

第 75 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 26 年 2 月 20 日 (木) 13:00~15:00
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 ・大野委員
・小幡委員 ・薦田委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員
4. 議事要旨
 - (1) 「中期計画及び年度計画の変更(案)について」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 まず意見として、人員や給与水準の弾力化ということで、プロを使っていこうということだが、10 年前すばらしい人が、今もいいとは一概に言えないので、柔軟性のある雇用形態を考えて頂きたい。

また、平成 25 年度計画の変更によって、給与体系とか人員の弾力化に取り組むこととされているが、この年度の中で着手すると考えていいのか。

もう 1 点、運用委員会のあり方に関して、有識者会議等の議論の中で、常勤委員の配置や、運用の重要な方針を決定できる体制整備があげられていると思うが、どういった時間軸で実行に移していくのか、今分かる範囲でご教示頂きたい。

事務局 まず、1 点目のご質問に関して、人材確保のためには給与体系等の改正が必要と考えられるため、コンサルの支援を受けて見直しを検討していくことを考えている。コンサルの選定については近いうちに契約を締結できると考えており、その見直しを受けて、平成 26 年度下半期以降の話になるかと思うが、採用に着手することもあり得る。

厚生労働省 2 点目の質問について、有識者会議の提言については、本来、独法の中期計画期間は 5 年間なので平成 27 年 4 月という考え方もあるが、今回閣議決定で給与水準等の緩和が決まり、迅速かつ着実に実施していくということで、この段階で中期目標について変更させていただき、それに合わせて中期計画についてこの場で議論していただいている。

運用委員会の取扱いについても、いろいろ相談しながら決めていかなければいけない。また、財政検証を踏まえて基本ポートフォリオの見直しを思うが、そこの作業の兼ね合いを見つつ、どのようにするのかについてなるべく早くご説明させていただきたい。

委員 「高度で専門的な人材」というのは人によってイメージが異なると思うが、組織的に運用するというマインドがきちんとあるということも結構重要な条件であると思う。

(2)「株主議決権行使状況の概要（平成 25 年 4 月～6 月）」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 社内監査役への反対は少ないのに対し、社外監査役については非常に厳しい感じを受ける。

事務局 各運用機関のガイドライン等を拝見すると、独立性の基準といったものについては最近厳しくなっているようなので、そういった観点から反対票が少し多くなっていることはあるかと考えている。

委員 パッシブファンドは長期的に保有するから議決権行使をしたほうが良いという議論もあると思うが、パッシブファンドとアクティブファンドで何か違いはあったか。

事務局 議決権行使のガイドラインについては、運用会社ごとに統一のフォーマットでやっており、アクティブとパッシブの区分は運用会社も特に行っていないため、特段違った傾向はないと認識している。

(3)「平成二十五年度株主議決権行使の取組みに関する運用受託機関の評価」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 議決権行使の取組に関する評価基準は変えていく可能性はあるのか。

事務局 必要に応じて変わり得ると考えている。

(4)「資産管理機関の総合評価について」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 現地ミーティングの中で行われる帳票及びサンプルチェックは、GPIF がその場で指定したものをチェックするのか、それとも相手方がサンプルを用意したものをチェックするのか。

事務局 あらかじめこちらから用意してほしい帳票を指定して、連絡した上で、現場に行って帳票同士を突き合わせている。

委員 相手方に準備する時間を与えることになるので、どの程度実態が把握できるのか。例えば、金融庁の検査で何も指摘がなかったかとかについてはチェックしているのか。

事務局 当局とのやりとりや検査書を見るところまではできていないが、内部統制監査ということで、SASの基準に則った監査もやっていただいて、その報告書も我々は徴求しており、チェックは機能していると考えている。

(5)「非時価総額加重平均型ベンチマークの活用についての調査研究中間報告」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 方向性については非常に良いのではないかと思う。

本当の意味でのアクティブマネージャーを見つけるのはなかなか難しく、基本的にはアクティブフィーとパフォーマンスとの間でほとんど整合性がとれていない状況だと思う。

一方で、パッシブだけでは、特にTOPIXという非効率性の問題があり、今行ったような分析が立証されるなら、スマートベータの考え方を入れるのは、分散投資をすること、アルファを取ることいずれにしても、合理的だと思う。

委員 まず、スマートベータに関していうと、TOPIXそのものを運用するよりも、各ファクターの異なるポートフォリオを運用した方がトータルでアルファが残る可能性があることを示している。

ただ、各ファクター間のリターンの相関について説明されていない気がするが、この点は重要な検討材料だろう。

それから、銘柄のオーバーラップはないのかということも重要なポイントではないかと思う。ファクター分析は異なるファクターを抽出しているけれども、結局は銘柄を買うことになるので、異なる名前のポートフォリオが同じ銘柄を相互に持っている可能性も十分あると思うので、その程度について示していただきたい。

