

第 76 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 26 年 3 月 10 日 (月) 15:00~17:00
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 ・稲葉委員 ・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) 「平成 26 年度計画 (案)」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 「これまでのリスク管理に加えて、次期基本ポートフォリオの検討に併せてフォワード・ルッキングな観点からのリスク管理について検討を行う。」という記述に関して、「フォワード・ルッキング」という言葉はいろいろな場面でよく使われているが、わかりやすい説明としてはどのような言い方をしたらいいのかについて教えていただきたい。

事務局 これまでも長期的に将来をきちんと見据えてやってきたが、わかりやすい説明については考えさせていただく。

(2) 「管理運用方針改正 (案)」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 結構ここで議論されていることが、外部からは他の有識者などからやらされている感があるので、当法人がもともと前向きにやっていることがわかるよう、公表はなるべく早いほうがいいと感じている。

事務局 運用との兼ね合いでどうしても遅れてしまう場合はある。

(3) 「平成 25 年度第 3 四半期運用状況」について

質疑等はなかった。

(4) 「リバランスの検討および実施について」について

質疑等はなかった。

(5) 「国内株式運用受託機関選定 (第 3 次審査) 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 スマートベータと伝統的なベンチマークの差は時価総額ウェイトだと、要はマーケットがオーバープライシングのときにウェイトを高くつけて、割安の時にアンダーウェイトになる、そのひずみの積み重ねで差がついているという理解だが、その差がどの程度なのかの判断はあるのか。もし、この差だけならば、時価総額だけやめればいいだけなのでスマートベータは必要ないと思う。

事務局 そのような時期もあるし、逆に通常のキャップウェイトの方が、パフォーマンスが上がっているときもある。

いちがいに時価総額を全部やめるということでは解決するものではないし、そもそもキャップウェイトを全否定するということが自体、パッシブ中心という考え方との整合性という問題がある。

委員 その差が時価ウェイトでトラッキングしてしまっていることに問題があるとすると、ウェイト修正のタイミングをずらすとか、しないとか、最初はするがその後一切しないというのも案ではないか。

事務局 実務的な観点から申し上げますと、スマートベータ型の運用は、時価加重とは違うウェイトでポートフォリオを組むというもので、売買回転率が高くなり、取引コストもかかるため、ファンドを持てる量にどうしても制約が出てくる。このため、全部取り替えるというのは難しい面がある。

委員 スマートベータ型を組み合わせることによって、従来のパッシブ運用よりも高いプラスアルファをとれる運用ができるのは、全てのファクターに対してファンドを用い、そこに均等にウェイトをかけるというような形でやったときに、過去の実績として従来のパッシブ運用よりも高いプラスアルファをとれているというのが前回の説明だったが、それを今回やろうとしているのではないことを確認しておく必要があるように思う。

むしろ今回は、スマートベータに基づく運用を、アクティブ運用の1つのタイプとしていくつか採用してみることににより、過去の実績でシミュレーションすると、これまでの伝統的なアクティブとは反対の動きをしてくれるので、ダウンサイドを少し抑えてくれる効果が期待できるという説明だと思う。

そこで、今後のパフォーマンス評価について質問がある。伝統的なアクティブ運用のファンドよりも、採用したスタイルファンドはパフォーマンスに関しては低い評価が出る可能性がある。しかし、ダウンサイドを抑えることが導入の目的なので、どうやってこれを評価の枠組みの中に入れていくか、そこをきちんと確認しておかないと、採用したときにはそういう目的が説明されているのに、今後のパフォーマンスの見直しの時には、それぞれのファンドがどれくらいリターンをきちんとあげているかという、従来型の評価をしがちになる危険性があるのではないか。

事務局 委託調査で言及されたファクター通りの運用は、世の中には殆ど存在しないので、今回はこれらのファクターにまたがる特性を持つものや、複数のファクターに

またがる特性を持つものを選定したところ。この結果として相当数のファクターはカバーしたものと考えている。このため、あくまでも対TOPIXで、アルファを稼ぐ手法としてインデックスに立脚したアクティブ運用という位置づけというところである。

ファンドの評価については、法人内でこれから議論をしていかなければならないと思っている。まずファンドの評価ではなく、インデックスの評価をきちんとしなければいけないのではないかと考えている。インデックスがこういう特性を持っていて、ほかのインデックスと組み合わせると分散投資効果があるといった、新たな軸を設けることによって、ファンドのTOPIXに対する勝ち負けだけで評価することは避ける必要があると考えている。

