

## 第122回運用委員会議事録

1. 日 時：平成29年9月11日（月）17:30～18:30

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. 議 事

- (1) オルタナティブ試算の既存案件（投資信託）の進捗報告
- (2) 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
- (3) その他

●三石審議役 定刻になりましたので、恐縮でございますが、始めさせていただきます。  
本日は、お忙しい中お集まりいただきまして、ありがとうございます。

ただいまより第122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、若干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の既存案件（投資信託）の進捗報告

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（その3）

資料1-1 保有銘柄開示による市場への影響に関する検証結果について（3）

資料1-2 第1回 保有銘柄開示による市場への影響に関する検証結果について

資料1-3 第2回 保有銘柄開示による市場への影響に関する検証結果について

資料1-4 第3回 保有銘柄開示による市場への影響に関する検証結果について

委員限り4 総合評価方法の見直しについて（補足）

でございます。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の既存案件（投資信託）の進捗報告につきまして  
は、運用委員会終了後に回収をさせていただきますので、机上に置いておいてくださいま  
すようお願いいたします。随行の皆様も、同様をお願いいたします。

それでは、以後の進行につきましては、新井委員長にお願いいたします。

○新井委員長 まず初めに、委員限り2オルタナティブ資産の既存案件（投資信託）の進捗報告について事務局から報告からしていただきます。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、委員限り2、オルタナティブ資産の既存案件、これは投資信託でございますが、進捗報告をさせていただきます。

オルタナティブ投資につきましては、運用委員会の場でもいろいろ議論をいただきまして、初めてインフラ分野における共同投資について公表しましたのが2014年2月でございます。現在、インフラ分野の投資それからプライベートエクイティ投資の2件の投資信託を投資しておりますので、その状況を御報告いたします。

まず、1ページでございます。左の上でございます運用状況でございます。オルタナティブ資産につきましては、年金積立金全体の5%以内という上限がございます。これに対しまして、ことしの7月末の時点で1,558億円の残高、全体に対しましてまだ0.1%という状況でございます。このグラフでございまして、1,558億円のうち、ほとんどが青色のインフラ分野の共同投資でございまして、若干ながら赤色のプライベートエクイティ投資があるという状況でございます。

右のほうに移っていただきまして、パフォーマンスのほうですが、これは個別のインフラとプライベートエクイティ、それぞれ分けて記載させていただいております。いずれも設定来のIRRというベースでのパフォーマンスでございますが、インフラにつきましては6.16%、プライベートエクイティにつきましては、まだいわゆるJカーブ効果の中にあるということでマイナス6.25%という状況でございます。

投資信託のパフォーマンスに対しまして、ベンチマークとして設定しておりますのが、インフラの場合ですと、日本を除くWGBI、それからプライベートエクイティにはMSCIエマージング・マーケットというベンチマークでございますが、こちらにつきましては、インフラの場合は0.21%ということですので、インフラの6.16%とベンチマークの0.21%を比較していただきますと、インフラの投資信託はかなり強いパフォーマンスであるということができるとおもいます。

一方でプライベートエクイティにつきましては、新興国の株式市場が強く推移したということもありまして、ベンチマークは27.16%という状況でございますので、こちらに比べますと、プライベートエクイティはまだ沈んでいる状況でございます。

下の段に移っていただきまして、ファンディングの状況、あるいはキャピタルコールの対応状況でございます。2つの案件とも当面、大きなキャピタルコールの予定はございませんので、ファンディングの件についても特段問題がないと考えております。

真ん中のガイドラインの遵守状況でございます。各案件とも投資の対象、あるいは期待リターンそれからアセットの特性あるいは投資の地域、こういった項目につきまして投資のガイドラインが設定されておりますが、いずれの案件とも現状ガイドラインの違反はございません。

それから、投資の進捗でございますけれども、2つの案件につきまして、まず、インフラのほうについては現在、コミットメント総額が上のほうの青い線が引いてあるところですが、これに比べますと48%程度といった状況でございます。一方、プライベートエクイティーにつきましては、投資開始後2年間たった時点で約13%というのが投資の進捗でございます。

以上が2つの案件の概要でございます。

続きまして、個別の案件について2ページ以降で御説明申し上げます。

まず、2ページのインフラ共同投資案件でございます。こちらはGPIFとカナダの年金基金でございますOMERS、それから日本政策投資銀行の3社が共同投資協定を結びまして、これに基づいて先進国の稼働中のブラウンフィールド案件、インフラ案件に投資をするという目的で投資信託に投資をしております。

このようなインフラ投資でございますが、基本的には安定した利用料収入等を見込んで長期保有をするのが基本でございます。本件につきましても、長期的保有を前提としまして、安定したインカムゲインが見込まれるということでございますので、基本ポートフォリオ上は外国債券に位置づけをしております。

マネジャーの概要等でございますが、これはカナダの年金基金でございますOMERS、それからOMERSの子会社でございます実際の運用会社とも言えるOMERS Infrastructure Management社が案件の発掘をし、投資をした後のアセットマネジメント等の役割を担っていくということでございます。

