

第 75 回運用委員会議事録

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. 参加者:・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

- (1) 株主議決権行使の概要について
- (2) その他

●青木審議役 それでは、ただいまより、第 75 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日は、稲葉委員におかれましては、御都合により御欠席とのことでございます。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議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、

委員限り 1-1 年金積立金管理運用独立行政法人中期計画の変更(案)新旧対照表

委員限り 1-2 年金積立金管理運用独立行政法人中期計画(案)

委員限り 2-1 平成 25 年度計画の変更(案)新旧対照表

委員限り 2-2 平成 25 年度計画の変更(案)

委員限り参考 1 年金積立金管理運用独立行政法人中期目標の変更(案)新旧対照表

委員限り参考 2 年金積立金管理運用独立行政法人中期目標(案)

委員限り参考 3 「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」関連部分抜粋

委員限り 3 株主議決権行使状況の概要(平成 25 年 4 月~6 月)

委員限り 4 平成 25 年度株主議決権行使の取組に関する運用受託機関の評価

委員限り 5 平成 25 年度資産管理機関の総合評価について

委員限り 6 「年金積立金管理運用独立行政法人における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」中間報告の概要

委員限り 7 エマージング株式の運用について(その 2)

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長にお願いいたします。

○植田委員長 本日は、お忙しいところ、ありがとうございます。

それでは、最初の議題、中期計画及び年度計画の変更(案)について、委員限り 1-

1 及び 1-2、年度計画の変更（案）については委員限り 2-1 及び 2-2 に基づき、御説明をお願いします。

- 青木審議役 当法人の中期計画及び平成 25 年度の年度計画の変更（案）について御説明申し上げます。今回の中期計画の変更案は厚生労働省においてお考えの中期目標の変更を踏まえたものでございます。

まず、中期目標の変更について御説明します。恐縮ですが、参考 3 をご覧いただきたいと思えます。参考 3 につきましては、昨年 12 月に閣議決定されました独立行政法人改革等に関する基本的な方針でございまして、これにおきましては、複数の常勤委員を配置し、資金運用の重要な方針等について実質的に決定できる体制を整備する。高度で専門的な人材確保ができるよう、職員数や給与水準の弾力化に加え、任期制・年俸制の導入を検討する。有識者会議の提言を踏まえ、厚生労働省において必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行うなどが盛り込まれたところでございます。

次に委員限り参考 1 をご覧いただきたいと思えます。この表の左側をご覧ください。

今、申し上げました基本方針を踏まえ、厚生労働省で考えておられる中期目標の変更案ということでございます。まず第 4 の 2. 業務運営の効率化に伴う経費節減のところ、一般管理費につきましては、一部の経費を除き、平成 21 年度比 15%以上節減することとされておりますが、今回、高度で専門的な人材の確保その他の基本的な方針に基づく施策の実施に必要な経費については、節減の対象外として規定されるものでございます。

次に給与水準につきましては、基本的方針を踏まえ、高度で専門的な人材の確保の観点から、弾力化について検討することが規定されます。

次のページをご覧ください。平成 21 年度比 5%以上を最終年度に節減することとされております業務経費につきましても、今回の独立行政法人改革等に関する基本的な方針に基づく施策の実施に必要な経費について、節減の対象外として規定されるものでございます。

これを踏まえまして、当法人の中期計画等を変更しようとするものでございますが、委員限り 1-1 の中期計画の変更（案）新旧対照表をご覧いただきたいと思えます。

まず、第 3 の 2 で、一般管理費及び業務経費につきましては、独立行政法人改革等に関する基本的な方針に基づく施策の実施に必要な経費について、節減の対象外として規定をいたします。これにより、平成 26 年度以降、専門性の高い人材の確保等にかかる必要な経費が、従来の節減目標を超えて可能になるものと考えております。

また、第 9 の 4. (2) の人員に係る指標につきましては、基本的方針に基づき、平成 26 年度以降の人員については、高度で専門的な人材の確保の観点から、弾力化に取り組むと規定をいたします。

次に委員限り 2-1 の平成 25 年度計画の変更（案）新旧対照表をご覧いただきたいと思えます。一般管理費及び業務経費に関しましては、年度末も近いという状態で、変

更を行わなくても予算の執行上、支障が生じることはないため、特段の変更は行いませんが、給与水準及び人員につきましては、先ほど申しあげました中期計画と同様の変更を行おうとするものでございます。

なお、委員限り 1-2、2-2 及び委員限り参考 2 につきましては、中期計画、平成 25 年度計画、中期目標の変更部分に下線を付した全体の分でございます、必要に応じてご覧いただければと思います。

今後のスケジュールでございますけれども、中期計画及び年度計画の変更案につきましては、本日御理解をいただきましたならば、中期計画につきましては変更認可申請を行いまして、厚生労働省において、独立行政法人評価委員会年金部会にもお諮りをいただいて御検討いただくということでございまして、3 月には認可をいただけるのではないかと考えております。年度計画の変更につきましても、中期計画変更認可と同時期に厚生労働大臣に届出をして施行したいと考えております。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○大野委員 まず 1 つ、意見ですけれども、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ですが、例えば 10 年前に素晴らしい人が、現在も素晴らしいかというのは一概に言えないと思います。雇い方といいますか、かなり柔軟性のある雇用形態を考えていると思うのですけれども、この点は十分ご検討いただきたいと思います。2 点目として、時間軸に関する質問です。GPIF は平成 25 年度に給与体系とか人員の弾力化について着手するという計画でしたが、そのように考えてよいのかどうかということです。また、人員や給与水準と少し離れますが、森参事官がおられますので教えていただけるとありがたいのですけれども、運用委員会のあり方ということに関して、有識者会議等の議論の中では、常勤委員の配置ですとか、あるいは運用の重要な方針を決定できる体制を整備していくことが挙げられていると思います。有識者会議では、1 年を目途にということであったように記憶があるのですが、お答えできる範囲でどういう時間軸でこれを実行に移していくのかということをお教示いただきたいと思っております。

なぜかという、次期基本ポートフォリオという、これから大事な議論があるわけでありまして、それに間に合わせるのかどうか、お答えできる範囲で教えていただければと思います。

●青木審議役 最初の御質問について申し上げます。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ますことから、コンサルの支援を受けまして、その見直しをまず検討していくことを考えております。また、その見直しを踏まえ、早くても平成 26 年度下半期以降の話になるかと思っておりますけれども、採用に着手することもあり得ると考えております。これらにつきましては、今回の中期計画変更により実施することも可能になってくるものと考えております。

コンサルの選定につきましては、近いうちに契約を締結できるものと考えておりました、給与体系等の見直しにつきましては、3月から本格的な検討に入ることができるものと考えております。

○大野委員 そうすると年度中に何らかのアクションが起こるような格好で計画されているという時間軸ということですね。

●青木審議役 そのように考えております。

○大野委員 わかりました。

●森参事官 2番目の質問でございますけれども、閣議決定されたもの、特に有識者会議の御提言につきましては、資金の性格等も踏まえつつ、迅速かつ着実に実施していくという形になっております。今回、私どもが中期目標につきまして変更の御提案をさせていただくのも、人員や給与水準等において、閣議決定で緩和ということがございましたので、本来ですと、独立行政法人の中期計画は、5年間ということでございますので、平成27年4月という考え方もございますけれども、厚生労働省としては、この段階で中期目標について変更させていただきまして、それに合わせて、中期計画について、GPIFでどのようにされるかということで、この場で御議論されていると存じております。

