

第 60 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 24 年 9 月 21 日 (金) 15:00～16:30
2. 場 所: 年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席者: ・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・臼杵委員 ・小幡委員 ・薦田委員
・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員
4. 議事要旨
 - (1) 「平成 23 年度の業務実績の評価結果について」及び「平成 23 年度業務実績評価シートに関する自己評価及び評価結果について」
「平成 23 年度の業務実績の評価結果について」及び「平成 23 年度業務実績評価シートに関する自己評価及び評価結果について」事務局より説明が行われた。質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 評価項目 11 について、昨年度の S 評価から今年度 A 評価になった理由は何か。

事務局 評価項目 11 は、業務運営の効率化に伴う経費節減に関する評価だが、平成 22 年度は、外国債券、外国株式のパッシブ運用の見直しにより、運用手数料を引き下げたことが高く評価された。23 年度もこれに加えて宿舍の売却や節電等さまざまな工夫を実施し A 評価を頂いたが、運用手数料を引き下げた年度が、一番効果が高かったということであろうと考えている。

委 員 評価項目 3 と評価項目 8 について、23 年度の自己評価を「A」評価ではなくて「S」評価としたところの考え方と実際の 評価が「A」だったということについてお聞きしたい。

事務局 評価項目 3 については、運用手法等に関する評価ということで、エマージング株式の運用受託機関を選定したこと、国内債券について公募を開始し、1 次、2 次審査を実施したことから S 評価として提案した。結果、新たな手法であるエマージング株式運用については、実際に運用が始まっていないので今後見ていく必要があるということで、「S」までにはなかったのではないかと考える。

評価項目 8 は、内部統制の一層の強化に向けた体制整備等に関してで、内部統制の基本方針を策定し一層の強化を図ったということを申し上げた。しかし、定量的に測ることが厳しいこともあり、高く評価して頂いた委員もあったが、残念ながら「A」評価となった。

(2) 「平成24年度第1四半期運用状況について」

「平成24年度第1四半期運用状況について」事務局より説明が行われた。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 超過収益率の状況にある外国債券の「社債、担保付き証券等」のうち「担保付き証券」というのは具体的にどういうものか。

事務局 具体的には、米国のモーゲージ債等のことを「担保付き証券」として記載した。

(3) 「外国株式アクティブ運用受託機関の選定（第1次審査結果）について」について

「外国株式アクティブ運用受託機関の選定（第1次審査結果）について」について事務局より説明が行われた。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 運用実績年数について4年超5年未満のファンドが、結構多いといった現象が何故起きているのか。応募するという行為に対するセクションバイアスなのか、それともその時期にスタートしたファンドが世の中に多かったということなのか、あるいはそういうファンドは生き残ったけれども、微妙に苦戦していて、どんなチャンスでも物にしようと積極的に応募しているのか。

事務局 運用実績年数については、本来、長ければ長いほうが当然いいわけだが、実際にはいろいろな新しい運用もできるし、できるだけ良いものを見るという意味ではそんなに長くもできない。そのぎりぎりのところが5年というところでこれまでやってきた。

ただ、5年に機械的に数か月足りないので切っていいのか、あるいはクオンツ運用でかなり再現性が高いものは、ある程度定量データで拾って、新しくても拾うことができるものがあるのではないかとすることがあり、微妙なところがある。

今回については、4年超5年未満のファンドが多かったのは、応募先がプラスのリターンがあるものと考えたのではないかと推察するが、こちらとしてはリーマン・ショックをどう潜ったのか、見たいというのが正直なところである。

また、ヒアリングをしてみなければ随分わからないところがあると思うので、機械的に切るというよりは、大体効率的・合理的な線引きをしたうえで、できるだけヒアリングをしてセクションをしたいと考えている。

委員 5年に満たない場合の再現性の問題だが、再現性の高い運用というのはどうして今、評価できるのか。

事務局 1次の段階ではこれは一応書面に書かれていることを我々として受けとめて評価した。ただし、2次の審査においては、本当に再現性のあるものか、このシミュレーションのやり方で、取引コストを考慮しているか等について念入りにチェックが必要だろうと考えている。