下に表がございまして、左側は当初、本件を取り組んだ際にもプレスリリースで活用いたしました本件のスキームでございます。OMERSとGPIF、DBJの3社が個々の案件で、OMERSが発掘してきます、例えばインフラA、インフラB、インフラCでございます。このような案件をOMERSが発掘してまいりますけれども、OMERSの場合はこの案件に直接投資いたしますが、GPIFとDBJにつきましては、投資信託を経由してインフラ事業に投資をするという形でございます。投資信託についてはニッセイアセットマネジメントが個々の投資判断を行っております。これに対しましてはマーサーが助言を行っている図式になっております。

3ページは、現状のスナップショットでございます。最初の表の1行目～3行目をごらんいただきますとおり、本件は先ほど申しました長期保有を前提とした投資でございます。2014年2月26日に始めまして、投資信託の満期日は25年後の2039年になっております。長期保有を前提としまして長期的に安定したインカムゲインを狙いたいと考えております。

ただ、この25年間のうち、新規投資ができる期間は決まっております。現在、2017年の12月末までが新規投資ができる期限となっております。現状、まだ新規投資を検討中の案件がございますので、こちらは12月末までに検討が完了するのではないかと考えております。

それから、4行目以降のパフォーマンスは、先ほど冒頭で申し上げました数字と同じで

ございますが、円ベースに引き直した場合でも、13行目にIRRの数字を示しておりますが、円ベースでも3.51%ということで、比較的良好なパフォーマンスであろうと考えております。

パフォーマンスにつきましては4ページで図示をさせていただいておりますけれども、NAVの積み上がりが青い山それからオレンジ色の線がIRRの推移でございます。投資を開始した段階では設立の費用あるいは投資案件を発掘する費用が先行いたしますので、Jカーブ効果でマイナスに沈んでまいりますけれども、その後少しずつパフォーマンスは改善しております。先ほど申しました、今までの設定来のIRR6.16%ということでございます。一番右端をごらんいただきますと、0%より上のところにオレンジのIRRの数字が来ているところをごらんいただけるかと思っております。

下の段は、これまでこちらに配当がありました実額でございます。2015年10月、当初投資を始めましたのが2015年2月でございますので、半年少したってから配当の実績が始まっております。それ以降、四半期ぐらいのタイミングで、若干季節的な要因で少しでこぼこはございますけれども、配当を開始して以来、多いときには1,000万ドルを超えるような配当実績があるという状況でございます。

5ページは、現状の投資先の一覧をお示ししております。今回、初めて名称をお示ししておりますが、概要をごらんいただきますとおり、基本的にはその国を代表するような、非常に大きな規制環境下にありますインフラ事業といった性格であろうかと言えます。

上2つの案件につきましては、いずれも北欧の配電事業でございますが、いずれもその国における最大の配電事業者。地域独占でございますので、ほかの事業者がこの地域に入ってくることもございません。それから、規制当局により、電気料金等の値上げの設定等がきっちりとやられておりますので、そういった関係からも非常に長期的に安定した収益が見込める事業であろうと考えております。

3つ目の案件は、イギリスの港湾でございますけれども、これもイギリスにおけるの港湾事業者でございます。ブregジット以降、少し経済環境、あるいは長期的にはこれから為替の影響等も見ることがあるかと思っておりますが、今のところは当初想定されたシナリオに沿った動きでございます。

一点だけ、後ほど申し上げますが、石炭を取り扱っている部分というのは結構ございまして、これは全世界的に石炭火力発電所の閉鎖という動きがございますので、石炭の取り扱いが減っておりますけれども、それをオフセットするような形で、例えば自動車の輸出が非常に好調でございます。好調な分野あるいはコンテナそれから旅客ターミナルの整備をやって、落ち込んだ部分を補おうという経営努力が今、行われているところでございます。

次は のパイプラインでございまして、8割のシェアを持っておりますので、恐らくマーケットでも支配的な位置づけであろうかと思っております。

その下は唯一、オーストラリアの案件でございます。民営化された という非

常に大きな都市に近い港湾でございまして、これは収益構造が非常に分散化されておりますので、まだ新しい案件でございまして、今後は安定した収益が見込まれます。

最後、ことしの5月に投資したばかりの案件でございまして、イギリスの上下水道会社でございまして、こちら地域独占事業でございまして、規制当局により価格の設定が非常に高くて決まっております。こういったところから、機関投資家が非常に好んで投資をするのがイギリスの水道事業会社でございまして、その中でも非常に大きな案件に投資をしているという状況でございまして。

国別の構成は、先般、業務概況書のディスクロージャーの中でも御相談させていただきましたが、現状はイギリスが大きな比率を占めております。それから、業種別の構成につきましては、比較的バランスがとれてございまして、港湾、上下水道、配電、ガスパイプラインといった分布になっておる次第でございまして。

6ページに移っていただきますと、現在、公募を行っておりますオルタナ投資の運用機関選定の際に、改めてオルタナ投資に関するリスク管理項目を整備いたしました。リスク管理項目の整備に従いまして、我々のほうでモニタリングをいたしました結果をお示しております。