運用委員会につきましては、工程表の中で御指摘いただいたように、1年以内という形で書かれております。これにつきましては、給与形態も含めどうするのか。また、この件につきましては、産業競争力強化法の中でも位置づけられているものでございまして、いろいろ相談しながら決めていかなければいけない話でございます。その中で私どもとしましても、ポートフォリオの決定については、財政検証を踏まえて実施されるかと思っておりますけれども、そことの作業の兼ね合いを見つつ、どのようにするかについてはなるべく早く、各方面と相談していろいろと御説明をさせていただきたいと存じております。

○大野委員 極めて次期ポートフォリオの議論は大事でございまして、そのスケジューリングもぜひお願いしたいということでもあります。

○村上委員 高度で専門的な人材というのは、人によってかなりイメージが異なるものになるのではないかと思います。ですから、コンサルタントを使うのであれば、この辺の要件定義をしっかりとやるのがかなり重要なのではないのでしょうか。特に個人的に尖がっているというよりも、むしろ組織的に運用を行うというマインドがきちんとあることも結構重要な条件ではないかと思います。

○植田委員長 他によろしいでしょうか。

よろしければ、次に移りたいと思います。株主議決権行使状況の概要（平成25年4月～6月）、委員限り3に基づいてお願いします。

●陣場運用部長 委員限り3をご覧ください。毎年度定例の御報告のものでございます。昨年4月から6月期の株主議決権行使状況の概要ということでございます。

最初に国内株式でございます。

国内株式につきましては、パッシブの運用受託機関 6 ファンド、アクティブ運用受託機関 18 ファンドの計 24 ファンドにおきまして、14 万件ほどの行使が行われたところでございます。(1) 概況で、「・」の 3 つ目をご覧くださいと思います。

まず反対の件数という観点で申し上げますと、取締役の選任議案に対する反対件数が最も多く、また反対の割合という観点で申し上げますと、買収防衛策、退任役員の退職慰労金の贈呈、社外取締役・社外監査役の選任に対する反対の率が高い状況でした。これは例年どおりの傾向でございます。次に (2) の会社機関に関する議案でございます。例年と変わった状況としては、一昨年、会社法の改正に絡みまして、独立した社外取締役確保のお願いというものが東証から各上場会社の皆様に出されておりました。昨年 4 月から 6 月期は、社外取締役選任議案が少し増えており、こうした東証の動きなども影響をしたのかと考えているところでございます。この社外取締役に関連しましては、1 ページ目の (4) 定款変更に関する議案の「・」の 2 つ目ですが、新たに社外取締役の採用を検討している会社が増えた結果、社外取締役の責任軽減に関する定款変更をする例も見られたところでございます。

2 ページにまいりまして、(6) その他をご覧くださいと思います。「・」の 2 つ目をご覧くださいと思いますが、利益相反の理由による議決権不行使件数は、議決権行使コンサルタントの活用等により 0 件となったということでございます。

これはどういうことかと申しますと、従来、私どもの運用機関の親会社が上場企業である場合、具体的には銀行のホールディングカンパニーで上場企業であったというようなケースを想定いただければと思いますが、そういった場合に子会社である運用機関から親会社のホールディングカンパニーに対し議決権を行使するのは、常々親会社からコントロールを受けている子会社の立場として、利益相反の懸念があるという理由で議決権を不行使としているケースがかなりありました。これが昨年度でございますと 100 件くらい不行使であったということでございます。

この点につきまして、私どもから問題提起をいたしました。確かに外形的に利益相反的な状況はあるわけですが、そこは何かの手だてをとって、利益相反の疑いを払拭した上で行使することはできないものだろうかということで、各社に対応をお願いしましたところ、議決権行使コンサルタントの活用で、コンサルタントの意見をそのまま投票行動に反映させることにより、利益相反の疑いをなくすという対応をとっていただきました。その結果としまして、この利益相反の理由による不行使が 0 件になったということでございます。

続きまして、2. 外国株式に移りたいと思います。

外国株式につきましては、パッシブ 6 ファンド、アクティブ 17 ファンド、合計 23 ファンドにおいて 12 万件ほどの行使が行われたということでございます。昨年度と少し変わった状況ということで申し上げますと、私ども一昨年の 6 月からエマージング株式の投資をアクティブ運用で開始しております。その結果としまして、昨年 4 月から 6 月

期としては、初めてエマージング株式における議決権行使が発生したわけでございます。先進国との違いということで分析してまいりますと、(1)の「・」の4つ目でございます。

比率ということで先進国と比較した場合、取締役の選任議案に対する反対比率が、エマージングでは高い傾向となりました。先進国においては4%くらいしか各運用機関は反対票を投じていないわけでございますが、エマージングの場合には4分の1弱、22.7%もの反対票がありました。

何故このような状況であったのかということでヒアリングをいたしましたところ、理由の1点目として、社外取締役の独立性に懸念があるケースがエマージングでは多いということがありました。2つ目として、累積投票制度によるものがあるのではないかとございまして。累積投票制度というのはどういうものかと申しますと、10人の取締役候補がいて、10の取締役の席がある。その10票が与えられている中で、累積投票制度のもとでは10票の票を候補者のAさんという一人の方に全て投票することもできるという仕組みでございます。これは少数株主の意見を反映させるために取り入れられることが多いということですが、ロシアなどでこういう制度が取り入れられているようで、この10票をAさんという方にだけ行使をいたしますと、Aさんに対しては賛成、残り9人の候補者に対しては反対というカウントになりますので、反対の比率が高くなる状況となるということでした。

続きまして(2)行使対象国です。従来、外国株式の一部の国ではシェアブロッキング制度があり、議決権行使をしようとするとう売買ができなくなるといった状況がございました。売買できなくなるのであれば行使は控えますといったケースが多々見られたわけです。「・」の2つ目をご覧ください。先進国ではこういったシェアブロッキング制度はそもそもなくなりました。

また、エマージングについても、それほどシェアブロッキングの対象国はなかったということで、1ファンドのみシェアブロッキングであるため行使しませんという状況でした。

続きまして3ページ目をご覧ください。例年と少し変わった傾向が見られるところで、3.議決権行使に関する課題になります。

(1)の最初の「・」ですが、企業とのコミュニケーション促進ということです。昨今は、議決権行使のシーズンになりますと、株式の発行会社から運用機関に対して議案の説明等をしていく機会が随分増えており、発行会社と運用機関のコンタクトの機会が増加しているということでございまして。そういう機会を利用し、意見交換をし、株主価値のさらなる向上を目指すのが今後の課題であるという意見が、一部の運用機関から出てきている状況でございます。