委員 超過収益率が良いが、運用残高が少ないというようなケースについても2次、3次で検証されるということでもいいか。

事務局 ご指摘の点については、運用機関が本当にリソースを注ぎ込んでくれるのかという懸念が当然あるので、その辺は2次で確認してまいりたい。

委員 リーマン・ショックを含めるということについては強く同感する。やはり運用を見る際、1つ気をつけたいのは、難しい時も良い時も乗り越えて、どうだったかという実地的な検証が必要であり、それを含まない場合には、そこをどうやって乗り切っていくのかという見極め、そういうところを2次、3次でしっかりやっていただけるようお願いしたい。

委員 本来はいろいろな局面がもっとあり、その局面に対応できているファンドかどうかというのを長い期間で見るとというのが一番いいのだと思う。

そう考えると、コンポジットの運用開始から非常に短い社が結構あるなという印象がある。これから判断するときにはクオリティの審査というものと、将来性の判断というものの基準をしっかりとさせてやらなければならないのではないかと思う。

事務局 おっしゃるとおりである。設立から期間の短いもの、コンポジットとしても小さいものもあるが、できるだけ可能な範囲で手広く見ていこうというのが今回の選定の考え方であると御理解いただければと思う。ただし、長期間のデータがあるファンドについては、定性判断をする中で考慮していきたいと考えている。

また、クオリティ、リーマン・ショック前後の切り抜け方等、それが将来に渡り有効な手法なのかどうかといったところは、特に注意をして2次、3次で見ていきたいと考えている。

委員 重なるが、特にシミュレーションデータについては相当慎重に判断していく必要があるということ。特にリーマンのようなときは、取引コストなど、流動性が相当枯渇するというか、難しくなるので、単なる取引コスト以上にマーケットインパクトなども含めて、特に順張りの動きの場合にはかなり気をつけないといけない。それから、規模について申し上げると、規模の不経済というのは多分アクティブファンドの場合はあるので、大きくなっていくに従って難しいというところは気をつけていただければと思う。

委員 おおむね、例えばリーマン・ショックのようなマイナスの時期をどういうふう乗り越えられたかというのが、1つの大事な基準であるというのが委員の共通認識だと思うが。

委員 4年超5年未満のファンドについて、ビンテージで考える必要がある。リーマン・ショックが起きた直後はだれもつくらないから、余りない。だから、ビンテージは結構その後のパフォーマンスに影響するかどうか。ビンテージによる特性というのがあるのかなということでお聞きしたい。

委員 2007年の夏に、クオンツ運用が、非常にパフォーマンスが悪かった時期があったかと思うが、クオンツモデルの見直しをその時点ですて、それが今日につながっているのかどうか。そのモデルがリーマン・ショックであるとか、今日までのいろんな危機を乗り越えてきているということは、ある程度、その後のマーケット環境に適合してきているというふうにも判断できると思うので、なぜ、その時期にスタートしたのかという情報を集めてはどうか。

委員 2次審査以降、いろいろ出た意見も考慮いただいて、しっかりやっていただくということをお願いしたい。

(4) 「国内債券運用受託機関 第3次審査(案)について」について

「国内債券運用受託機関 第3次審査(案)について」について事務局より説明が行われた。

質疑等はなかった。

(5) 「リスク管理状況等の報告(平成24年6・7月)について」について

「リスク管理状況等の報告(平成24年6・7月)について」について事務局より説明が行われた。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 今後、検討していただきたい点が2つある。

1つは、日本株のベンチマークである TOPIX についてだが、東証・大証が合併するという事で、大証一部銘柄が来年の7月に TOPIX に組み入れられるという方針だということを聞いている。これ自体はそれ程大きな影響はないと思うが、GPIF として確認をしたほうがいいのではないかと考えている。

もう一つは、日本株式の取引市場に PTS 市場(私設取引システム)が加わったことである。パッシブ運用にとって、執行コストを下げる機会があるのであれば、それはできるだけ活用していくことが望ましい。これまでもコスト削減の努力は十分にしていると思うが、マーケットでの執行における取引コストを下げる機会がこれから広がってくるのであれば、それに対しても柔軟に対応できるような形を検討していただきたい。

事務局 まず TOPIX の話で申し上げますと、今回の東証・大証の合併ということに関して問題になるのは、大証単独で上場しているという銘柄が TOPIX のほうに加わってくるということであるが、その全体に占める割合がわずかであり、大

きな影響はないと考えている。

2点目のPTS市場については、GPIFとしては、最良執行を徹底的に追求してくださいということをお願いしており、既にPTSを通じた取引をされている社もある。今後はPTSの利用は広がっていくのではないかと考えている。

以上