基本的には想定以上のネガティブな事象は発生していないと考えております。先ほど申しましたイギリスの港湾事業につきましては、これからはどれぐらい石炭の落ち込みをそれ以外の事業で補っていけるのかといった点は注視をしてみたいと考えております。

それから、下から2つ目のマネジャーリスクという箱に入れてございまして、これは市場に関するところでございます。我々のような大手投資家がコア型のインフラ事業に多く投資をしております。そういったところから比較的、価格が高くなっているところがございます。それがゆえに、我々が当初本件に参加したときに想定したリターンは若干下がっており、市場水準が下がっているところがございます。こういった点につきましては、本当に値段が上がった分に対してちゃんとリスクが押さえられているのか。あるいは、下がったリターンというのは、リスク、リターンの観点から妥当なものなのかという点をしっかり注視して、これからは案件を見てみたいと考えております。

7ページ以下は、プライベートエクイティの状況でございます。プライベートエクイティにつきましては、世界銀行グループのIFCそれからDBJが3社で投資を開始したものでございまして。

基本的な狙いとしては、新興国のプライベートエクイティファンドに投資をすることとございまして、上場株式とは違った消費関連株に投資をするのが狙いでございまして、現状、基本ポートフォリオ上は外国株式に位置づけをしております。

IFCの子会社でありますIFC Asset Management Companyが、IFCが発掘した案件の中から本件に合致する案件をより厳選して取り組んでいくという状況でございます。

8～9ページ、こちらは先ほどのインフラと同じような現状とNAVの積み上がりあるいはIRRの推移を記載しております。本件におきましても9ページでございまして、ごらんいただきますような

パフォーマンスにつきましては、深いJカーブが最初に起こっておりますけれども、徐々に改善しております、0%、水面上に出るのはもう少しという考えであります。

10ページは、今、投資をしております個別のファンドについて記載をしております。真ん中のあたりに主な国、地域と記載しておりますが、アフリカとアジアの各国に投資をするファンドが現状、含まれております。

運用会社側にもありますように、全体的に見ますと比較的新しいと言えるかもしれませんが、新興国市場の中では比較的運用の実績が長い運用会社が運用いたしますファンドに投資をしております。投資を始めたいいわゆるビンテージがばらけておりますので、ビンテージによってパフォーマンスはばらけておりますけれども、全体としましては一番右の一番下、TVPI1.1というものがありますが、投資のコストに対して残存の価値は今、少し浮いているという状況でございます。

それから、10ページのパイチャートの右側でございます。当初の狙いは消費関連の株式に投資をするということでございましたけれども、現状はおおむね目的に沿った投資がされていると考えています。ヘルスケアや金融という分野が含まれておりますが、これはいずれも例えば薬品の小売、あるいは住宅ローンでありましたり、金融の中でも大銀行に投資をするのではなく、消費者に非常に近いところの金融事業に投資をしていくという状況でございます。

11ページはリスク管理項目でございますが、こちらにつきましても、当初想定した以上のリスク事象は発生していないと考えております。下から2つ目の箱のところ、IFCが定めるインテグリティ基準という記載をしておりますが、もともとIFCが政治状況あるいは法制度をきっちり見た上でそれぞれの国あるいはそれぞれの事業がIFCが定めるインテグリティ基準を満たしているところに投資をするという定めになっておりますが、いずれも現状はこれに合致した案件でございますので、いわゆるレピュテーションリスク等も発生していないという状況でございます。

以上が2つの案件の状況でございます。今回、初めて個別の内容について御紹介をさせていただきましたが、今後も継続的にモニタリングをしていきたいと考えておりますし、会議体につきましてはこれから経営委員等になりますが、引き続き報告の内容についても工夫してまいりたいと考えております。

当然ながら、今、御報告をしましたようないわゆる定性的な内容以外にも、リスク管理ツールでありますAladdinを活用しましたポートフォリオ横断的なモニタリングについては、運用リスク管理室で行ってまいる予定でございます。

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。

○佐藤委員 1つお教えください。オルタナティブ投資に関して、LPで出資できるようになりましたね。これは直接LPでやっているわけではなく、投資信託の形態でやっているわ

けだと思うのです。LPにかえた場合のリスク管理上の難しさというか、情報収集の難しさ、それから本当に簡単にLPとして入れてくれるのかどうかについての見通し等についてはいかがでしょうか。

●轟オルタナティブ投資室次長 では、現場の担当として申し上げます。

リスク管理上の項目につきましては、本日も御説明申し上げました基本的なリスク管理項目は、今の考え方を踏襲してまいりたいと思っております。ただし、今回、本件については投資信託で間に運用会社が入って、そこからさらに投資をしておりますので、より直接的に我々としてはLPSの運用会社と対話をする必要があると思っております。

先ほど御質問がありました情報収集につきましても、これまではファンド・オブ・ファンズの形態で、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーが我々にかかわって情報収集をしてもらっていたところを、今度は我々自身が情報についてとりに行かなければならないので、より緊密に下のLPSの運用会社とはコミュニケーションをとる必要があると思っております。そういった体制整備についてもこれから検討していく必要があるだろうと思っております。