議決権行使に関しては以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○大野委員 4ページの数字の見方なのですが、例えば会社提案で監査役の選任のトータルが1万4,843件で、うち社外監査役が1万10件です。差し引くと4,833件となりますが、これは社外監査役以外の監査役の選任といった数字となるということですか。

●陣場運用部長 はい。

○大野委員 そうすると質問がわいてくるのですが、反対の欄を見ますと、トータルの反対票2,860人に対し、社外監査役の反対票が2,626件となっています。差し引くと234人しかいわゆる社内監査役と言っていいかどうかわかりませんが、反対は少ないのですけれども、社外監査役の反対が極めて多いというような印象を受けたのですけれども。何か特徴的なことはあるのでしょうか。

●陣場運用部長 社外監査役にフォーカスした分析はしておりません。

○大野委員 取締役はもちろん、社外取締役の反対はあるのですけれども、これを見ると社外取締役もかなり反対票が入っているのですね。一方で日本の会社に関して、社内監査役は極めて評価が高い、そのような感じであり、この辺は非常に特徴が出ている印象を受けました。

逆に言うと、社外監査役に対しては非常に厳しい印象を受けますね。

●陣場運用部長 各運用機関のガイドラインを拝見しますと、独立性の基準については、最近かなり厳しくなっているようでございます。そういった観点で見た場合、反対票が多くなっていることはあるのかと思います。

○大野委員 逆に社外取締役ほど監査役に関しては独立性に関し、会社側が神経をとがらしていないという傾向なのかもしれない。

●陣場運用部長 その点については確認をさせていただきます。

●三谷理事長 社外監査役をお願いする場合には、弁護士とか会計士をお願いするケースが多く、その場合の弁護士が顧問弁護士事務所の弁護士であったり、会計監査をお願いしている監査法人の公認会計士のケースが多いのではないかと思います。

○大野委員 課題があるかもしれないですね。

○臼杵委員 パッシブファンドはパフォーマンスの悪い企業の株式を非保有というわけにはいかないから、議決権を行使したほうが良いのだという議論もあるかと思うのですけれども、パッシブとアクティブで何か違いはありますか。

●陣場運用部長 そういう分析も以前行ったこともあるのですが、それほど大きな乖離はなかったと認識してございます。議決権行使のガイドラインということで申しますと、運用会社ごとのフォーマットは統一されており、アクティブだからこう、パッシブだからこうという区別は特にしておりません。多くの運用機関はパッシブファンドもあり、アクティブファンドもありという状況でございますので、そういった意味でそんなに特段違った傾向はなかったと認識しています。

○臼杵委員 委員限り4の4ページの組織体制を見ると、アクティブの方が人数が多いように思います。これはいわゆるファンドマネージャーみたいな人が、議決権行使に関する

アナリスト的なことを兼ねているということなのですか。

●陣場運用部長 専任者ももちろんいますけれども、会社全体のリソースを集めて兼任を
かけている社が多い状況です。

○臼杵委員 6ページや7ページの表のスタイル/P・Aというのは、アクティブも入って
いるということなのですか。

●陣場運用部長 アクティブも入っております。

○植田委員長 他によろしいでしょうか。

それでは、次に入りまして、株主議決権行使の取組みに関する運用受託機関の評価、
委員限り4に基づいてお願いします。

●陣場運用部長 委員限り4でございます。こちらは、先ほどの議決権行使を行った運用
受託機関に対する評価ということでございます。

評価方法でございますが、3.(1)概要のところに記載しておりますとおり、3つの
柱で評価をしております。これは例年と同じです。

議決権行使ガイドラインの整備状況、行使の組織体制、行使状況ということでござい
ます。この3つの柱を、 という方法で実
施しているところです。

6ページの評価結果のページをご欄ください。

まず、国内株式でございます。ガイドラインの整備状況ということで申し上げますと、
各社とも整備が進んでおりまして、 という結果になってございます。

行使体制でございます。こちらかなり体制が整備されており、 となっ
ております。

最後に行使状況です。国内株式につきましては、サンプルチェックをしております。
賛否が分かれるような議案をピックアップし、それに対する投票行動について、各社の
ガイドラインの記載と平仄が合っているかどうかというチェックをしております。その
結果、 という評価となりました。

この3つの点数を、 が右の列の総合評価でございま
して、 でございます。国内株式については、各社とも適切な議決権行使がなさ
れているものと評価したところでございます。

7ページをご覧ください。こちらは外国株式でございます。

こちら、ガイドラインの整備状況は、 でございます。

次に行使体制ですが、こちら整備が進んでおりまして、 ということ
です。

次に行使状況です。昨年の点数が括弧の中に記載してございますが、従来はシェアブ
ロッキング等の問題がありましたので、なかなか行使ができない状況があり、点数が悪
い社もありました。今年度は、シェアブロッキングの制度が随分なくなったこともあり
まして、各社 となり、昨年度から改善が見られているところでございます。

総合評価としては、
ということをごさいます、外国株式についても適切な行使がなされているものと評価をし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。

○植田委員長 それでは御質問等、お願いいたします。

○薦田委員 3本柱で評価されているということですが、1番目のガイドラインの整備状況ですが、今年度は
になった。これは極めて重要なポイントなのでしょ
うけれども、一度
なると、次年度以降、ガイドラインを悪い方向に変えない限り
評価は変わらないことになり、そういうものを
するというのは、
どうなのであろうか。大方針にコーポレートガバナンスの重要性を認識し、長期的な株
主云々という文言があれば良いというわけではもちろんないのでしょうけれども、一た
んできてしまうあれですから、そういうものを
を毎年続けるという点につ
いては、どのように考えていますか。

●陣場運用部長 この点につきましては、2ページをご覧いただければと思います。評価
の方法といたしまして、まず、方針・目的で長期的な株式利益の最大化を目指すという
文言が入っています。

それから、②で、個別のいろいろな項目がございます。こうした項目についてガイド
ラインがきちんと定められているかという評価をしております。ただ、個別項目につ
きましては、環境が変われば、項目も変わってくるのだと思うのですね。

○薦田委員 どちらが定めた項目なのか。

●陣場運用部長 我々がリクエストしている項目でございます。この項目は、環境の変化
に伴って変わる可能性がありまして、そういった場合には、我々としても項目を追加し、
こういう項目についてガイドラインを作成してくださいという依頼をして、その整備状
況を評価することになります。1度作成すればずっと評価が変わらないことではなく、
項目が変われば評価も変わってくる可能性はあると考えてございます。

例えば買収防衛策は、21世紀に入ってから出たような話であり、以前は余り問題にも
ならなかったわけですが、会社法の改正やいろいろな要因があり、こういう項目が必要
になってきて追加されたという状況です。個別項目は可変であると考えてございます。

○薦田委員 そうすると要請する側の項目が変われば、個別項目の評価基準が3ページに
ありますけれども、この表による評価基準は変えていくことになるのでしょうかね。

●陣場運用部長 こちらも必要に応じて変わり得ると考えております。

○薦田委員 また、意思決定プロセスと行使に係る分掌の関係で、ルール化されていない
けれども、分掌が明確となっているものが
。ルール化されているのだけれども、分
掌が明確となっていない場合は
。ルール化されてなくても行使にかかる分掌が明確に
なっているほうが、ルールだけ決めているよりも良いということになりますが、どうい
う考え方なのでしょうか。

