をしてくださいというボールを投げておまして、これを受け取りながら最終的な第3次審査を終了させて、最終候補先を絞ろうと考えている現状でございます。

以上、不動産の説明は終了ですが、最後に10ページをごらんいただけますでしょうか。こちらにはインフラ及び不動産、さらにエントリーを既に受けておりますプライベートエクイティ及びグローバル不動産、全体のピクチャーを示しております。

まず、今回、御審議いただく報酬の体系はプライベートエクイティあるいはグローバル不動産においても基本的なところは共通だと考えておりますが、水準につきましては、それぞれの地域あるいはそれぞれのアセットクラスによっても異なると思っておりますので、都度、今回行いましたように、マーケットでの確認をきちんと行いながら進めていきたいと考えておるところです。

スケジュールにつきましては下の箱ですが、先行しておりますグローバルインフラ、国内不動産につきましては、第3次審査及び手数料の再提案がほぼ終了しかかかっておるところでございますので、この後、翌月、9月の上旬から中旬におきまして、単数ないしは複数の最終候補者を絞り込んでいきたいと考えております。

その上で、先方との契約交渉を行いまして、合意をし、確定した上で新しい経営委員会に御報告したいと思っておりますが、一方、9月に入りますと、経営委員会の予定メンバーの方には7日にも所管事項説明ということで、全体的な概要を御説明する予定をしております。必要があれば個別の御説明等を含めて今回の進捗状況について御報告をしながら確定に向けて進みたいと考えておるところです。

なお、プライベートエクイティ、グローバル不動産につきましては、9月に入ってから第1次審査を開始した上で、順次10月以降進めていくという所存です。

ありがとうございました。

○新井委員長 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、御質問等がございましたら、お願いいたします。

○佐藤委員 御説明どうもありがとうございました。

お話を伺って、率直に言って未成熟でプレーヤーも限られたマーケットにGPIFのようなサイズの大きい機関投資家が出ていくのだなという印象はどうしても拭えないというか、率直なところそういう印象を持ちます。ただ、それを踏まえて十分検討していただいているので、私もお話を伺ってどう理解したかということをおさらいの意味を含めて申し上げながら、私なりのコメントをちょっと幾つか申し上げたいと思います。

一つ理解したのは、インカムゲイン主体の債券型の投資戦略を中心にやるのだと。むやみにキャピタルゲインは狙わないのだと。それは理解したことなので、その方針は徹底していただきたいと思うのです。

もう一つ理解したのは、リスクとリターンを随時モニタリングしながら、数年かけてアセットを慎重に積み上げていくのだと。したがって、残高の構成比を何年後に何%まで引き上げるとか何千億円にしなければいけないとか、そういう量的な目標に縛られるものではないと理解いたしましたので、その点も、くれぐれも勇み足にならないように慎重にお願いしたいと思っています。

一番重要な点は、過度なリスクテイクをどうやって抑制するのかということで、GPIFがあってゲートキーパーがあって、ファンド・オブ・ファンズがあって、ある意味プリンシパル＝エージェントの問題が二層に重なっている問題であるわけです。だから、GPIFの考えている考え方、方針、一番気にしているところが、どれだけ本当にファンド・オブ・ファンズに徹底されるのか。不動産の場合には、ゲートキーパーイコールファンド・オブ・ファンズなので、その問題はインフラに比べて少ないのかもしれませんが、やはりおっしゃったセイムボートのような考え方を取り入れて、プリンシパル＝エージェントのところを抑制していくとか、前にお話がありましたね。キャップをはめるようなことも恐らく工夫をして、どうやってファンド・オブ・ファンズのインセンティブ、具体的な投資行動に影響を与えていくのかということまで見ていただきたいと。ゲートキーパー任せにしないことが重要なのだろうという印象を持ちました。

そういう意味で、委託先に対するコミュニケーションの仕方は非常に重要だなと考えておりましたので、その点は十分しっかりと委託先にGPIFの考え方をコミュニケーションしていただきたい。

最後なのですが、資料を拝見していると、特に成功報酬の考え方が各社非常にまちまちですね。恐らくそれなりの哲学があって各社独特の方針が出てきているのだろうと思いますけれども、運用を実際に行ってみないと、どこからそういう考え方が出てきているのかを見きわめるのはなかなか難しいとも思いますので、GPIFとして経験値を蓄積するという意味でも、今、お話の中にありませんでしたが、場合によっては複数社に委託するというのも御検討されてもいいのではないかと思います。競合させるという意味合いも当然あると思いますけれども、それだけ、ここまでまちまちだと、背後にあるものを十分理解する必要があると思いますので、複数社を選定することも検討の一つに加えていただい

てもいいのかなと思います。

以上です。

○新井委員長 水野さん。

●水野理事 複数社のことです。

●轟オルタナティブ投資室副室長 ありがとうございます。最後の複数社のところについてだけ御説明申し上げます。

今回、3次審査を行っている中で、特に海外のインフラのファンド・オブ・ファンズ・マネジャーについては実際に現地に行きまして、かつ、複数の拠点にまたがっているところも全部行きまして、投資の担当だけではなくてリスク管理であったり、あるいはエコノミストであったりアナリストであったり、非常にたくさんの人によって話を聞いてまいりました。加えまして、今、業界の関係者から、独自にそういったマネジャーについての評価であったり、あるいは投資先のファンドの運用者、逆に彼らの既存の投資家といったところから、いろいろな意見集約を行っております。

その中で見えてまいりましたのは、それぞれの会社に特徴がございまして、かつ、いろいろなマネジャーのカバレッジも大分違います。したがって、我々として考えておりますのは、各社の基本的な我々の考え方に合ったところを選定するのは当然でございますけれども、その上で、各社の特徴を生かせるような、こういった投資の戦略も取り上げていきたいと考えております。

委員の御指摘があったとおり、一部重なるようなところもあるかと思いますが、そこはうまく調整しながら、得意わざを生かしながらそれぞれがパフォーマンスといったところで競争してもらおうといったことも考えて参りたいと思っています。

○新井委員長 どうぞ。

●山田オルタナティブ投資室企画役 国内の不動産に関しましては、どうしても東京圏が中心になるかと思っておりますし、その中には、GPIFの資金をリプレゼンする運用機関が複数あるというのは、少し混乱を招くかなと思っております。一方で、グローバル不動産の運用は、世界を一社で全部カバーできるというのは無理がありますし、仮にグローバルなネットワークはあっても、地域的な強み、弱みはありますので、例えば米国中心であるとか欧州中心である等、こちらでは複数社を念頭に置いて考えたいと思います。

○新井委員長 お願いします。

●水野理事 ありがとうございます。今、2人が申し上げたとおりでありまして、マーケットが小さいと、逆に競合させると、わかりやすく言うと値段が上がる方向に働く可能性があって、マーケットサイズによって多分、そもそも違ってくるのではないかと思います。フィーのことでせっかく言っていたので、私からもつけ加えさせていただきますと、まさに佐藤委員御指摘のとおり、それぞれの提案のフィーのストラクチャーがばらばらであります。

私は逆の立場でフィーの交渉をずっとやってきたのですけれども、ばらばらに出たもの

をシミュレーションして比べて、どれが高そうかなと判断するのが普通の投資家ですが、今回、GPIFがやろうとしているのは、逆に、私たちはフィーのストラクチャーはこうあるべきだと考えますけれども、そのストラクチャーにした場合どういう水準になりますかというのを聞いているので、フィーの交渉としては最も洗練されたやり方だと思うのです。