●水野理事 ありがとうございます。

一応つけ加えますと、LPが現実的には今まで認められていなかったもので、そもそも我々としてLPをやるとするのは選択肢外だったのです。

ただ、LPを使う場合と間にゲートキーパーを入れる場合で一番の違いは、正直に申し上げますと事務負担であります。現実的には、この投資先もそうだし、今後選ぶファンド・オブ・ファンズマネジャーも普通であれば直接投資をしても十分に自らモニタリングができるレベルのマネジャーしか選ばないことになるとは思いますけれども、今、オルタナチームの人数ではミドルの事務に割く人材がおりません。そのあたりをカバーしてもらおうというのが最大の目的であります。

ちょっと轟は控え目に申し上げましたけれども、今のGPIFとしてはオルタナ投資の実績はありませんが、GPIFのオルタナチームであれば、ほかの組織に行けば普通にLPを投資していた者ばかりなので、能力的に特別に難しくなるということはないと思っております。本当に事務のところはGPIFが対処できないのです。しばらくは投信の形を使わせていただいたり、投資一任を使わせていただくことになると思っております。

○佐藤委員 たしか、インフラ投資のコミッションは相当高かったですね。

●轟オルタナティブ投資室次長 この2つの案件の比較で申し上げますと、投資信託がはまっている、よりコストが高くなっているのは実はプライベートエクイティのほうでございまして、投信が入ってその下にファンド・オブ・ファンズが入って、その下にもう一つ個別のファンドがあるという、三重ぐらいになっておりますので、コストが高目になっているのです。

インフラのほうは運用会社があって、その下に個々のインフラ事業が入っておりますので、両方を比較しますと、プライベートエクイティのほうが高目だと思います。

○新井委員長 加藤さん、お願いします。

○加藤委員 3つほどお伺いしたいのです。

1つ目が、今、LPSの話が出ていたが、LPSによる投資の予定はどうなっているのかについてお伺いしたい。

2つ目が、インフラです。年末までに新規投資してもコミットメントに対して出資額が半分強ぐらいですね。ということは、全部投資するとするとこれから残りの半分投資することになる。全部使い切る必要もないのだろうと思うが、年末までにどこまで投資するのかというお考えを持っているのか。

3つ目が、ベンチマークです。比較するいい対象がないのだろうとは思いますが。とはいものの、流動性の高い上場株や債券をベンチマークにするというのは、さすがに無理があるのではないか。何かもっといい選択肢がないのか。結局ピア比較みたいになってしまうのかもしれない。ベンチマークとしてほかに何かより良いものはないのか。以上3つ質問です。

●轟オルタナティブ投資室次長 それでは、まず2つ目のポイントからお答えいたします。

御指摘のとおり、今、48%ぐらいでまだ半分ぐらいあき枠がございます。

今、検討中の案件ですが、大体今、聞いておりますところ400億ぐらいの投資金額になる予定でございます。ただ、こちらが取得いたしましてもまだまだ全部埋まる予定にはなっておりません。

したがいまして、残念ではございますが、本件は恐らく大分枠を余らせたまま新規投資の期間が終了するということになろうかと思えます。当然ながら、OMERSとは共同投資の枠組みをこれまでつくってまいって、いろいろ彼らとも情報交換をしておりますので、今後彼らが発掘する案件へのアクセスというのは持っていきたいと思っておりますが、恐らくその次の段階で投資をできる案件を彼らが持ってきたとしても、新規投資のできる期間が終わってしまいますので、新しい枠組みをつくっていく、協議をするということになろうかと考えています。

3つ目のベンチマークですが、まず一つ、本件オルタナ資産につきましては基本ポートフォリオ上、4資産のいずれかに位置づけるとなっておりますので、本件のような海外のインフラ資産ですと、どうしても外国債券あるいは外国株式に位置づけざるを得ません。本件は安定的な配当収入あるいはインカムゲインを狙いますので、外国債券に位置づけておりますけれども、そうしますと外国債券の中でも何が一番近いかというところを見る必要があると思っております。

ただし今回、コンサルも使って、海外の年金基金等がどういったベンチマークを使っているかということも調査いたしましたけれども、結構いろいろ千差万別でございます。例えば、先生の御指摘がありましたようなインフラ資産あるいは事業をやっている株式会社のベンチマークというものがございますし、CPIプラス何パーセントといったベンチマークを使っているところもございます。今、ちょうど公募をやっている最中で、このあたりのベンチマークについてもいろいろ考え方を聞いている次第でございますので、どういうベン

チマークがよりふさわしいかといったところは継続的に検討してまいりたいと思います。

○加藤委員 基本ポートフォリオの中でどうかという議論と、運用が良いかどうかという議論は多分、別だと思うのです。基本ポートフォリオの中でどうかというのはこれでいいのかもしれないが、運用として良かったのか悪かったのかはもうちょっと別に何かあったほうが良いという感じがします。