●陣場運用部長 私どもとしては、議決権行使の専担の部署を設けて、それに専念する人

を設けていただきたいという気持ちが込められております。意思決定のプロセスは簡単につくれてしまうのですが、それを行う人が季節労働者のように、例えばこの時期だけアナリストのA氏が議決権行使を行うというような、パートタイム的な組織であるよりも、きちんと議決権行使の専任者を置いて、常時、議決権行使のシーズンのみならず、1年を通してガバナンスを見て、行使のことを考えてくれる人物を置いていただきたいということから、分掌が明確になっている社のほうが という基準になっているところがございます。

○村上委員 意思決定プロセスの評価については、季節的に人を動員するにしても、それぞれの段階ごとに誰が意思決定するのかということが、プロセスに記載されていないとルールにならないのではないかと思います。そのような意味では意思決定者がどのような人か、それは分掌ともつながっている話であり、不可分のところがあると思いますので、少し整理したほうが良いのではないかと思います。第三者にメッセージが伝わりにくいのでは、という観点から検討しては如何でしょうか。

●陣場運用部長 この点は御意見を踏まえまして、検討します。

○植田委員長 他によろしいですか。

それでは、次に委員限り5に基づきまして、資産管理機関の総合評価について、お願いいたします。

●陣場運用部長 続きまして委員限り5の資産管理機関の総合評価でございます。既に御案内のとおり、私ども4つの伝統的資産に対して1社ずつ管理機関を割り振っているところがございます。今回この4社につきまして、定例の評価でございますが、ヒアリング等もしまして、継続できるのか、できないかという評価を実施いたしました。その結果、全社継続と評価をしたところがございます。

2の①の資産管理機関の総合評価をご覧ください。資産管理機関については6つの柱で評価をしております。まず1が組織・人材、2に業務体制、3に監査、4に資産管理のシステム、5にグローバルカストディ、6に付加価値サービスというポイントでございます。

具体的に各社の評価結果をご覧ください。3ページをご覧ください。各社について、特記事項をかいつまんでコメントさせていただければと思います。

まず、A信託銀行、こちらは の管理をお願いしている先でございます。こちらの特徴としては、最初の○に記載してございますが、資産管理業務に関し相当規模の管理資産残高 兆円を有していて、これは の社でございます。

続きまして○の4つ目、対象期間中、事務過誤が3件発生しておりますが、うち2件については再発防止策等ができておるということでございます。残り1件についてはシステム対応があるということで、今、検討中ということですので。

続きまして、B信託銀行は の管理をお願いしている先でございます。こちらの

特徴としては、最初の○に記載しておるところですが、職員のプロパー化に非常に積極的で、私どもとしては高く評価をしています。他の信託銀行は、親会社からの出向者が多数を占めていることが見受けられますが、この社についてはプロパーの職員が大変多い状況です。

それから、○の4つ目として、対象期間中、事務過誤はありませんでした。

続きまして4ページのC信託銀行です。こちらは の管理をお願いしております の信託銀行でございます。こちらは○の4つ目にありますように、事務過誤が1件発生しておりますが、軽微なもので、既に再発防止策を実施済でございます。

最後にD信託銀行でございます。こちらの特記事項としまして、○の2つ目、

係る源泉税還付というイベントがございました。租税条約で通常認められている以上の還付金でございまして、この手続を非常に短い間に迅速に御対応をいただきまして、48億円も還付金を受け取ることができたものです。

それから、○の5つ目、この社については、事務過誤が1件発生したのですが、グローバルカストディのシステム対応の不備も絡んだ、為替取引に係る少しヘビーな事務過誤がございました。複数の運用機関でエラーが同時多発的に起き、こちらについてはかなり抜本的な再発防止策を講じていただきまして、それが終了した事案がありました。

資産管理機関の評価については以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いいたします。

○薦田委員 最初のA信託銀行は出向者が大半で、B信託銀行と、D信託銀行は、プロパー化を進めているとのことだが、プロパー化を評価しているということなのか。

●陣場運用部長 プロパー化を進めているか出向者中心かで、継続か継続困難かということまで評価を及ぼしている訳ではありません。ただ、私どもの評価の視点として、この仕事を続けるのだという人たちが多いい社と、いつか本体に戻ろうという人たちが多いい社を比較した場合に、前者に対する信頼が少し厚くなるといった意味で、特記事項として記載させていただいているところでございます。

○佐藤委員 現地ミーティングを実施しており、その際に現場の帳票出力及びサンプルチェックとあるのですが、これは GPIF がその場で指定したものをサンプルチェックするのか、あらかじめ相手方がサンプルを用意したものをチェックされるのか、どちらなのでしょう。

●陣場運用部長 サンプルチェックという意味では照合の部分です。具体的に言うと証券保管振替機構において記帳されている残高と自社のシステムにおいて記帳されている残高が本当に一致しているかどうか、あらかじめ項目を指定いたしまして、こちらの帳票とこちらの帳票を用意しておいてくださいということで、事前に連絡をした上で現場に行って、その帳票を突き合わせるということを行っております。

○佐藤委員 そうすると相手方に準備する時間を与えるわけですね。運用だったら現場でいろいろ質問をして、それなり効果があると思うのですが、事務管理に関しては、

そういうふうに事前に準備させるということだと、どの程度実態が把握できるのか、悪意に考えると都合の悪いことは絶対自分から見せないと思います。例えば、当局の検査で何も指摘がなかったとか、そういうところはチェックしていらっしゃるのですか。

●陣場運用部長 各社からの報告書に記載をさせているところがございます。具体的に我々が踏み込んで行って、当局とのやりとりとか検査書を見るとか、なかなかそこまでは実践できておりませんが、資産管理機関も受託者責任を負っている立場でございますので、信頼のもとで我々も現地実査を行い、帳票等もチェックしているところがございます。

○佐藤委員 性悪説に立つと少し足りないのではないかという気がいたします。隠されたらわからないというか、それをどうやって担保するのか。

●陣場運用部長 その点につきましては、我々も現地に入りますし、また、内部統制監査ということで、SAS の基準に則った内部統制監査を行っております。その報告書も我々は徴求してございますので、いろいろな意味でチェックはかかっているのではないかと考えてございます。

○佐藤委員 わかりました。

○植田委員長 それではよろしければ、委員限り 6 に基づきまして、調査研究の中間報告をお願いします。

●清水調査室長 それでは、私から、委員限り 6 の非時価総額加重平均型ベンチマーク、スマートベータに関する調査研究の中間報告につきまして御報告させていただきます。

これは、委託先である MSCI Inc とみずほ第一フィナンシャルテクノロジーからいただいた中間報告結果を、事務局において総括したものでございます。趣旨といたしましては、現在、日本株式のパッシブ・アクティブのマネジャーセレクションを実施中ですが、できれば、今回のセレクションの中に、これから御説明いたしますようなものをなるべく取り入れたいと、こういう趣旨もあるということで御理解いただければと思います。そういう意味で、今回のこの中間報告につきましては、特に日本株式にフォーカスした内容となっているということで御理解いただきたいと思います。