GPIFの場合、オルタナティブ投資について組織としては、全く初心者ですけれども、チームの一人一人はかなり経験がありますので、今回のフィーの進め方は相当ソフィステイクーションの高いやり方でやっているつもりです。手数料の水準については、中期計画において運用委員会にお諮りするようになっておりますが、既に彼らから提案されているレベルをマーケットと比較して既に安いということです。それを今度、ストラクチャーを私たちが思うように変えてやり直してくださいということを申し上げますと、運用会社は何をするかという、また彼らなりにシミュレーションをして、このフィーと大体一緒になるようなものを出してくるはずですよ。

そこで、ただ、今回と違うのは、今の状況ですと、アップル・ツー・アップルの評価が全くできないのですけれども、同じ体系で出してもらえば明確にどこの運用会社が高いのか、安いのかもわかりますし、一部、例えばフィーのストラクチャーそのものに異論があるということですよ、佐藤委員がおっしゃったように、そもそも運用のフィロソフィーに何か私たちが理解していないことがあるのではないかとということを見出すきっかけになりますので、それでこういう進め方でやらせてもらいたいということを今日はお諮りしているというように御理解いただければありがたいと思います。

○新井委員長 ほかの委員の方はいかがでしょうか。

加藤さん、お願いします。

○加藤委員 参考までに教えていただきたいのですが、インフラのファンド・オブ・ファンズでいうとB社、不動産でいうとI社がそれぞれ競合他社と若干違うような感じがします。ファンド・オブ・ファンズのB社は高いわけですが、これは成功報酬がかなり高い額ですね。

●轟オルタナティブ投資室副室長 4ページでごらんいただけますような成功報酬の提案をしてきておりますので、例えばA社のほうは、これは管理報酬も異なりますが、成功報酬は、A社は利益額の5%と言っているのに対しまして、B社は10%と言っていますので、ここだけでもう倍の水準の違いがあります。

○加藤委員 お聞きしたかったのは、I社のほうは、逆にキャピタルゲインは要らないという方針ですね。この背景、要するに、運用者の考え方として何がこの2社にあるのかを教えていただきたい。

●轟オルタナティブ投資室副室長 B社につきまして私どもが考えておりますのは、これは実は唯一、応募者の中で上場会社でございますけれども、非常に組織が大きい会社でございます。オルタナの運用に特化した運用会社でございますけれども、プライベートエクイティ、インフラストラクチャー、不動産、デット、こういったオルタナの運用を幅

広くやっておりますが、非常に多くの人材を抱えておまして、フロントの投資担当者だけではなくて、ミドル・オフィス、バック・オフィス、こういったところで分業体制がしっかりしている会社でございます。

そういったところは非常にコスト的に体質が非常に高いということもあります。実は、そういった高コスト体質がリターンにちゃんとはねていればいいと思っておりますけれども、我々のほうは、今の段階ではそこは慎重に見ております。

○加藤委員 高コスト体質だったら、キャピタルゲインよりは、例えば管理費を上げるという方針ではないのですか。

●轟オルタナティブ投資室副室長 そうですね。当然ながら水準感としてはごらんいただきますとおり、管理費用も非常に高い水準になっています。

●水野理事 今の加藤先生の御質問は、正直に申し上げますと、なかなか一概には答えづらいところはあります。ただ、外形的には、高コスト体質のシステムだとフィックスのフィーを欲しがらざるとうのはありますけれども、先ほどインフラのほうで話をしましたが、例えば同じファンドにもう入れているのを追加で投資するのに追加のコストもかからないわけですので、外形的に必ずしもそこがよくわかるわけではないのです。

逆の運用者側のこちらにフィーを提示する立場が何を考えるかというのと、例えばGPIFは成功報酬というよりも安定収益を欲しがらざるうと思えば、余り成功報酬を多目にしないというフィー提案をするというのは、多分、マーケティングの観点からその辺のフィーも考えてくると思うので、そのあたりがまざり合ってこの提案になっているので、正直裏に何があるかをヒアリングぐらいしかできません。繰り返しになるのですがけれども、同じ形でオファーするというと、実は、割と考え方がそこで明確に出てきてしまうということになりますので、次のラウンドで提案が出てきたときに、どうしてもここだけは飲めないとか、あるところだけほかのところと比べて異常値的にパーセンテージが高かったり低いというものが出てくると、もう少し先生の御質問のようなことの、何が裏にあるのかがわかるのではないかと思います。

●山田オルタナティブ投資室企画役 不動産に関して御質問にお答えします。

今、御指摘の点は非常に興味深いポイントだと思っております。というのは、I社が特に金融危機以降、年金等の顧客に対して行ってきた運用スタイルに非常にこれはリンクしているからです。長く運用をしている会社ですので、金融危機の前はいろいろな資産をかなり大量にやっておったのですけれども、そこでいろいろな経験をしたことで、2011年以降は、非常に特化した商品、具体的に言いますと賃貸住宅、駅前小規模な商業施設、つまりはどんなにひっくり返っても余り損が出ないものに特化してやっております、したがって、安定したキャッシュフローを上げることに価値観を見出して、まさに御指摘がありましたフィロソフィーとしてそれを持ってやってきたところだと思います。

ただ、我々はこの提案を受けて、NOIリンクというのは我々のフィロソフィーにも近いところがあり、良い所があると思ったのですが、一方で、これだけを基準とした場合は、ど

うというトリックがあるかということをいろいろ考えました。2つありまして、1つは、つまり、キャッシュフローが生まれている限りはずっと彼らは収入が入るということですので、マーケットの状況を見て、今、これは売りどきだろうとか、今は買いどきだろうとかいうインセンティブが余り働かないのではないかというのが1点。

もう一つは、どうしてもキャッシュフローの利回りが高い物件は、物件のクオリティーが低いという可能性があります。そうすると当然価格は安いですから、利回りが高く出てくる可能性があります。そうすると、我々が15年かけて求めなければならないサステナブルなクオリティーを持っているポートフォリオができないのではないかというような、不安を持ちました。そこで、右の2社にあるような、キャピタルバリューに対する考え方、それも15年後にちゃんと価値を保てる考え方を入れてくださいというようなことを依頼しているところでございます。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

それでは、基本的に本日、事務局から説明がありました方針に従って進めていただくようお願いを申し上げます。

続きまして、委員限り3総合評価方法の見直しについて、事務局から説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 委員限り3総合評価方法の見直しについてでございまして、こちらは伝統的資産の運用機関の総合評価の方法を、定性と定量の組み合わせから定性中心に変えていこうという提案となっております。

まず、1ページ目をごらんいただきまして、現状何を行っているかということでございますが、現行は定性、定量でそれぞれ50%ずつという評価体系をとって、点数を割り振っているということでございます。

定性評価につきましては、従来からの投資方針・運用プロセス、組織・人材といった点に加えまして、昨今では国内株パッシブにおいてスチュワードシップ責任から取り組むというものを15%ということで大きなウエイトを与えて評価をしているといったところでございます。

2ページ目をごらんいただきまして、それでは、他のアセットオーナーがどういう方式で運用機関を評価しているかを取りまとめたものでございます。私どもの現行の方式のように、定性、定量それぞれ点を割り振っているやり方は、日本でいいますと共済年金、三共済が同じような方法をとっているということでございます。ただ、先進的と言われるような基金、企業年金連合会とか、あとは海外のCalSTRS、カナダのオンタリオ州職員退職年金基金といった先は、基本的に定性中心である。定量データは定性評価の裏づけとして使っているという回答を得ているところでございます。