●水野理事 今のはマネジャーベンチマークの話だと思うのです。現実的には、特にオルタナのヘッジファンドとかは別にして、このようなリアルアセット系のところは、絶対リターンを頭に置いて投資しているマネジャーがほとんどです。マネジャーベンチマークの考え方が、マネジャー側もしっくりきていないという現実があるかと思います。その中で不動産とかですと、それなりに使われているものもあるのですが、これはマネジャー側との議論の中で決めていくしかないと思っているのですが、ベースになるのはやはり絶対リターンではないかと考えています。

ただ、今後もいろいろといいアイデアが出ればお伝えしていきたいと思っております。

●厚生労働省年金局宮崎資金運用課長 1点目のLPSのスケジュール関係で、私どもがお伝えしなければいけないのは制度的なところですが、政令改正をずっとお待たせしておりましたが、内閣法制局との調整がようやく終わりました。

今月末までには関係の政令が公布される予定になっております。ですので、政令上措置されれば、制度的には可能になります。あとは業務方法書等の見直しが必要になってくると思いますが、必要な手続をすれば具体的に取り組む余地が出てくる。取り組む手段として上がってくるということになるかと思っております。

相当時間がかかりまして大変法人には御迷惑をおかけしましたけれども、9月中には関係の政令が出るという予定になっております。

○新井委員長 清水さん。

○清水委員長代理 オルタナティブのインフラ投資を行うに当たっては、伝統的4資産のどこに割り振るかということでもかなり議論があったと思うのです。結果的には外国債券ということで行っているわけですが、そのときのイメージは平均的に来ると思っていたのですが、実際に配当とかを見ますと、割と出入りが激しいようです。これをみると外国債券で本当によかったのかなという気がいたしました。

パフォーマンスで2年半ぐらいの期間のデータがあると思うのですが、実際に外国債券として扱ってよかったのかどうかということに関する検証というのは行うのでしょうか。

●轟オルタナティブ投資室次長 先ほど御指摘いただいたとおり、投資を開始してまだ3年ぐらいといったところですが。ほとんどの案件が既に誰かが所有していたものを買収してOMERSが入っていくといったものであります。そうしますと、投資をした後、経営陣の刷新であるとか、いろいろなことを最初の段階で行いますので、どうしても最初のほう、リードタイム的なところが出てくるのが一般的だと思います。そういったところで、まだ今の段階ではでこぼこが出てきておりますが、今後、例えばそれぞれの案件が3年、4年とた

っていく中で、本当に安定的にインカムゲインが、個々の案件それからポートフォリオ全体として出てきているのかといった検証はしっかり続けてまいりたいと考えております。

●水野理事 やはり、数が現時点では少な過ぎまして、ある程度クリティカルマスに達しないと、アセットクラスの特徴的なキャッシュフローは出てこないと思います。あれだけの議論をして、4資産の分け方をルールづくりいたしましたので、当面はこれでまずやらせていただいて、数がある程度ふえてきたところで振り返りを行うということかと思っております。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

続きまして、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（その3）につきまして、事務局から説明をお願いいたします。

●大石投資戦略部次長 それでは委員限り3をごらんください。

まず1. は、保有銘柄開示に関するこれまでの取り組みをまとめたものでございます。ごらんいただきますとおり、保有時点から開示までの期間を段階的に短縮しながら、市場への影響を慎重に検証してきました。

2. と3. は、分析の方法や結果の概要をまとめたものでございます。、説明時間に若干余裕がございますので、詳細資料を使って御説明させていただければと思います。

4 ページの上の表が、分析の方法を示したものでございまして、前回、前々回と同様の方法でございます。今回は、7月7日の取引終了後に保有銘柄を開示しましたので、翌7月10日を起点としてその前後5営業日を分析対象期間とし、分析対象期間に先立つ250営業日を比較対象またはモデルのパラメーターの推定期間といたしました。

その上で、まずTOPIXの日次収益率の動きを見ていただきますと、左側が推定期間における日次収益率、点線が1 $\sigma$ の範囲を示しております。右側が分析対象期間である11営業日の日次収益率の動きでございまして、この期間の日次収益率はほぼ1 $\sigma$ の間に納まっておりますので、特に特異な動きはなかったということでございます。

5 ページは、同じような方法で東証一部の売買代金を比較したものです。左側が推定期間の売買代金、点線が1 $\sigma$ の範囲内を示しております。こちらも右側の分析対象期間である11営業日の売買代金を見ていただきますと、1 $\sigma$ の範囲内におさまっておりますので、日次収益率と売買代金については特に目立った動きはありませんでした。

6 ページが、Fama-Frenchの3ファクターモデルを使ったイベント・スタディーになります。これまでと同様に、トピックスに対するオーバーウェイトまたはアンダーウェイトのそれぞれ30銘柄を対象に、Fama-Frenchモデルによる理論値と実際の株価を比較しました。ただし、この方法ですと、どうしてもオーバーウェイト、アンダーウェイトどちらでも大型株しか出てきませんので、小型株への影響を見るために、アクティブウェイトをTOPIXのウェイトで割った標準化アクティブウェイトでも、同じ分析を行いました。

7 ページが、その分析結果になります。右上の表1で、赤丸をつけたとおり、アクティブウェイトの下位30銘柄群で、開示日から5営業日後ではありますが、有意水準5%を超