今回の調査の研究項目ですが、時価総額加重平均型 Cap Weight (以下「CW」) の問題点、それに対して非時価総額加重平均型の種類、理論的背景と特性、相関、コスト、投資可能額等々のほか、海外の公的年金における実施状況や利用目的、GPIF の運用目的等を考慮した場合の非時価総額、いわゆるスマートベータベンチマークの導入方法、位置づけ、期待される効果等ということでございます。

以下、中間報告における主なインプリケーションですが、まず 1 として、時価総額加重平均型・CW 型のベンチマークの非効率性ということでございます。私どもは、パッシブを中心とした運用を行っているわけですが、これについては Capital Asset Pricing Model、CAPM が概ね成立しているという前提のもとに、そういうことであれば時価総額の比率で保有する市場ポートフォリオが効率的であろうということが背景となっている

わけです。ただ、一方で、CAPM が厳密に成り立っているかということそうではないということで、場合によっては割高の銘柄をより多く保有する可能性があるということが指摘されています。

2 ページをご覧ください。特に日本株ですが、いわゆる TOPIX の非効率性というものについて、運用委員会の場合においても、これまで幾つか御指摘を受けており、その御指摘が今回のこういった調査研究の実施につながっているということです。まず東証 1 部上場企業の平均的な利益率、これが資本コストを下回っているということ。また、マーケットとしても、上場企業 1 社当たりのアナリストの数、これがいわゆる S&P や欧州系の STOXX、こういうところと比べても少ない状況です。そのため、深い分析が相対的になされてない分だけ、株価等々の面で非効率性の余地があるといった御指摘があります。

私どもも常に CAPM が成立している、最も効率的であると思っっているわけではなくて、そうした TOPIX の非効率性への対応としては、一義的にはアクティブ運用の拡充が考えられるわけで、我々は従来そういう形で対応してきたということでございます。

しかし、従来のアクティブ運用、これにつきましては、高い運用報酬に見合うアルファが継続的に得られるのかどうかということについては議論の余地があるということ。さらに、そういう意味で超過収益、アルファをとっている状況でも、果たしてその源泉が運用者の個々の本当のスキルによるものなのか、むしろベットしているリスクプレミアムによって獲得したアルファであるということであれば、これから申し上げるようなスマートベータ的なシステムチックなインデックス運用において、戦略的にとれるのではないかといった内容でございます。

そういった問題意識のもと、TOPIX は効率的ではないという問題に対する対応方法として 2 つあり、1 つは市場に残されているプレミアムの獲得をスマートベータにより、インデックス運用として戦略的にとっていくということ。もう一つは、TOPIX 自体も東証の 1 部上場企業に限定されている等々の課題があるわけで、TOPIX と異なる市場型、CAP WEIGHT 型の指数、これを追加導入することによって、いわゆる市場インデックスの分散を図る、こういう 2 つの解答があるのではないかとということでございます。

次が株式投資におけるスマートベータの導入についてということございまして、この導入の意義として、スマートベータは、企業規模やバリューといったファクターへの投資という面があり、付随するリスクプレミアムの獲得が期待できるということ。さらにはインデックス運用として、こういったファクターエクスポージャーを取るようになりますので、その分だけ個々のアクティブ運用が行っているものと比較した場合、そういった深い洞察の要らないという意味において、運用報酬低減効果があるということがあるのだろうということです。

ただ、留意点としては、インデックス運用といっても、コストはかかり、具体的には銘柄入替時の売買コストやフロントランニングリスクもありますし、またリスクプレミアムの源泉や売買回転率等の特性をかなり深くきちんと吟味しなくてはいけないという

こととさせていただきます。

こういった観点から、MSCIにおきまして、超過収益を生むファクター、これについての分析を行っていただいたということとさせていただきます。(3)に書いてございますとおり、ファクターとしては①企業規模、②低ボラティリティ、③バリュー、④配当利回り、⑤モメンタム、⑥クオリティ、この6つのリスクファクターに関して、TOPIXを上回る超過収益があるのかどうかという分析を行った結果が8ページです。これは全てMSCIのインデックスです。Japan IMIについては、MSCI Japan Standardに小型株をプラスしたものです。MSCI Japan Standardは320銘柄くらいでございますけれども、それに小型株を加えた1,200くらいの銘柄数となります。次に、MSCI KOKUSAI、これは現在、外国株式のベンチマークとして採用しております。また、MSCI Emerging、これは外国株式アクティブとして行っております。

これに対しまして、表を横にLow Size Tilt、小型株にティルトした要因、Low Volatility Tilt、いわゆる低ボラティリティ、他には、Value TiltやHDY Tiltという高配当利回りにティルトしているリスクファクター、Momentum Tilt、Quality Tiltという6つのファクターについて、1995年から2013年という長期のデータを用いて、アルファの存在を確認しました。

結論ですが、3つのインデックスにおきましては、ほとんどのファクターで、アクティブリターンが確認できました。例えばJapan IMIで申し上げますと、この表の中のActive Returnをご覧頂くと、Low Size Tiltが0.7%、Low Volatility Tiltが1.1%、Value Tiltが2.6%、HDY Tiltが0.9%、Momentum Tiltが0.4%、Quality Tiltが0.5%となっております。これに銘柄入替コストを考慮した場合ですと、一番下にActive Return after Performance Dragと書いてございますけれども、Momentum Tiltは若干マイナスですが、他は全てアルファがプラスとなります。さらにはKokusai、Emerging Marketsにおいても、パフォーマンス控除後で、いずれもプラスのアルファが取れている状況です。

こういったアルファの存在については、マーケットの波がありますので、短期で見ただけではマイナスが続く可能性もありますが、長期で見ると、全てのファクターにおいて、なかなかの確度でアルファが取れることがこの分析結果から把握できました。

3ページをご覧ください。そう考えますと、これまで通常のコンベンショナルなアクティブ運用については、大体過去3年間の実績に基づいて運用機関を評価し、よければ継続、だめだったら見直しを考えるというプラクティスであったわけですが、先ほどの個表を見ると、アルファについては短期ではなく、より長期的な視点を持ち、ある程度システムチックに取るということを考えてもよいのではないかという観点から、今回のスマートベータインデックスを位置づけることが1つの解答としてあるという結論でございます。

ただ、その場合に、こうした戦略を我々のマネジャー・ストラクチャーの中のどうい

う形で位置づけるかということについては、幾つかオプションがあります。これが（４）でございまして、まず①として書いてございますが、目的はアルファの獲得であるということ、従来のアクティブ運用の枠の中に入れてよいかというものです。

ただ、この場合、スマートベータについては、ベンチマークベンダーが実際に提供しているインデックスに基づいてパッシブ運用をすれば、結果としてファクターエクスポージャーを取れるということでございますので、従来のアクティブ運用とは随分違うものになり、運用報酬構造についても、大きな差異があるということになります。また、先ほど申し上げたように、この戦略によるアルファは中長期的ということでございます。これまでのような短期的なアクティブ運用の評価には馴染まないのが、同じ枠に入れるのは議論の余地があるというのが、事務局としての考えです。