3ページ目に参りまして、私どもは現行の定性・定量で50・50のやり方について、コンサルともいろいろ相談をしながら問題意識をまとめたものが、この箱の中でございます。特に定量評価につきましては、運用機関評価の本来の目的は、フォワード・ルッキングに

超過収益の獲得の可能性を高めるといったことにあるわけですけれども、定量評価に50%の点数を割り当てていますと、どうしても過去に引きずられる。パフォーマンスの後追いになるという可能性があるのではないかと考えてございます。

また、この運用のパフォーマンスはスタイルの影響を強く受けますので、例えばグロースファンドのスタイルが運用成績がいい、総合評価も高い。そちらに資金を配分するといったことをすると、次の年にはバリュウが、調子がよくなったりといったことがあるという懸念を持っております。

この点とも関連するのですが、矢羽根の5つ目でございますけれども、定量評価を含む総合評価に基づく機械的な配分・回収は、我々のマネジャーストラクチャー、運用受託機関構成をゆがめる要因となるのではないかという問題意識を持っているところでございます。

もう一つの切り口としましては、スチュワードシップの評価に係る問題でございます。国内株につきましては、既に特にパッシブについて、スチュワードシップ活動の評価のウェートを大きく上げているところでございますけれども、外国株式についても同じことであろうと。スチュワードシップ活動、議決権行使やエンゲージメントを通じて、ベータの底上げを図ることが大切なのではないかと考えているところでございます。

もう一つのポイントがフィーのお話でございます。パッシブ運用においては現行の私どもの評価基準は、低ければ低いほど評価が高いという体系をとっておりますので、パッシブのフィーはまさに限界まで低くなっている状況でございます。こうしたフィー体系のもとで安定的な、持続的なスチュワードシップ活動をやっていくのはなかなか難しくなっているのかなという課題を認識しているところでございます。

続きまして、5ページ目をごらんいただきまして、こちらはコンサルタントのラッセルから頂戴したものでございまして、定量データだけでなかなかいいマネジャーを見分けるのは難しいという表でございます。特に、真ん中の列は、先進国の株式の列をごらんいただければと思いますが、こちらは2007年度から2012年度にパフォーマンス上位25%に入った46の運用機関が次の5年間、2013年度から2017年度にかけてどういうランキングにおったかを表現したものでございまして、上位25%、46ファンドのうち同じ地位を保ったものが15ファンドにすぎなかった。12ファンドに至っては、最低の第4順位の中に落ち込んでしまっているということで、いかに過去の定量データだけでよしあしを判断するのが大変難しいかということを実にあらわしている表であろうと考えてございます。

続きまして、具体的に私どもがやろうとしていることで、8ページ目をごらんいただければと思います。具体的な見直し内容でございます。今回、改正を考えてございますが、定性、定量を50・50から、定性評価から構成される運用能力の評価に変更するというところでございます。

第2次審査の行をごらんいただければと思いますが、現行では、例えば選定の第2次審査においては、定性、定量各4点満点ずつ、合計8点満点で評価をしていたという

ものが、見直し後は同じ第2次審査、運用能力の評価、基本的に定性評価でございますが、この4点満点で点をつけようということでございます。ただし、定量データを無視するのということについては、決してそういうことではございませんで、先進的なアセットオーナーが実施しているように、定量データを定性評価の裏づけとして使っていただくという考え方を導入してございます。

具体的には9ページの赤字の部分でございますけれども、定性評価項目の一つであります運用プロセスにおいては、従来第2パラグラフ目、付加価値の追求方法が合理的であるかどうかということを確認するということになっておりますが、ここに赤字で運用実績を伴いということで、定量データを付加価値追求方法の合理性の裏づけとして使うという考え方を盛り込んだものでございます。

また、組織・人材におきましては、従来経験を有し、投資環境を踏まえた対応が可能なマネジャーがちゃんと配置されていますかということを確認しましょうというルールになっておりますが、ここにもそうした対応が可能なことが、運用実績により裏づけられたマネジャーが配置されているかどうかということで、こちらもマネジャーのよしあしを判断するに当たって、定量データをしっかり使っていただくということでございます。

10ページ目をごらんいただきまして、裏づけとして使う定量データはどんなものがあるかということを一覧してございます。アクティブ運用でございますと、超過収益率の要因分析でございますとか、他のマネジャーとのユニバース比較、同一運用機関の旗艦ファンドとの比較。リスクとの関係でインフォメーションレシオといったものを活用していただくということで考えているものでございます。

次に(3)は機械的な回収方法の見直しでございますが、現在では、かなり機械的に回収割合を決めておいたところでございますが、運用受託機関構成のゆがみ等を考慮いたしまして、こういった機械的な回収は改めまして、個別に回収割合については決定するというたてつけに改めたいと考えております。ただし、総合評価、今度は4点満点のうち1点であれば、評価は極めて低いということでございますので、こうした先については解約ということだけ決めて、あとは個別に決定しようという考え方に改めようと考えてございます。

続きまして、11ページ目の(4)はスチュワードシップ責任の評価の割合の引き上げでございますが、外国株式のパッシブにおいても国内株式のパッシブにおいても国内株式のパッシブと同様に10%から30%評価ウェートを引き上げることを考えてございます。

次に(5)で、パッシブ運用の手数料評価の見直しでございます。現行のルールをごらんいただければと思いますけれども、選定の際には各社から運用手数料の提案をいただきまして、それを機械的に割り振ってございます。現行の最高水準以下であれば2点から4点がつき、提案最終手数料の平均水準以下であれば3点から4点。さらに、提案最終手数料の平均の半分以下であれば4点ということで、提案に応じて機械的に割り振って、安ければ安いほど評価が高いといった点数のつけ方をしていたわけでございます。

これですと、なかなかサステナブルなスチュワードシップ活動の展開も難しくなるう
ということで、見直し後のルールといたしましては、いわゆる合理性基準ということでご
ざいまして、提案の手数料の水準が、他の運用機関の手数料の水準とかスマートベータ型
でありましたらインデックスの調達コストもばかになりませんので、そうしたものと
か、あとはスチュワードシップ活動、それを実施するための組織体制の評価等を考慮し
まして、合理的と判断されれば、運用能力の評価イコール総合評価の点数とするとい
うことをございます。

一方で、手数料の低いビジネスモデルを提案する先を生かしていこうという考え方
も②で加えてございまして、特に運用手数料の数字が低いと判断される場合には、
運用能力の点数に加点したものを総合評価の点数とするということをございます。

そうした結果、12ページをごらんください。総合評価における評価の割合がどう
変わるかということをございまして、1ページ目の表が見直し後の表に変わって
いくということをございます。定性評価中心の評価をする。特に株式のパッシ
ブ運用につきましては、スチュワードシップ責任に係る取り組みのウエートは
内外問わず30%まで引き上げていくといったことをございます。

今後のスケジュールの予定でございしますが、本件の実施は10月に業務方針を
改正し11月1日から適用で、そこから以降のヒアリング、選定に当たって新しい
ルールを適用していこうと考えてございます。10月以降となりますと、御承知
のとおり経営委員会のレジームのもとで実施することになってまいりますので、
本件は経営委員会にも付議を予定してございます。まだ経営委員会の付議内
容については、最終確定を見ていない状態でございますが、付議を予定して、
その上で10月以降実施の運びとしたいと考えているところでございます。