委員 これからの方向性として、全体のポートフォリオの分散だけではなくて、株式投資の中の分散をすることで、耐えられるようにしていこうというのが、今回の試みの一環だと理解している。株式そのものの投資の中でも分散した投資をするという位置づけをする場合、分散したそれぞれの株式のパターンについてはそれなりの評価をしないと、ある時期非常に悪かったという理由で、単純に淘汰されてはならないと思う。

委員 ベンチマークが何であろうと、何%増えたかということが重要ではないかと思う。結局は、絶対値でかつ分散効果を狙うということなのかと思う。

委員 スマートベータはインハウスでできるのではないか。

事務局 確かにインハウスで行うというのも理屈としてはあり得るが、一方で、直接株式投資できないという法律上の制約とのバッティングは考えないといけない。海外では自分のところでスマートベータのアロケーションをしているところがあるので、ご指摘の通りの戦略を使っているところもある。

先般これを専門とする研究者の話を聞いたが、その際、スマートベータの本質は、運用者にとっては、あるスペシフィックなファクターエクスポージャーを継続的に取り続けるということであって、それに対してのポイントは取引コストだという話であった。そうすると、ベンチマークに完全にトラックするということよりは、取引コストの観点から、ある程度ベンチマークに対してトラッキングエラーを許容することが実は大切だということになる。

委員 そのように思う。スマートベータは何もディフェンシブにあれこれするというのではなくて、狙いは絶対リターンをより多く取っていこうという手法だと思う。

委員 今回のマネージャーストラクチャーの結果、アクティブの比率はどうなるのか。

事務局 今回のアクティブでは、規模制約のあるファンドが多く、結果的には下がることになると思う。

委員 いいアクティブはキャパシティが小さいから、GPIFのようにサイズが大きくなると、アクティブを増やすことは難しい面がある。スマートベータに関しては、3年ごとのいつもの評価と違う評価軸みたいなものをきちんとつくってもらいたい

と思う。

委員 今までのリスク・リターン特性の改善ということには大きく役に立つと思う。
せつかく今までいろいろな調査研究や、運用委員会でも議論してきたと思うので、
対外的にそうした点をアピールしていくべきではないかという感想を持っている。

事務局 従来、マネジャー・ストラクチャーが終わると、運用機関名だけホームページ
に掲載していたが、今回は少し工夫をしたいと思う。

委員 エンゲージメント型のファンドで過去非常に高いパフォーマンスを上げている
ものがあるが、彼らが経営に対していろいろアドバイスをしたことによって経営指
標が改善し、これとパフォーマンスが連動しているのか。限定された銘柄しか運用
していない中で、その運用方針に賛同した投資家が増えてくることによって、そ
れ自体がバリューの改善につながっていく。つまり、このファンドの成長が止まる
と、その効果が落ちてしまうリスクがあると思うが、その辺についてはどのような
感触をお持ちか。

事務局 その辺の連関は大変難しく、プライベート・エクイティのファンドの場合であ
れば、市場評価なしで単純に資本効率が改善して収益が上がっているかどうかであ
る程度把握することができるが、上場株のファンドの場合、なかなか分析が難しい。
ただ、エンゲージメント活動としては大変優れたことをやっているという状況は把
握している。パフォーマンスとの関係については今後しっかり見ていきたいと考え
ている。

委員 他の委員の繰り返しになるが、株式投資の中での分散をきっちりやるのはすご
く重要だが、分散効果というときに何を軸足にして評価するのか、今後走りながら
考えるということも大きいかとも思うが、よく議論をしてほしい。

委員 エンゲージメントファンドを採用すると運用業界の一部では話題になると思う
が、メディアに対する対応方針はどのように考えているのか。

事務局 公表の仕方については今後よく検討して、工夫してみたいと考えている。

通常、個別のファンドの細かい属性までは開示していないが、今回は少し考え
なければならないと思っている。

委員 このファンドは、敵対的なものではなく、対話をしながらむしろコンサルティ
ングのようなことをしていくといったものですね。

委員 まず、これは試行段階であるから、さらりとやったほうがいい。GPIFのような
大きいところがそういうことをやると言う、世間では敵対的なものも含めて考え
る可能性もある。

委員 日本版スチュワードシップ・コード等が議論されている流れの中で、そのような
ことも含めて大きく世の中から求められているという解釈もできる。

また、GPIFとしては、個々のファンドのことよりも、むしろ、株式全体としてど
のような形でアルファをとろうとしているのかということを中心に説明していくこ
とが重要だと思う。

(6)「リスク管理状況等の報告（平成25年12月）」について
質疑等はなかった。

以上