次に目的ですが、スマートベータは、ある意味、インデックス運用ということであり、かつ TOPIX が非効率的であるということが背景にあることから、それとスマートベータを組み合わせることによって、全体としてのリスク・リターン特性を改善していくことが考えられます。こういう考え方に立つと、パッシブ運用の１つとして、位置づけることも考えられるだろうということでございます。

ただ、この議論を突き詰めていくと、そういうファクターエクスポージャーの目的はアルファということではなくて、TOPIX との組み合わせにより、インフォメーションレシオではなくて、むしろシャープレシオといいますか、リスク・リターン特性を改善するということになりますので、そういう観点からベンチマークとしては複合ベンチマークのリスク・リターン特性を良くするというのが目的となってきますが、これについては議論の余地があるだろうと思います。実際の我々の政策ベンチマーク、評価ベンチマーク、マネージャーベンチマークとの関係の整理も必要になってきます。

また、ファクタープレミアム、いわゆる対 TOPIX に対するアルファをきちんと中長期的に取るということ、これをパッシブ的に取るということですので、そういう意味からすると従来のパッシブとも違い、従来の伝統的アクティブとも違うことになります。目的としては TOPIX に対するアルファなのだけれども、それをインデックス運用として取る、そういう趣旨を明確にするために、第３の箱を用意するという方法が考えられ、事務局としては、③が一番目的等に照らしてすっきりするのではないかと思います。

以上がスマートベータでございます。

次に、特徴の異なる時価総額加重インデックスの導入ということでございます。

これは、先ほど申し上げたものから、市場インデックスを分散化するという話でございます。ここでは実際 TOPIX に追加する市場ベンチマークといたしまして、TOPIX 以外の３つを具体的に記載しております。ラッセル野村プライムインデックス、MSCI Japan、JPX 日経インデックス 400、この３つについて検討対象としたということでございます。

詳細は後ほど御説明いたしますが、こういったインデックスは時価総額加重型であり、かつ投資可能性を考慮した指数であり、指数を分散することで、特にリバランスやキャ

ッシュアウト局面での売却、こういった場面において、市場への影響が軽減されることが考えられるのではないかと。特に TOPIX の課題として、TOPIX 自体が東証 1 部上場に限られていること。2 部や JASDAQ は対象としてないこと。もう一つは、1 部上場にはかなり時価総額の小さい銘柄が含まれており、流動性等の観点でどうなのかという問題があります。こういう 2 つの課題に対して、先ほど申し上げた 3 つのインデックスがどのような長所を持っているか、こういう観点から分析をしました。

流動性という観点については、12 ページをご覧ください。

キャッシュアウト時のコストの推計ということで、TOPIX、ラッセル野村プライムインデックス、MSCI Japan、JPX 日経インデックス 400 等々、実際に 1 千億円、3 千億円、1 兆円、3 兆円を売却する場合に、どのくらいのコストがかかるのかといったことをシミュレーションしたものです。これによりますと、それぞれ細かい差はありますが、概ね同じ水準です。MSCI Japan Standard Index については、3 兆円の規模になると、TOPIX の 623bps に対して 740bps と大きいことが見られます。

時価総額の小さい銘柄に着目したものが下の表で、ここでは時価総額、日次平均売買代金ともに、それぞれのインデックスで下位 10% に当たるものがどのくらいであるかを示したものです。これを見ていただきますと、一番上の TOPIX は、1,700 銘柄の 10 分の 1 ですから、下から 170 番目くらいの銘柄がどのくらいの時価総額であるかを見ますと、41 億円であり、かつその銘柄の日次の平均売買代金は、14 百万円程度であります。

これに対し、MSCI Japan は、構成銘柄数が 320 銘柄で、下から 10% を見たとしても 15 百億円くらいの時価総額であり、かつ日次の平均売買代金も 8 億円となります。

JPX 日経インデックス 400 を見ていただくと、構成銘柄数は 400 銘柄で、下位 10% というになると、時価総額が 500 億弱、2.5 億円くらいの日次平均売買代金でございます。

流動性については TOPIX に比べて、こういったインデックスがそれなりに良い面があることが確認されております。

各インデックスの内容も御説明しますと、まずラッセル野村プライムインデックスですが、1 つは TOPIX との連動性が非常に高く、市場ベータを獲得するための投資ベンチマークであるということ、先物もあるということです。さらに先ほど申し上げたとおり、東証 1 部上場銘柄以外の上場企業も対象としており、時価総額の上位を単純にとったということですので、株式市場全体を広くカバーしております。実際複数の年金、一番よい例が企業年金連合会ですが、ここではパッシブのインデックスとして採用しています。

MSCI Japan です。これはいわゆる MSCI World の中で、日本に限定した部分でございます。銘柄数は 320 くらいですが、日本の全上場企業を対象としており、時価総額の 85% くらいをカバーするような形で最低時価総額基準を決めて、それ以上のものを対象としたインデックスでございます。これについては、海外の年金が日本に投資する際には、まさにこれがベースになりますので、非常によく使われているものです。

最後の JPX 日経インデックス 400 ですが、これは若干定義を御説明します。16 ページをご覧ください。

この一番下の JPX 日経インデックス 400 の概要ですが、既に ETF が上場されています。算出者は東京証券取引所と日本経済新聞社で、対象市場は東証 1 部以外にも 2 部やマザーズ、JASDAQ であり、全上場銘柄でございます。

その中で 400 銘柄をピックアップするというのですが、採用基準としては、まずは債務超過、連続赤字等の銘柄を除外した上で市場流動性スクリーニングをして、上位 1,000 銘柄を選定します。その上で、1,000 銘柄に対して定量的な指標、具体的には 3 年平均の ROE、3 年連続累積営業利益、選定基準日の時価総額、この 3 つを大体 40 : 40 : 20 というウェイトで足し合わせ、スコアリングをしております。

さらにこれに加えて定性的な要素、例えば社外取締役が 2 名以上である、IFRS を採用している等々、こういったものがあるとスコアがプラスになり、若干の入替えをした上で 400 銘柄に限定することになります。

ポイントとしては、浮動株調整時価総額加重であり、1.5% のキャップが設けられているということです。トヨタなどは、市場時価総額の 5% くらいでございます。こういった銘柄については市場に占めるインパクトが大きいので、こういった銘柄が業績変化により出入りする場合の影響を考え、そこを抑制し回転率を抑えるということで 1.5% のキャップを設けています。実際には 1.5% のキャップで、大体 10 銘柄程度がキャップに張りついているという状況です。5 ページをご覧ください。

1 つは ROE を意識したクオリティ指数の要素があること。これにより企業経営者に経営効率改善を促すことが期待されますが、一方でこのインデックスに入るためには ROE を上げればよいということになります。ROE を上げるためには、単純に言えばレバレッジをかければよいということになりますので、ここに入るために、逆の意味でレバレッジをかけるといったことが行われる、ある意味、逆選択のような可能性があることが指摘されています。