私からの説明は、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、御質問等がありましたら、お願いいた
します。
清水さん、お願いします。

○清水委員長代理 昨日、御説明いただいてからいろいろ考えたのですが、ま
ずは5ページのパフォーマンスとユニバース内位置の変化ということで、こ
ちらは株式だけの結果の御説明になっていますが、債券の場合はどのよう
になっているのか、もしあれば出していただきたいというのが一つあり
ます。

また、先進国株式を見ると、確かに46トップだったもののうち12が一番
下に位置しているということも御指摘されましたが、その他全体で見
ますと、やはり高いものが高いところに位置しているという割合は確
実に見られると思うのです。というわけで、これだけで、果たしてパ
フォーマンスがよかったものが次期で必ずしも関係がないと言えるか
どうかというと、私は言えないのではないかと考えています。それが第
1点です。

それから、最初にもありますが、今回の定性評価により重きを置くとい
うのは、スチュ

ワードシップ責任に関する取り組みを高く評価しようというところに一つ目的があるのかなと思っています。したがって、国内株式、パッシブなどにそういったものを適用するのはいいのですが、その考えを全体に当てはめてしまう、特に債券運用のように、現時点ではまだスチュワードシップ責任に関する取り組みがないところも定量評価50%だったものをゼロにしてしまうことで、投資方針、組織・人材のウエートがかなり高くなってしまいます。

その中に、御説明では定量の部分を盛り込んでくというお話だったと思うのですが、果たしてそれがいいことなのか、どうなのか。かえって定性の中に定量を盛り込んで、この結果がよかったのは投資方針、プロセスがよかったからだ、あるいは組織・人材がよかったからだという判断を恣意的にしてしまう可能性がないのか。そういった意味では、むしろ今までのように定量と定性と分かれているほうが、そういう恣意性が入らないのではないかとといった点で問題があるのではないかと考えます。

最後に、もしできるのであれば、総合評価を、例えば前年度にしてみたときに、実は成績が悪かった運用先が幾つかあったと思うのですが、この観点で評価すると、定量・定性を使ったよりも定性でやったほうが、ちゃんと低く出るではないかという実例などがあると、この大きな変化を受け入れやすいと思うのです。今の御説明の特にパフォーマンスはそれほど重要ではないという5ページのこのグラフの、特に先進国株式だけに基づいたもので、このように大きな変化を受け入れるというのは、多少説明不足なのではないかと思えます。

○新井委員長 水野さん、お願いします。

●水野理事 ありがとうございます。ここは今、ちょっと調べてもらっているのですが、これは実は私たちが運用委員会の資料をつくる際に、ラッセルがつくった資料の一部を取り出して、非常にわかりやすかったので使っているのですが、今回、ラッセルとマーサーから我々の評価方法についてということで、いろいろ意見、提案をいただいたのですが、どちらもいわゆる定量評価はふさわしくない、定性評価に定量評価を織り込むもしくは定性評価をサポートする形で使うべきだという提案がもともとありました。実は、長年業界ではGPIFの評価方法はよくないと評判になっていたのは、定量評価が強過ぎる、以前、堀江委員がよく言っていましたけれども、要するに、過去のパフォーマンスが今後のパフォーマンスの証明にならないということは、業界一般に言われていることでして、確かに証明にならない度合いにつきましてはマーケットとかいろいろ違うのですが、一般論としてそういう提案があって、我々は検討を始めました。

先ほど陣場は時間の都合で飛ばさせていただいたのですが、7ページもそういう提案を受けまして、内部でもいろいろと議論をした後に、プロの運用者である私どもの運用委託先に対して、このような変化を考えているけれどもどう思うかということを知っているのですが、2社を除いては、好ましいもしくはそれで構わないということです。1つには、業界の先進的なアセットオーナーや運用会社からすると、こういう定性評価で一本

化することのほうが一般的になっているということで、どちらかと言えば、業界的にはやっとならぬGPIFが定量をやめたかという受けとめ方をされるのではないかと考えています。

もう一つは、なぜこういうルールになってきたかということ、行政機関であるということで、恣意性の排除をずっと言ってきたわけですが、恣意性は、逆に、例えばこういうマーサー、ラッセルが言うそれは専門性と呼ばれるわけでありまして、GPIFはまだ専門性と呼んでいただけないのが残念なところではありますが、ジャッジメントはプロの運用者としては必ず入るわけですので、そこはまさにプロのラッセルやマーサーなどから定性評価の中で織り込んでいくべきだという提案を受けたということで、今回、こういう提案をさせていただきました。一応念には念を入れまして、先ほど申し上げましたように運用機関にも確認したのですけれども、望ましいということですので、今回、運用委員の方々に御説明させていただいております。

債券のデータはラッセルも出してくれていなかったもので、私も興味がありますので取り寄せようと思います。

○新井委員長 武田さん、お願いいたします。

○武田委員 ありがとうございます。

1点は意見で2点目は質問になります。1点目の意見としては、運用機関への伝え方は気をつけたほうがいいのではないかと考えています。運用受託機関のアンケートでは定量的より定性的のほうがという回答が多かったとのことですが、定量的な部分についても一定程度にらみをきかせている点をきちんと伝えたほうがよいと思います。実際、御説明にもいただいたとおり、裏づけとして定量的なデータを使うわけですから、定量的なデータを軽視するわけではなく、引き続き定量データも重視した上で総合的に判断する、つまり、定量から定性へ変えるという説明ではなく、定量的な部分も含めて総合的に判断するという伝え方のほうが正確かつインセンティブを下げないのではないかと考えています。

2点は、水野理事と清水委員長代理とのやりとりとも関係いたしますが、定性的な判断となりますと、メリット、デメリットが資料にもございましたけれども、客観的に判断することが難しくなる点是否めないと思います。GPIF内での決定プロセスをどのような体制で行っていくのか。今回の定量評価からより定性評価にかじを切ることによって、GPIFの内部の体制をどのように整えていくと考えていらっしゃるのか。その点をお伺いしたいと思います。

●陣場市場運用部長 一つはインセンティブ、定量のウェイトが下がる、または定性中心になるということで、運用機関の収益を上げることに對するインセンティブが落ちないかということにつきましては、先月に議論させていただきました実績連動報酬との絡みでセットでお考え合わせいただければと思いますが、アクティブについては実績連動の傾きをきつくして、要するに、アルファを稼げないと運用報酬がもう思い切り減るといった体系に移行していこうと考えていますので、パフォーマンスを上げることに對するインセンティブは落ちない。逆に、パフォーマンスが稼げないと運用報酬が少なくなるという、極め

てモチベーションを強める効果を与えるということで考えております。

それとセットで考え合わせていただければ、過去のパフォーマンスはきちんと見ている。ただし先々のフォワード・ルッキングな超過収益の獲得可能性については定性的なものを見ていきますということによろしいのかなと考えております。