える乖離が観測されました。ただし、こちらにつきましては、脚注にございますとおり、個別銘柄の影響であると考えておりますので、GPIFによる保有銘柄開示の影響ではないのだろうと我々は解釈しております。

8ページは、前回の銘柄開示と今回の銘柄開示との間で変化が大きかった銘柄について、差分分析を行ったものになります。以下の（ア）～（オ）にございますとおり、GPIFのポートフォリオにおける保有比率の変化幅が大きかった銘柄、アクティブウェイトまたは標準化アクティブウェイトの変化幅が大きかった銘柄、時価総額に対するGPIFの持ち株比率の変化幅が大きかった銘柄、この間に全て売却した銘柄、あるいは反対に新たに購入した銘柄、全てについて分析をいたしました。

その結果の抜粋が、9ページになります。理論値と実際の株価との乖離が有意水準5%を超えているものにつきまして、右側の表で赤丸をつけてございますけれども、こちらも8ページの脚注に書きましたとおり、いずれも短期的に株価が急上昇した銘柄につきまして、過熱感から反落したという動きで説明できると考えておりますので、GPIFの保有銘柄開示による影響とは言えないのだろうと解釈しているところでございます。

10ページは、個別銘柄分析で、GPIFが保有している全2,207銘柄全てにつきまして、Fama-Frenchモデルによる理論値を推計し、それを実際の株価と比較しまして、有意水準5%を超える乖離が観測された銘柄の割合というものを見たものでございます。

こちらは有意水準5%と設定しましたので、理論的には5%の割合で異常値が観測されるはずなのですが、実際の予想どおり5%程度の割合で異常値が観測されておりますので、そういう意味では特に顕著な動きではなかったと言えるのだろうと思っております。

11ページは、証券会社のレポートやメディアの記事による影響を見たものでございます。こちらに載せております証券会社のレポートは、一部の機関投資家に開示されたものでございまして、メディアの記事はウェブで広く公開されたものでございます。こちらのいずれのレポート、記事で取り上げられた銘柄でも、特に異常値というものは今回は見られませんでした。

12ページは、最後の分析になりますけれども、銘柄開示前後11営業日の売買代金が、それに先立つ20営業日の売買代金と比較して大きく変化した銘柄、特に急増した銘柄につきまして、GPIFの保有との関係を見たものでございます。

売買代金が急増している銘柄は、いずれも小型株でございますので、横軸を標準化アクティブウェイトとした右側の図13をごらんいただきますと、いずれもGPIFがアンダーウェイトしている銘柄でありますし、かつ、脚注にもありますとおり、いずれも各企業の個別要因によるものであると思っておりますので、こちらもGPIFの保有銘柄開示等の影響はないと言えるのではないかと思っております。

恐縮ですが、2ページに戻っていただけますでしょうか。4. 運用受託機関へのヒアリングということで簡単なコメントを載せております。こちらにつきましても、保有

銘柄開示によるポートフォリオへの影響はなかった、あるいはポートフォリオとベンチマークリターンとの差は平常時の乖離幅の範囲内にあり、特段の影響が見られなかったなどのコメントを得ておりました。ヒアリングからも、特に保有銘柄開示による影響というものはなかったということを確認しているところでございます。

最後になります第3回目のイベント・スタディーの結果につきましては、資料1-1にございます1枚紙のプレスリリースの形で、運用委員会終了後に公開したいと思っております。内容につきましては、これまで御説明した内容を要約して載せたものでございます。

今回のプレスリリースでは、今後の方針ということ、GPIFは、各年度の業務概況書の公表にあわせて、年度末時点で保有する全ての有価証券の銘柄名(債券については発行体名)と保有額を公表する予定であることをつけ加えさせていただきます。

あと資料が3つございますけれども、資料1-2、1-3、1-4、これらはいずれも第1回～第3回までの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、これまで御報告してきた資料の中から、個別企業の名前などは省いた形でまとめ直したものでございます。こちら、先ほど御説明した資料1-1のプレスリリースと同じタイミングで、我々のホームページ上で公表したいと考えております。

私からの説明は以上です。

○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、御質問等ございましたらお願いいたします。

武田さん。

○武田委員 御説明いただき、どうもありがとうございました。

2点、質問させていただきたいと思っております。1点目は、運用受託機関へのヒアリングをされて特に問題はなかったということですが、企業からは何かコメントや意見はございましたでしょうか。

2点目は、最後の一枚紙についてです。今後の方針について、GPIFは各年度の業務概況書の公表にあわせて、年度末時点で保有する株式の保有額を発表しますとございますが、業務概況書の公表はいつですかというお問い合わせが来る可能性があるのではないかと思います。以上2点、ご回答をお願い致します。

●大石投資戦略部次長 まず、企業からのコメントというのは、今回、特に我々からはアンケートという形でお出しはしていないのですが、別の形で企業の方とはフォーラムですとか、スチュワードシップに関する事で対話をさせていただいていますので、我々からは話を振り向けてはいたのですが、そういう場でも特に影響があったというお声は頂戴していません。