ただ、これまでの分析結果では、2013 年 9 月末時点の財務レバレッジについて、TOPIX からの乖離はほとんどない状況です。今後、過度なレバレッジについては注視する必要があるものの、そもそもレバレッジ等々については、個々の企業のマネジメントの問題であるわけで、高いレバレッジがイコール悪いという話でもなく、そこは適切なリスク管理ができていればよいということで、それは個々の企業のガバナンスに任せればよいのではないかと考えます。

また、1.5% のキャップ上限についてどう考えるか。これについては 15 ページをご覧ください。キャップがあった場合とない場合の 1988 年からのデータを用いたトータルリスク・リターン等々のデータです。これによりますと、トータルのリターンについては、検証用 JPX400、いわゆるキャップありの JPX400 は 81bps であるのに対して、キャップなしは 46bps にとどまっています。

さらに、Total Risk はキャップがあったほうが小さくなり、回転率についてはほとんど同じです。そう考えますと、リスク・リターン特性としては、キャップなしよりもキャップありが、リスク・リターン特性としてはよいことが確認できます。

下の図表がリバランスコストについてでございます。これについては、キャップなしが、キャップありに比べ若干性質がよいですが、そんなに大きな差ではない状況です。

14 ページをご覧ください。同様の検証結果ですが、特に JPX400 が TOPIX との関係でどうなるのか。また、例えば検証用エコノミックスケール、これがいわゆるファンダメンタルインデックスというもの、さらに、リスクドリブンというのが最小分散指数であり、これはいわゆるスマートベータです。このようなものと JPX400 を比べた場合、JPX400 がどれに近いのかクラスター分析したところ、TOPIX にかかなり近い分析結果となりました。

したがって、スマートベータ的な部分もあるのではないかという指摘もありますが、この検証結果を見る限り、TOPIX というか、いわゆる CW のインデックスの一種ということで考えてよいのではないかと思います。

5 ページをご覧ください。定期リバランス時の取引コスト控除後の過去リターン推計によれば、取引コストにより、リターンが大きく毀損することはないと考えられます。13 ページをご覧くださいますと、これについては 3 千億円、5 千億円というリバランスを考えたときに、どの程度リバランスコスト控除後でリターンが毀損されるのかというもので、TOPIX と RN Prime については 3 千億円、5 千億円では、ほとんど影響を受けておりません。これに対して RN Small Value や MSCI Japan Minimum Volatility については、性質上 3 千億円、5 千億円の規模となるとリバランスコストにより、リターン自体がかなり低下してしまうといった状況が見られます。一方で JPX400 については、TOPIX、ラッセル野村プライムほどではないにしろ、それほど大きな影響はない状況です。

5 ページにお戻りいただきまして、フロントランニングの問題でございます。これは先ほど申し上げたように、財務データに基づいてインデックスの対象銘柄かどうかが決まります。具体的には 5 月末には決算データが出て、それに基づいて 8 月末に入替えを行うこととなります。そうすると、市場参加者は決算データの数字を見てどの銘柄が 8 月末に入れ替えられるのかということがわかるため、フロントランニングといった行動が起こる。これをどう考えるかという話が出てくるだろうと思われまます。

これにつきましては、実際の銘柄入替がなければ影響度合いが評価しづらいこともあり、現在我々の TOPIX のパッシブ運用につきましても、ある程度のトラッキングエラーを運用者に与え、その範囲内でベストエフォートでやってくれと、アルファをとってこれというようなマニフェストを与えているので、そういうフレキシブルなマニフェストを与えることにより対応できるのではないかと思います。

まとめになります。6 ページをご覧ください。ここでは先ほどの 3 つのインデックスを TOPIX と比較する形で流動性、銘柄分散、規模制約、効率性、ユニバースの広さと

いう形で評価をしてみました。ユニバースの広さという意味ではラッセル野村プライム、MSCI Japan、JPX400 は、それぞれ全上場銘柄ということで◎、さらに JPX400 についてはクオリティの面では◎となり、ラッセル野村プライムは規模制約の影響を受けないということになります。また流動性については、ラッセル野村プライムと JPX400 は◎です。これらを考えると、インデックス分散という観点から、この3つのインデックスを一部取り入れていくことも考えられるのではないかと考えています。

スマートベータと新たな CW インデックスをまとめますと、従来、TOPIX のパッシブ運用と伝統的アクティブ運用の2つだったものを、今回の調査研究の中間報告の提言等を受けまして、右の図のような形にしたらどうかということが具体的な内容でございまして、

まず伝統的アクティブ運用とパッシブの間に、スマートベータという第3の箱を用意し、あくまでも TOPIX に対するアルファを中長期的にとっていくことを目的とし、インデックス運用とする戦略を明確に位置づけるということ。

もう一つは、パッシブの部分についてはユニバースの拡大、流動性という観点から、3つのインデックスを追加するというものです。

3月の最終報告に向けて、7ページに書いてあることをつけ加えた上で最終報告とさせていただきますと思います。いずれにしても、現在進行しておりますマネジャーセレクトションの中で、こういった新たなマネジャー・ストラクチャーの考え方を取り入れていったらどうかということも併せて御検討いただければということでございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○能見委員 非常におもしろいというか、方向性については、私はこういう方向性は非常によいのではないかと思います。理由としては、本当の意味でのアクティブマネジャーを見つけるのはなかなか難しいのです。ですからよほど情報の差別化ができるファンダメンタルマネジャー、ある種の天才的な感性を持ったアクティブマネジャーがいる場合はそれなりに効用するけれども、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ない状況が、特に日本株においては見られると思っています。

特に TOPIX という非効率性の問題があって、パッシブにおいて、今説明があったような分析が立証されるなら、むしろこういうスマートベータの考え方をポートフォリオに入れていくのは、分散にしてもアルファを取るにしても、いずれにしても非常に合理的な考え方であると思います。むしろ伝統的なアクティブ運用のウェイトを少し下げたほうが、これまでの結果からいってもよいのではないかと私は思います。

○宇野委員長代理 スマートベータのところに関して言うと、TOPIX そのものを運用するよりも、6つのファクターとしての異なるポートフォリオを運用したほうがトータルでアルファがプラスとなる可能性があることを示している。かつ、それがインデックス的に行うことができるということを示しているのかと思います。

ただ、8ページに6つのファクターの異なるポートフォリオが示されていますけれども、これらの間のリターンとの相関については説明されている場所がないような気がしま

す。ある期間のアクティブリターンは報告されていますけれども、時々刻々としたところの相関がどうなのかという点は重要な検討材料であると思います。それから、それぞれのポートフォリオの間で、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います。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、結局それは銘柄を購入することになるので、同じ銘柄を異なる名前のポートフォリオが相互に持っている可能性も十分にあります。その程度というのは、きちんと示していただきたいと思います。

それから、後半の TOPIX 以外のバリュー型のインデックスをいろいろ検討してみるというところについては、いま一つ、その必要性や狙いがどこにあるのかがわかりにくいような気がします。TOPIX との違いという観点で言うと、リバランスのコスト、銘柄入替のコストがどれくらいなのかということについては、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と思います。特にラッセル野村プライムとか JPX 日経インデックス 400 の場合は、年 1 回の定期入替なので、そのときに何銘柄が入れ替わるのか、それらのインデックスのもとでどれくらいの運用資産残高があるかによって、当然インパクトの大きさが異なってくるので、GPIF が幾ら少なめにやっても、そこに運用するファンドが集中してくれば、それなりのインパクト、入れ替えのコストが変わる可能性は十分にあると思います。