○新井委員長 お願いします。

●水野理事 ありがとうございます。今、陣場の言ったとおりですけれども、あとは内部の体制に関しましては、正直まだ人数は少ない。今、私たちが一応見本としているのは、ラッセルのファンド・オブ・ファンズというか、マネジャー・オブ・マネジャーズのチームみたいなところを試行しているのですが、彼らに比べると、当然チームの人数も経験値も少ない。ただ、その部分は予算としてお認めいただいて、ラッセル、マーサーのレポートを全ての我々の委託先についてとっておりますので、私たちのチームの評価とラッセル、マーサーの評価を必ず再分析してデシジョンメイクしていくようにしております。皆様への年間のレポートでも書いていますように、私たちの評価とラッセル、マーサーということで、そこを入れることでチェック機能を果たしていくということを一つやっていきたいと思っています。

なかなかここは一朝一夕にはできないのですけれども、こういう形でやっていかないと、私どもの中のノウハウもついていきませんし、マーケット側から見たときにGPIFの評価だけ、いわゆるプロのマネジャーを評価している人たちと大幅に違うということは、レピュテーション上も問題がありますし、比較するときにもなかなか比較しづらいという点もありますので、今回のプロセスにおいては、2つのコンサルとかなり長い時間をかけて話し合っ、この評価基準をつくってきていますので、とりあえずこれで試させていただきます、実際は1年たてばまた総合評価が回ってきますので、そのときに都合が悪かったり、コンサルの評価と余りにも差が出るようであれば、そこでもう一度見直すということを繰り返していきしかないと考えます。

○武田委員 ありがとうございます。

1点よろしいですか。先ほど陣場部長より、前回議論した実績連動報酬によって定量評価についてもインセンティブをきかせるということについて、当然その通りだと思いますが、伝え方も重要と思います。運用機関への伝え方として誤解がないように、定性評価のみならず定量情報も踏まえた総合判断であると伝えたほうが、お互いにとっていいのではないかと考えます。

●水野理事 わかりました。

●高橋理事長 ありがとうございます。おっしゃるとおりでありまして、かなり会話はしてきていただいておりますが、今回の評価方法の見直しは、非常に簡単に言いますと、過去にすごく環境にも恵まれ、運もあって100点をとりましたというのは、今までの選考法だと100点なのです。しかし、我々が求めているのは、その100点がこれから違った環境でまた再現できますかということでもあります。

今までは説明は求めないわけです。100点ということで、こんなに成績がいいのだけでも、どういう要因で、つきは何割、実力が何割だと思えますということを知っていて、では、今まで100点だったけれども次は80点はいけそうだとすることであれば80点で評価することに変えますということを知りながら運用会社に伝えていくことをやっていたということでもあります。若干トライの部分もあると思います。多分、運用会社のほうはそちらになれていまして、GPIFがそう変えるといったら、わかったということにはなるとは思いますが、おっしゃるとおり急に変わった感だとか本当にやってくれるのかとか、ちゃんと自分たちの実力を見てくれるのかということについては、我々にとってとても新しいチャレンジだと思うので、丁寧にやっていきたいと考えております。

○新井委員長 私からですが、皆さんからも出たのですが、アクティブ運用については5ページに示されているような結果は、予想される通りだと思います。恐らく債券についても同様の傾向が観察されると思います。この分野における過去の実証研究などを見るとそういう結果が出てくると予想されます。一方、パッシブ運用の評価については基本的にトラッキングエラーが最重要視されると思います。とすることで、パッシブについては、定量を入れないというわけにはいかないのではないのでしょうか。つまり、パッシブの評価についてアクティブと同列に定性評価、定量評価を論じるのは、いかなものなのかなという感じがします。

確かにアクティブ運用における超過リターンの持続性については過去のいろいろな研究においても5ページと同様の結果が出ています。アクティブ運用の運用成績は、運用者のスキルだけでなく運に左右される部分が多いからです。一方、パッシブのトラッキングエラーとなりますと、運というよりもシステムチックな要素、すなわち、どれほど運用体制がよくできていて、システムが洗練され、オペレーション上もすぐれているかというようなことが数字に、素直にあらわれてくる面が大きいと思います。とすることで、評価方法においてアクティブとパッシブを同じように考えていいのかについて、疑問があるということが1点目です。

スチュワードシップ活動については、海外についても同じウエートということですが、国内の企業に対するスチュワードシップ活動がどのように行われているかは、裏づけをとるのも比較的たやすいような気もするのですが、海外企業になりますと、GPIF側でどのようにチェックするのか。海外企業について、運用機関がしっかりスチュワードシップ活動をやっていますと報告しても、どのようにチェックするのですか。チェックのための内部体制なりコンサルタントの利用なりについてどのようにお考えになられているか。後のほうは質問です。

●陣場市場運用部長 まず、パッシブの評価でございますが、現行、パッシブについても定量的なものをきちんと見て評価をするという体系をとっております。具体的には、私どもの運用においてはトラッキングエラーだけではなくて、取引コストの削減等によって、アルファも少しは稼いでくださいというお願いをしております、アルファが稼げたら

もう4点。その水準を問わず4点だという評価をしているわけですが、やはりパッシブの定量の現場として認識している課題としては、パフォーマンスで多少差は出るのですが、極めて僅差なのです。

この人は1ベース勝ちました。この人は1ベース負けましたぐらいの差しか出ないところなのですけれども、これに評価点をつけると、1ベース勝った人は4点、マイナス1ベースは2点ですね。ゼロかプラスかマイナスかで天国と地獄になるということで、パッシブの定量評価もわずかな差でもって差をつけて、点数を割り当てるということについては課題があるのかなと考えておりました、そうであれば、今回、アクティブ、パッシブを問わず定性中心で、定量はあくまでも裏づけということで進めたほうがいいのではないかと、今回の提案はアクティブ、パッシブ共通ということで考えたところでございます。

●水野理事 ありがとうございます。先ほどの武田委員の御質問とも関連すると思えますけれども、当然結果として出てきたトラッキングエラーについて差が出てくるわけですので、その差についてなぜ起きたかということは、私どものほうでチェックしておりますし、あとは先ほどの高橋のポイントにもなるのですけれども、とりあえずうまくいっています。でも、やってみたら、今回、実際に外株のデューデリで幾つか我々も気づきがあったのですが、かなりシステム化していて地域別でやってもうまくできそうなところと、手作業ベースで何とかやっていて、これは本当にシステムとしてサステナブルかというところも正直あったわけです。

今までですと、表面上のトラッキングエラーが一緒である限り、ほとんどその評価には差が出てこなかったのですが、これからは、見た目の数字だけではなくて、その数字が維持できるようなシステムがあるかを見ていくことになるかと思えますので、常に両方を聞いていくということだと思いますし、多分、運用機関のほうも、私どもが定性に変えまうと言ったところで数値の質問をされないと思わないと思うのですが、念には念を入れて御指摘がありましたのでやりたいと思います。

あとはスチュワードシップに関しては、1年半前に国内の株式のパッシブの運用者に対してスチュワードシップの評価項目を最初に加えさせていただいたときにも、GPIFとしてそもそも評価するナレッジがあるのかどうかということは当時疑問として運用委員の方々からも投げかけられました。私どもとしては、海外のアセットオーナーの連携とかいろいろなものやって、日本の場合ですと企業アセットオーナーフォーラムとかいろいろやって、そこら辺のノウハウをためていきますということでやらせていただいて、今はGPIFがスチュワードシップに関して質問する内容についてもかなりレベルが上がってきて、運用会社からもGPIFのスチュワードシップに関しては、逆に言うときちんとチェックされていて少し恐怖を感じておられるところもあると思うのですけれども、そういうところまで来ております。