それから、この書きぶりは確かに、業務概況書の公表に合わせてということで、時期は特に確定的なものは書いていないのです。

●三石審議役 業務概況書の件なので、私のほうからお話しさせていただきたいと思っております。本年度の年次計画を御報告させていただいたときに、今後、業務概況書につきまして

はルール化をして、どういう年度であっても、基本的に6月末で財務諸表などを厚生労働大臣に提出して、そこで数字が固まりますので、それから一番近いということで、7月の第1週の金曜日に業務概況書は公表させていただきたいということで御報告させていただきました。

したがって、もし質問があれば、今後はそういうルールのもとで業務概況書は公表させていただきたいということでお答えをしたいと思います。

それから、1点目の企業に関してでございますけれども、実は、このイベント・スタディあるいは市場への影響を、運用委員会で去年の春ごろ御議論いただいた際に、それこそ経団連あるいは日本商工会議所でありますとか、いろいろなところから市場への影響に関する御意見をいただく中で、実は1回目の検証結果につきましては個別に伺って御説明をさせていただいて、その際に、経済界でも何か個別企業からお話は聞かれていますかということをお尋ねしたところ、そのときには特段影響はなかったということでございました。今後何かあればお互いにまた連絡を取り合いたいということでしたが、今のところ私どものほうに両団体から特段何か影響があったというお話は伺っておりませんので、そういう意味でも、企業からの、特に何か異常な動きがあったという御意見はなかったと承っております。

○武田委員 ありがとうございます。

○新井委員長 ほかに。高橋さん、お願いします。

●高橋理事長 今後の方針のところ、各年度の業務概況書の公表(毎年7月第1金曜日)とか書いたほうが親切ではないかということですね。

○武田委員 はい。

●高橋理事長 ちょっと修正しておきますので。そのほうがわかりやすいですね。失礼しました。

○新井委員長 お願いします。

●水野理事 1つコメントです。今の個別企業の影響は、逆に企業の方とお会いしたときに、この間うちの株が突然動いたけれども、GPIF何かやったとか言われるのです。大概のときは何もしていないのですが、何もしていないとも言えず、いつも大変答弁に苦慮するところであります。GPIFが個別の企業とそういう対話をするのは、実は余り簡単ではないということです。

○武田委員 確かにそうですね。わかりました。

お伺いしたかったのは、第3回の結果を公表したときに、公表に対するコメントがあったのでしょうかということです。ありがとうございます。

○新井委員長 お願いします。

○井上委員

最初に公表するときには随分といろいろ議論をさせていただいて、経団連でも各企業に相当いろいろな意見を聞きました。実際、何回か回を重ねるごとに、企業側の理解が進ん

で、公表による弊害というのは特に今のところないということに企業も落ち着いておりますし、私どものほうにも公表に際して何か影響があったという意見は届いておりません。

○新井委員長 ほかによろしいでしょうか。

それでは続きまして、委員限り4総合評価方法の見直しについて(補足)ということで、事務局から説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 それでは、委員限り4総合評価方法の見直しについて(補足)でございます。

前回、御議論させていただきました総合評価方法の見直しにつきまして、2つの質問に対して資料をお付けしたものでございます。

まず最初は、2～3ページ目になります。株については1ページ目でございますとおり、いわゆるスパゲティーチャートでございますけれども、第1四分位、第4四分位のマネジャーが次の5年間でどうなったかという資料をおつけいたしましたわけでございます。債券についてはデータはどのようなのでしょうかということで、改めてラッセルからデータを頂戴したものが2～3ページ目でございます。

債券につきましては、データのサンプル数が少ないという状況はあるわけでございますけれども、やはり第1四分位の運用機関が次の5年間でいい成績をおさめられるかということ、どうもそうでもないという傾向は同じなのかと考えてございます。とりわけ3ページ目、米国債券、米国ハイイールドなんかではばらける傾向が強いということが見てとれると考えてございます。

続きまして4ページ目でございます。定性中心、定量の裏づけを持った定性評価ということになりますと、まさに委託運用部門のスタッフの専門性が問われてくるということでございます。昨今、専門性強化のために私どもはどういう取り組みをしているかということも4ページ目で表現させていただいたものでございます。

本年の4月から、インベストメント・マネジャー制度ということで、各4資産に1人インベストメント・マネジャー、こちらは運用専門職でございますとか、生え抜きで経験の長い正規職員をその職に充てまして、各資産の運用機関の評価はインベストメント・マネジャーが責任を持ってやるという仕組みをとっているところでございます。

また、インベストメント・マネジャーに今、アナリストと称しまして5人のジュニアな職員を配置してございます。この者たちは、従来は特定の資産を中心にやっていたところでございますが、4月から原則として4つの資産を全部見なさいということで、各インベストメント・マネジャーの下につけて、運用を見てもらっているということでございます。

これは2つの意味がございまして、まず、急速にこの運用資産に対する理解、知識をつけてもらうということが1点。それから、4資産ごとに運用評価のやり方等々異なってしまうと困りますので、横串を刺してみても評価のクオリティーの均一化を図っていこうという趣旨で、あえて4資産につけるということを行っているものでございます。