TOPIX以外のバリュー型のインデックスの検討については、リバランスのコスト、銘柄入替のコストが、表面的に見たバックテストの数字だけからはうかがい知れない隠れたコストになっている可能性もあるのではないか。特に、年1回の定期入替えのものは、何銘柄が入れ替わるのかによってインパクトが異なってくる。GPIFが少なめの残高に抑えたとしても、そこに運用しているファンドが集中すれば、それなりに入れ替えコストはかかるだろう。

これらは運用資産残高があつて実績でわかるならば、それを今の時点できちんと検証してみる必要がある。

事務局 リスクファクター間の相関については、分析を始めており、最終報告に反映させたいと思う。それをどういう形で組み合わせれば一番安定的にアルファがとれるのかといった話が次のステップとして、具体的な対象になるのだろうと考えている。

リバランスのコストに関しては、実績のあるものについては一定のモデルに基づいて計算したものがある。新規のものについては、具体的なプラクティスをきちんと抽出する中で、どのくらいディプロイメントできるのかということについて、実際に考えたいと思う。また必要な分析については、最終報告に向けて検討したい。

委員 このようなものをみんながやるようになったら、リターンを生むファクターがなくなってしまうのではないか。

事務局 おっしゃるとおりである。

ただ、インデックス運用なので、流布していけばいくほど、インデックスプロバイダーのコスト自体も下がっていくと思う。通常のパッシブ運用と同じぐらいのコストであれば、コスト負けしない形でトータルを取っていいのではないか。

委員 時価総額加重というのは債券の方が問題が大きい。併せて研究を進めていただきたい。

事務局 ご指摘のように、債券については、GDP ウェイトとかいろんな案もあるので、そのようなものも今後の投資に向けて研究を進めていく。

委員 先ほどみんながやるようになったら、リターンを生むファクターがなくなってしまうのではないかという議論があったが、流行るとそこが上がるという考え方もある。

流行るスタイルに先に投資するといいいので、タイミングが大事だと思う。

委員 独立したカテゴリーを設けるとするのは非常にいい整理だと思う。今までは、アルファを取りにいくならアクティブ運用というように、目的と運用手法が一致していた世界を描いていたのが常だったと思うが、目的はアルファを取りにいくことでも、運用手法はインデックスというカテゴリーを設けることによつていろいろな整理ができるだろう。

ファクター間の相関についての議論があったが、ファクター自身の時系列相関も重要な問題だと思う。スマートベータのみならず、アクティブファンドの評価期間の適切性を考える際にも非常に有用であると思う。

JPX400 については、指数としてのクオリティを評価してどうかというよりは、経営効率を高めてもらうためのメッセージを有した指数であると思う。また、1.5%キャップについても、この制約にかかるごく少数の大型銘柄の検証期間中のパフォーマンスがどうだったかという個別性に強く依存してしまうところがあり、再現性については疑問が残る。

委員 1.5%のキャップの評価は難しい。最近の TOPIX と日経平均の乖離の乱高下は上位数銘柄によるもので、中長期的なマーケットバリュウの変化とは無縁に近い。1.5%のキャップというのも一つの考え方とは思いますが、今後どう機能していくかはやってみないと分からないということだろう。

事務局 過去のデータでは、キャップがあった方がリスク・リターン特性がよかったということなので、今この段階で否定する必要はないと思うが、今後とも検証していく必要はあろう。

(6) 「エマージング株式の運用について」

について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 各運用機関でコストを抑える競争原理のようなものを働かせられないか。

事務局 何らかの工夫をしたい。

(7) 「インフラ投資について」

について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 投資信託の運用者と助言者にもコストはかかるのか。

事務局 今回の仕組みは、インフラ案件のソーシングはまず **OMERS** がやって、それで個別の案件について、投資信託の運用者と助言者で実際にデューデリジェンスを掛けて投資判断をすることになるので、当然そこはそのプロジェクト、あるいはインフラのプロジェクトのデューデリジェンスについてのコストは当然かかってくる。

委員 運用するインフラ事業は新規か、それとも **OMERS** がエグジットする部分か。

事務局 **OMERS** が既に投資しているものの一部を譲り受ける部分もあるが、基本的には新規に投資する案件である。

委員 2,800 億円というのはどのような考え方でこうなったのか。

事務局 これは今回の共同投資協定に基づいて実際に参加するのは、他の投資家も参加する **GSIA** という共同投資のプラットフォームであり、そのときのたてつけとしては1シートという投資単位で、1つが12.5億米ドルになっている。12.5億米ドルを2シート、さらにプラスアルファも見込んでこのような数字になっている。

以上