海外は、企業側に質問して裏からチェックするという国内のアンケートでやっているよ

うなことはなかなかできないと思いますので、そこは他のアセットオーナーやいろいろな人たちと協力してやっていくしかないと思います。今までは明らかにウエートが違っていましたので、国内の企業に対してのスチュワードシップ活動は、GPIFはちゃんとやってくださいと、やらなければ点数が低いですと運用会社に言っている一方で、海外の企業だとGPIFはちゃんと見ていませんというメッセージが出てしまっていたと思うのです。そういう観点からすると、本来私どものスチュワードシップとしては、国内外の会社を問わず同じようにやるというのが、本来あるべき姿で、ただ、実力的に、海外がどこまでできるかということに関しては、国内に比べると情報網としては限界があるのです。

ただ、この1年半で企業に直接作用することなく運用会社に対してのガバナンスをきかせるような、GPIFなりのスチュワードシップのアプローチは、国内においてはそれなりの成果を上げてきたと思っておりまして、これを海外についても今回はロールアウトしようということです。外国株式の運用会社に対しても同じように日本版スチュワードシップ・コードにサインして下さいとか、彼らのガバナンスがどうなっていますか、利益相反の管理はどうなっていますかと、今度は同じことをやっていくところから今は始めようとしていますので、委員長の御心配のようにいきなり同じにするのは野心的過ぎるかもしれませんが、この1年半である程度、GPIFの制約の中で運用会社にどう働きかけることによってスチュワードシップ活動が行われるかという知見は多少ついたかなと思いますので、今回はこれで試させてもらいたいと思っています。どこまでできるかは本当に1サイクルやってみないとわからないのです。

○新井委員長 お願いします。

○井上委員 定性評価といってもかなりの部分に定量評価も当然のことながら入っているということで、安心しました。定性評価となると、どうしても透明性とか客観性の点で説明が難しいところが出てくると思います。

重要なのは、評価をどう適正に保っていくかになってくると思います。それはまさにGPIF側の体制の変換が求められているということです。つまり、どのように評価して、その評価結果をどのように整理していくか、後につないでいくかという、GPIF側の体制の変換も求められるような気がするのですが、そのあたりについてお考えとか、今後の取組み方針などがありましたらお聞かせいただきたいと思います。

●水野理事 ありがとうございます。体制という意味では、現在は投資委員会で基本的には最終的な評価を確定して、理事長決裁という形でやらせてもらっているのですけれども、そこに上がるプロセスにおいて、先ほどの繰り返しになってしまっていますが、他のコンサルのレーティングとの横比較を行うとか、異なった資産間での評価の横比較を行うとか、こういうものをできるだけチームでやろうということで、インベストメント・マネジャー制ということで、それぞれの資産クラスの責任者とその下のアナリストを一つのアセットクラスにせず、全てのアセットクラスを担当するというので、横比較の能力をつけようということで取り組んでいます。

実際、それに完全移行するに当たっては、人材的にも不足していますので、現在、新しいプロや若手の採用を進めているところですが、今、言ったような形でチームを成長させていただければと思っております。

○加藤委員 私は、今回の見直しは基本賛成です。定量評価を機械的に使うのは、どう考えても無理があるだろうと思っておりますので、賛成です。

ただし、それに当たって2つお願いがあります。1つは先ほど来出ておりますけれども、総合評価はなかなか難しいと思います。はたから見て理解するのが難しいので、どのように評価したのかをできるだけわかりやすくディスクローズしてほしい。説明をしてほしいということです。このように評価しましたということを説明してほしいということ。

それから2つ目は、先ほど清水委員長代理からもあったと思うのですが、総合評価の評価をしてほしいということです。つまり、総合評価をして、翌年、本当によかったのか。翌年1年間か3年間など適当な期間があるのだらうと思っております。実は、今回の改正は、執行の部隊の皆さんにとっては厳しい改正である。要するに、結果が問われるということです。今までは、そうはいつでも定量評価でこうだったのでしようがないということで、エクスキューズがきいたのだと思うのですが、今度はきかなくなるということで、厳しい話だと思っております。適切な評価をしてほしいという2つ目のお願いです。

○新井委員長 時間の関係もございます。まだ御意見がおありかもしれませんが、先ほどの説明にもありましたように、本件は経営委員会において引き続き付議をすることをございます。きょう、皆さんから出たコメントを踏まえて、さらによくもんだ上で、経営委員会で続けて検討していただきたいと思っております。

続きまして、委員限り4-1平成29年度調査研究計画、資料1-1平成28年度の委託調査研究について、資料1-2平成28年度の委託調査研究について及び委員限り4-2 GPIF Finance Awards（第2回）の実施について、事務局から説明をお願いいたします。

●三石審議役 進行の関係でございますけれども、委員長からお話がございましたように、予定より20分以上オーバーしておりますので、資料の説明は、事前に資料もごらんいただいておりますので、ポイントを絞って説明させていただきますので、よろしゅうございませうでしょうか。そういう形でお願いたします。

●鎌田企画部長 では、委員限り4-1平成29年度調査研究計画です。1ページ目は平成29年度の調査研究ということで、10本を予定しているということをございます。そのうち下線を引いたものが平成29年度を初年度とするものとなっております。

2ページを開いていただきますと、先ほど申しました平成29年度を初年度とするものを掲げております。幾つか御説明いたしますけれども（1）人工知能（AI）が運用に与える影響でございますが、これは公的年金基金におけるAIの活用について、先行事例が極めて少ないということで、先駆的な分析を行うということと、運用会社のビジネスモデルへの影響についても考察することを考えております。

ほかには、3ページ目に行きますけれども（5）投資戦略に係る情報提供ということで、

政治状況や国際関係によってもいろいろ影響を受けるのですが、けさほどもミサイルが飛んだりしておりますので、地政学リスク等を多面的に分析した情報の提供を求めるということで行おうかと思っております。

資料の説明は以上です。

●大石投資戦略部次長 続きます、資料1-1が昨年度実施した2つの委託調査研究のうち、ステート・ストリートに委託した基本ポートフォリオの策定方法に関する調査研究結果の概要になります。こちらポイントを絞って御説明させていただきますけれども、本件は文献調査だけではなくて、海外8カ国の年金基金やソブリン・ウェルズ・ファンドなど17機関を法人の職員も同行して訪問しまして、文献などでは公開していない情報などもヒアリングして、調査研究を進めました。

その中では、こちらに書かれています基本ポートフォリオの策定プロセス、運用目標、不確実性への対応方針等々の調査がございまして、アロケーションの対象と手段につきましても、さまざまな機関によってさまざまな方法がなされている。例えばアロケーションの対象としましては、我々のように資産の残高を対象にする基金あるいは資産のリスクの大きさを対象とする基金、リスクリターン源泉であるファクターの寄与度を対象とする基金などさまざまございまして、アロケーションの手段もいろいろに分かれていますところでございますが、これらはどれかを選ぶとほかのものを選ばないという排他的な関係にあるものではなくて、重複する部分もあったということでございます。

以上の調査結果とGPIFの人員、予算などの現状を踏まえますと、従来どおり資産の残高を対象にアロケーションを策定することが現実的ではありますが、調査研究目的の一つであるオルタナティブ資産を含む各資産のリスクリターン特性を正確に把握し、なおかつ、リスクを適切に分散するためには、ファクターも意識したアプローチを併用してはどうかという提言がございました。