また、インベストメント・マネジャーのワーキングのエンゲージメント・マネジャーと

ということで、エンゲージメント活動、スチュワードシップ関係に強い中途の職員を1人配置いたしまして、こちらの者は内外株のエンゲージメント、スチュワードシップを中心に見ていただいているところでございます。

また、こうした体制は、我々の力だけでは運用評価をやり切れるものではございませんので、コンサルタントの2社、ラッセルとマーサーからのレーティングも十二分に活用して、我々が評価をするに当たっては必ず、自分たちの評価の脇に必ずラッセル、マーサーの評価もつけて、違いがあればそれをきちんとexplainをすることを励行しているものでございます。

コンサルタント2社の使い方につきましては、レーティングいただいて活用するというのは当然でございますが、それに加えて運用に関するいろいろな御相談をしております。そのリストが5ページ目でございます。この1年半ぐらいでコンサルタントに聞いたこと、質問したことについてずらっとリストで並べさせていただいているといった状況でございます。

私から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、御質問等がございましたら、お願いいたします。いかがでしょうか。

水野さん、お願いします。

●水野理事 では1つだけ。

クラリフィケーションというか、追加なのですけども、先ほどのスチュワードシップチームのエンゲージメントマネジャーというのは、言葉として企業へのエンゲージメントをするように誤解される可能性もあるのですが、私どものエンゲージメント活動は、運用会社に対するエンゲージメントということですので、そこだけはっきりさせていただければと思います。

○新井委員長 いかがでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、本日はこれまでにしたいと思いますが、本日が最後の運用委員会となりますので、理事長から一言いただきたいと思います。

●高橋理事長 運用委員会につきましては、平成18年4月からということで、本日122回ということでありまして、10年超、いろいろ御審議いただきました。

御承知のとおり、形式上は当法人は独立行政法人でありますので、私の独任制ということになっておりますが、この10年間は実質的には合議制ということで、いろいろ御相談をさせていただいたようであります。私も1年半でありますので、余り大きなことは言えないのですが、この間、本当に正直言いまして、最初は私、昨年4月に来たときは何となく話しづらい感じもあって、どうしようかと思いました。

課題も山積みの中で、割と皆さんにフラットにいろいろおっしゃっていただいたのではないかと考えております。恐らく、中にはこれでも遠慮しているのだという方もいっぱい

いるとは思いますが、いろいろな話題について、我々としますと本当に分け隔てなくということも申し上げまして、それで御意見をいただいていたように思っております。

そういう意味では、10月からは今度は名実ともに合議制ということで、ガバナンスを変えて仕事をしていくわけでありますが、運用委員会で培っていただきました気楽に話ができる文化は大切にしていきたいと思っております。

大変恐縮ですが、何らかの形で運用委員ということがかかわりあった方は、恐らくGPIFの運用しにくいところも含めて御理解いただいたのではないかと思っております。この先も多分、GPIFの運用はいろいろ苦勞していくとは思いますが、割と温かい目で応援団としてお付き合いいただけると大変ありがたいと思っております。

いろいろ本当にありがとうございました。改めて御礼申し上げます。

○新井委員長 では、運用委員会委員長として私からも一言申し上げます。

私委員長に任命されまして1年数カ月で、非常に短い期間であったわけですが、その間にきょう、議論がありました保有銘柄の開示ですとか、ESG指数とか、スチュワードシップ活動の活発化とか、リスク管理の高度化とか、さまざまな論点について運用委員の皆様方に非常に活発に議論していただきました。おかげでアドバイザリーコミッティーとしての運用委員会の役割をきちんと果たせたのではないかと思います。

高橋さんのお話にもありましたように、今後とも、皆様の御支援、御助言が非常に重要だと思えます。さまざまな機会に御意見をいただきながら、進めていきたいと思えます。加藤さんと私は、就任してから非常に期間が短いということで、勉強不足で2人は留年ということで卒業できずに、経営委員会の委員として残りますが、皆様方に今後もさまざまな機会に御助言いただけたらと思えます。よろしく願いいたします。

どうもありがとうございました。

それでは最後に、事務局から連絡事項があればお願いいたします。

●三石審議役 それでは、資料の取り扱いでございますけれども、委員限り2オルタナティブ資産の既存案件（投資信託）進捗報告につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

この後のロジスティクスに関してでございますけれども、この後30分ほどいただきまして、19時より、この会場におきまして運用委員OBの方々もお招きをして皆様との懇親会を開催させていただきたいと考えております。

開始時間までの間、本会場の設営準備がございますので、大変恐縮でございますけれども、別室のほうにお移りいただきまして、従来から御要望のありました、私どもの新しいリスク管理ツールAladdinのデモンストレーションをさせていただきたい。それをごらんいただきたいと考えております。係の者が御案内をいたしますので、恐縮でございますけれども、設営準備の関係でお荷物は一緒に持っていただいて、別室に御移動いただければと考えております。

以上でございます。

○新井委員長 第122回運用委員会はこれで終了いたします。