以上でございます。

●陣場市場運用部長 続きます、資料1-2でございます。同じく平成28年度の委託調査研究ということで、こちらはラッセルにお願いしました。ファンド規模と超過収益の関係でございます。

これにつきましては、結果でございますけれども、ポツの下から3つ目でございますが、債券よりも株のほうが高い超過収益が期待できるという結果になってございます。下から2つ目でございますけれども、キャパシティー上限が低い資産クラス、小型株、欧州株といった資産クラスは、どうしても存在します。また、債券については、いろいろなカテゴリーにおいて資産残高と超過収益の関係は特段観察されなかったという結果になってございます。こうした結果を踏まえて、取り組み可能なアクティブの残高を推計していただいたところでございます。

私からは、以上でございます。

●鎌田企画部長 続きます、委員限り4-2 GPIF Finance Awards（第2回）の実施につ

いてにつきまして、これは第2回も行うという方向で検討しております。今回、第2回目につきましては、国外の研究者も対象にしてはどうかといった方向で検討したいと思っております。

資料の説明は以上です。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等がありましたら、お願いいたします。

武田さん。

○武田委員 調査研究計画について1点質問がございます。新規案件の(5)に、市場動向、経済政策、地政学的リスク等多面的に分析した情報提供を求めるという調査を新規に加えられていらっしゃいます。一方で、3番目の継続案件の(4)に経済・市場環境の分析がございます。市場環境という観点では、若干重複する気がするのですが、狙いや求めていることが違うのであれば、教えていただきたい。

●大石投資戦略部次長 ありがとうございます。まさに御指摘のとおり、資料委員限り4-1の4ページの(4)にございます経済環境コンサルタントとして、従来みずほ総合研究所にいろいろな調査をお願いしてきたわけなのですが、どちらかというところマクロ経済を中心にして、それがどう金融市場に影響を与えるのかという調査が中心だったのですが、昨今イギリスのEU離脱とか米国大統領選挙とか、今で言えば北朝鮮情勢のようなマクロ経済とは違うところで金融市場が非常に大きく動くということは我々も経験したところがございますので、そういう内政とか外交とか安全保障とか地政学リスク、そういったものまで範囲を広げて情報提供を受けるべきではないかという問題意識があって、3ページにあります(5)の新規案件を、まずは調達をかけたということがあります。

2つ目が、みずほ総合研究所は日本にいる調査機関で、日本語でコンサルタントを受けられるという意味では非常に便利で時差もなくいいのですが、それだと限界があるところがありますので、今回はグローバルにこういう情報提供をいただける方を募集するというところで、我々法人としては初めて英語でも調達をかけたということがございまして、それが2つ目の目的というか問題意識となっているところでございます。

○武田委員 そうしますと、より前者と後者の位置づけという意味では、後者のほうは、どちらかというところ地政学的リスクだとか政治、ポリティカルリスクだとか、そういったところに特化ないしは強みを発揮できそうなところですね。

●大石投資戦略部次長 そうですね。焦点と期待はそちらになります。

○武田委員 ありがとうございます。

○新井委員長 清水さん、お願いします。

○清水委員長代理 委託調査研究はどちらも大変興味深い結果が出ていると思うのですが、特に基本ポートフォリオの策定方法に関する研究の結果として、マンドート、GPIFへの示唆ということで、賃金上昇率プラスアルファは特異な運用目標であるとあります。こういう結果を踏まえて、今後、GPIFとして何らかのアクションを起こすなり、厚生労働省に進

言するなりということはお考えなのでしょうか。

○新井委員長 高橋さん、お願いします。

●高橋理事長 どういった形で相談するのがいいかということはあると思いますが、お金をかけてこういう成果をいただいたのは既に共有しておりますので、これをベースにまた次の基本ポートフォリオの見直しの際に、これも一つの材料として公式にお話しするのか、非公式的にやるかは別として、生かしていきたいと思っております。

○新井委員長 続きまして、資料2平成29年度第1四半期運用状況、委員限り5資産構成割合の管理状況等について、委員限り6リスク管理状況等の報告(平成29年度第1四半期)について、事務局から説明をお願いいたします。

●鎌田企画部長 それでは、資料2平成29年度第1四半期運用状況です。

1枚目に表がございますけれどもこれは8月の頭に公表済みのものです。平成29年度第1四半期、収益率としてはプラス3.54%で、収益額はこの期間での値ですけれども、5兆1,153億円だったということです。

2ページ目以降はお手すきの際にでもごらんいただければと思います。

続きまして、左肩に委員会終了後回収とありますが、委員限り5資産構成割合の管理状況等についてというものです。これも四半期のものです。左端の合計を見ていただいて、さらにリバランス資金のところを見ていただきますと、配分額引く回収額ということで、億円単位で431とございます。これは前回までの資料ですと、回収引く配分としておりましたが、今回からは配分額引く回収というように体裁を改めさせていただいております。

キャッシュアウト待機資金につきましても②にございますけれども、これは回収のほうが多かったということで、三角の億円単位で2,240とございます。その他経費等も込めまして、短期資産の増減はちょっとややこしくて恐縮なのですが、マイナスの1足す2足す3。

結局短期資産としては幾ら残っているのだということで考えますと、回収引く配分のほうがいいのだろうということで、ちょっと見づらいのかもしれませんが、こういう形式に変えております。それをいたしますと、短期資産の市場運用分の増減では、この四半期では1,595億円となっております。その下の表につきましては、現在のストックです。短期資産残高、市場運用分が7兆4,059億円。年金特会分が4兆3,750億円で、トータルで短期資産の残高は11兆7,809億円となっております。

裏面は、資産構成割合の推移ですので、後でごらんいただければと思います。

●吉川運用リスク管理室企画役 委員限り6をごらんください。四半期のリスク管理状況の報告となります。

2ページをごらんください。表の運用実績であります。第1四半期の運用収益は3.5%ということになりました。主に株価の上昇が牽引した結果となります。

一方、複合ベンチマーク超過収益率は、マイナス14ベースでしたが、リスク性資産、株をアンダーで保有していたことが原因となっております。その下側に、各資産の超過収益が載っておりますけれども、国内株式と外国債券でパフォーマンスがよくなかったとい

う状況です。

続いて3ページになりますが、基本ポートフォリオ等からの乖離状況ですけれども、全資産とも乖離許容幅のアラームポイントの超過はございませんでした。特に、国内株式、外国株式ですが、基本ポートフォリオの構成割合に徐々に近づいてきている状況であります。これに伴いまして、右下のグラフですけれども、推定相対リスク、これは基本ポートフォリオとの距離を指数化したものでありますが、どんどん低くなってきている、要は、基本ポートフォリオとのニュートラルな状況に近づいてきた状況であります。

続いて、4ページ目となります。先ほど国内株式と外国債券のパフォーマンスについて申し上げましたけれども、4ページの下段、国内株式ですが、マイナス18ベースと負けている状況です。主にこれはマーケット要因によるものですが、下のグラフをみてくださいとRAFIとかGIVIといったスマートベータ型あるいはバリュー特性の強いインデックスがトピックスに劣後したという状況であります。

続いて5ページですが、もう一つ負けたのが外国債券となります。マイナス31ベースということですが、こちらもほとんどマーケット要因になります。こちらは欧州経済が好調だったことに起因しますが、特にマクロン大統領が当選してからユーロが買われました。当法人はユーロをアンダーにしていますので、ここに乗りおくれたしまった状況であります。

続いて、6ページとなりますが、新しいリスク管理ツールのアラディンの数字です。正式な数字となって初めての報告となるわけですけれども、左上のグラフにありますとおり、トランプ氏の当選以降、ボラティリティーがどんどん低下してきているという状況下で、我々のポートフォリオのバリュー・アット・リスクもそれに比例して低下してきているという状況です。左下で分解しておりますけれども、主に株価リスクの低下です。一方で、為替リスクは横ばいに推移している状況です。これが右下のリスク寄与率に影響を及ぼして、株価リスクのシェアが縮小の一方、為替リスクのシェアがどんどん拡大しているという状況ですが、株価リスクと為替リスクでほとんど説明できてしまうという、基本的なリスク構造に変わりはないという状況であります。

続いて7ページですが、こちらもアラディンに実装されている機能ということで、ストレステストの状況を初めて載せているというものです。代表的なリーマン・ショックであるとかチャイナ・ショックを載せておりますが、例えばリーマン・ショックですとマイナス25兆円というインパクトがあるわけですけれども、表の一番下にあります資産構成割合への影響としましては、乖離許容幅のアラームポイントに到達しないという状況です。今後、仮想シナリオも実装されておりますので、その辺の分析も進めていきたいと考えております。

続いて8ページですが、ここまでは絶対リスクの報告となるわけですけれども、ここ以降は相対リスクの状況となります。先ほど負けがあった外国債券が下の段にありますけれども、アクティブ、パッシブ比率が4対6で、パッシブのリスク、トラッキングエラーを

0.05というのは非常に抑えられています。アクティブで2.47のリスクをとっており、これをブレイクダウンしますと右下の円グラフとなるわけですが、ごらんとおり6割が為替リスクになります。これをさらにブレイクダウンしますと、ユーロリスクを抑制している。そういった状況が把握できることになります。

1ページ飛ばしまして10ページですが、外国株式の状況です。アクティブで1.29%のリスクをとっております。そのほとんどが先進国への投資になるわけですが、それをさらにブレイクダウンしますと、リスクインデックスとカントリーで分け合っている。さらに、下のグラフで構造を確認できるという状況です。

ここまでが絶対リスク、相対リスクについて、アラディンで見える化が進んだ部分となりますけれども、まだまだ不十分な部分もあると思いますので、今後、しっかり研究しまして、見える化を推進していきたいと考えております。

11ページですが、こちららは前回の運用委員会で報告させていただきましたカントリーリスクとなります。一番右側の列のとおり、リスクに応じて配布量を設定しておりますが、外国株式・債券ともにこの中におさまっているという状況であります。

12ページは流動性リスクとなります。市場流動性を見ているわけですが、下のグラフ、黒い折れ線グラフですが、これはILLIQ、低いと流動性が高いという状況ですが、過去最低水準でずっと横ばいの状況です。

13ページはカウンターパーティーリスクということで、資産管理機関及び短期資産の運用先の状況ですが、特段の問題はございません。

最後に14ページ、15ページですが、運用受託機関のリスク管理状況となります。ここに載っておりますのはガイドライン違反になりますけれども、リスク顕在化についてこのような形でモニタリングして、しっかり委託先とコミュニケーションをとっているという状況です。

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、御質問がございましたら、お願いいたします。

○佐藤委員 一言だけ感想を申し上げます。数年前に初めてリスク管理状況の報告の御説明を受けた時点に比べると、ビジュアルライズされたという面もありますけれども、格段に資料がわかりやすくなったという印象を持ちました。さらに一層ビジュアル化していただいて、しかもわかりやすいコメントを入れていただいて、非常によくなったのではないかと思います。

○新井委員長 加藤さん。

○加藤委員 7ページ目のストレステストですが、リーマン・ショックで評価損が25兆円と、かなり刺激的な数字が出ております。御説明のときにストレス後の構成比が許容範囲内だという御説明があったと思うのですが、比較的みんな一遍に下がるという話だと思うのです。

それはそれとして、この評価損の数字をもってどのように考えるのだろうかと思ったわけです。普通の銀行であれば、当然こういうキャピタルを積みましようという話で、足りなければキャピタルを積むというわかりやすい話になるわけですがけれども、ここはファンドですので、この数字をどのように解釈されていらっしゃるのか、ちょっと御意見をお伺いしたい。

○新井委員長 高橋さん、お願いします。

●高橋理事長 フォワード・ルッキングなリスク管理ということで、私も着任以来検討しておりますが、今、加藤委員からお話のあったとおり、ポイントは2つあると思っております。1つは、金融機関と異なりまして、我々自身、キャピタルがどのくらいの水準でないと投資ができないということはございません。そうなりますと、国民にわかりやすい範囲内でどのくらい投資ができるかということに尽きるのだらうと思っております。

ここではかつておりますのは、一瞬の損はどのくらいかということでありますので、恐らくもう一回リーマン・ショックが起こったら25兆円はロスがあり得るとことは組織の内部でも共有しますし、どういうことを、どのくらいのインパクトの投資をしているのですかといったら、今のポートフォリオでリーマン・ショックが起こったら25兆円のロスになると認識して行動するというのが1点だらうと思えます。

もう一点は、今の財政計画では、25年先という長い期間を求められておりますので、内部で作業をお願いしておりますのは、こういったヒストリカルなシナリオが過去に必ず直っているというか、修復されるのに、どういうプロセスでどのくらいの期間がかかったのかというところは押さえないと。リーマン・ショックが起こったときに、1年半ぐらいかからないと戻らなかったわけですが、例えば1年半戻るとしたら、どういうピッチで買っていくのか、どういうピッチでオペレーションしていくのかという我々自身のオペレーションシナリオを持たないと。どういうシナリオでどのくらいの回復を見ながらどのくらいのオペレーションをしましたかと。

もっと言うとストレスが起こって対応して、2年たって振り返ってみたら、ストレスが起こる前よりも財産がふえていたということになるのが一番いいのだらうと思っております。そのシナリオをどう書けるか、あるいはそれをどの程度までマニュアル化できるかというところを今、内部で取り組んでいるところでありまして、そこはまた御相談させていただきたいと思えますし、私が申し上げましたようなアプローチが本当にいいのかというところにつきましても、今後、御相談させていただきたいと思っております。

○新井委員長 ほかの委員の方はいかがでしょうか。

それでは、本日はこれまでにしたいと思えます。

事務局から連絡事項等があれば、お願いいたします。

●三石審議役 それでは、まず、資料の取り扱いでございますけれども、冒頭にも申し上げましたように、委員限り2オルタナティブ資産に関する『管理運用委託手数料』について、委員限り5資産構成割合の管理状況等について及び委員限り6リスク管理状況等の報

告（平成29年度第1四半期）の3点につきましては、恐縮でございますが、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。

次回の日程でございますけれども、第122回運用委員会につきましては、9月11日月曜日に当法人会議室で開催させていただきます。時間は16時半からということで御連絡をしておりましたけれども、当日の案件が少ない見込みでございますので、開始時間をおくらせて17時半からとさせていただきますと思いますが、よろしゅうございますでしょうか。

また別途正式にメールで具体的な時間を御連絡させていただきたいと思っておりますけれども、16時半と御連絡したものを17時半から、従って18時半まで、1時間程度ということでございます。

以上でございます。

○新井委員長 第121回運用委員会はこれで終了いたします。

どうもお疲れさまでした。