これらは運用資産残高があって実績があるならば、それを今の時点で少しきちんと検証してみる必要があるし、JPX 日経インデックス 400 のように新しいインデックスの場合は、どういう感じで銘柄が入れ替わるのか、その前後で入れ替えのイベントでどういう異常な価格形成が発生するのかということをしつかり見きわめていく必要があるのではないかと思います。

- 清水調査室長 まず 1 点目のリスクファクター間の相関ということですが、この点については最終報告に向けて準備を進めており、最終報告には反映させたいと思います。単純に計算した結果を申し上げますと、この 6 つのファクターでもかなりインパクトの大きさの違いがあり、個人的な感想ですが、最も効果があるのは、バリューとロー・ボラティリティの組み合わせかと思います。バリューとロー・ボラティリティは逆相関の形になっているので、それをどういう形で組み合わせればよいのか、他のリスクファクターもどう組み合わせれば一番安定的にアルファが取れるのかという話が次のステップとして、具体的な対象になるのだらうと考えています。

ただ、今回のマネジャー・ストラクチャーについては、明確な形でマニフェストを与えて募集しているわけではありませんので、実際に応募のあったマネジャーを、こういった箱の中でどういう形で充てるのかということにとどまることになるかと思っています。いずれにしても、そこについては重要な課題で、次の募集をするときにどういう形で募集をするかということにつなげていく必要があるかと思っています。

次に、御指摘のパッシブの改善という点に関しては、ラッセル野村プライムにつきま

しては、実際にリバランスコストをある一定のモデルに基づいて計算した結果が 13 ページにあります。ラッセル野村プライムについては、かなり実績がありますので、そんなに変なことはないだろうと思います。

ポイントとしては JPX400 になると思いますが、私どもとしては、現在、そんなに一般に運用されていないことと、私どもがこれを行う場合でも、そんなに大きく行うことは考えていませんので、そういう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いますし、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と考えています。

○宇野委員長代理 8 ページの 6 つのポートフォリオの表の見方は、スマートベータによる運用を盛り込んで、TOPIX に対してアルファが取れるようなものを導入する、その場合、6 つのタイプのポートフォリオをセットで設定して、それを継続的に運用する。そうするとバリュー型が良い年があったり、ロー・ボラティリティが良い年があったりということがあがるが、トータルでは常にプラスとなるという分析結果だと思います。

それに対してバリュー・ティルトの従来型のアクティブファンドは、常に 2、3 あるのではないかと。これをもっと増やそうとすると、全然意味の違うマネジャー・ストラクチャーになっていくと思います。その辺はどのように区別していらっしゃるのですか。

●清水調査室長 世界の年金の現在のプラクティスで挙げるとすれば、スウェーデンの AP2 がこういったスマートベータ戦略をまさに戦略的に導入しています。AP2 は、等金額で行っておりますが、そこはかなりコミットしているというよりも、とりあえず等金額でアロケーションしているというのが今の実態のようです。今後、リバランス効果みたいな話について、そこを実際にどうするのかというところは、この次のステップの課題として出てくるのだろうと考えています。

○植田委員長 普通のファンドは、こういうエクセスリターンを生むファクターが時どき見つかるというのは昔からよく知られていますが、こういうのをみんなが行うようになったら効果がなくなってしまうのではないですか。そこは長くやるというところが、そういう話と整合的かなと思うのですが。

●清水調査室長 そこは確かにおっしゃるとおりでありまして、みんながこれを行えば、まさに CAPM という形で市場の効率性という形につながっていくわけですから、そういうことは十分考えられるわけです。ただ、これはインデックス運用でございますので、それが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います。通常のパッシブ運用とほとんど同じぐらいのコストとなれば、コスト負けしない形でリターンを取っていただけるのではないかと。もちろんそれは常にチェックしながら行っていかなければいけない問題であると思います。

○佐藤委員 方向性については、能見さんがおっしゃったとおりで、当初からどんどん推進してほしいと思いますし、やってみないと始まらない部分もあるし、市場が厚みを持つ、実際の参加者がいて、厚みを持ってまた GPIF のような投資家がそういった戦略を

育成していくというのも変ですけれども、先ほど清水さんがおっしゃったようにコストも下がって、お互いに良いことになると思いますので、ぜひやってほしいと思います。

それから、7ページの最終報告に向けた課題の真ん中の「・」に債券の非時価総額加重インデックスの分析とありますけれども、今回は日本株のマネジャー・ストラクチャーがありますので、日本株に焦点を当てたところが急務、喫緊の課題になっていると思うのですが、時価総額加重というのは債券のほうが、問題が大きいと思います。借金大国の、会社でもそうですが、そういったものをどんどんパッシブ的に購入することになる。これからの方向性としては日本のウェイトを債券の中でも減らして、全て株にシフトするわけではないでしょうから、海外の債券とか社債という選択肢もあると思います。そういう意味でも、こういう考え方の検討は非常に重要だと思いますので、併せて研究を進めていただきたいと思います。

●清水調査室長 御指摘のように、債券については、GDP ウェイトとかいろいろな案もあるわけで、そういうようなものも最終報告には取り込んでいきたいと思っています。

○佐藤委員 最終報告だけではなくて、今後の投資の実績のところについても検討することをお願いします。

○臼杵委員 皆さんと大体同じなので、若干つけ加える点だけ申し上げると、1つは、先ほどの話で、スマートベータはスタイルにある程度ベッドするような形になるので、スタイルインデックスでパッシブファンドのようなものができるのであれば、むしろそれによってコストを抑えて行うということも検討していただきたいということ。2つ目は、GPIFとして、先ほどのAP2ではないですけれども、どういったスタイルにどのぐらい偏ることを許すのかということを中心に最終報告では考えていただきたいということです。

また、その関連で、大体何年くらいのタームで、どういう評価軸で我々の行ったことが成功であったのか、失敗であったのか、特にリーマンの前からリーマンくらいにかけては、バリュー小型というのは相当負けました。そういう時期は必ず来るわけで、そういうものも含めて、どのくらいの期間で、どうやって成功・失敗を考えていくのかということも考えていただきたいと思います。

○小幡委員 植田委員長がおっしゃったのと逆の部分もあると思います。流行るとそこが上がるので。

○植田委員長 先に買うわけですね。

○小幡委員 流行るスタイルに先にすると良いので、ファクターが先に乗るということですね。逆バリ・ファクター・モメンタム戦略なのですけれども、それは意外とタイミングが大事かなと思います。

○植田委員長 他に、どうぞ。

○村上委員 私も大きな方向としては、最初に能見委員がおっしゃったことと大体同じ意見です。まず3ページの③のように独立したカテゴリーを設けるということは非常によ

い整理になるのではないかと思います。今までは、アルファを取りに行くのであればアクティブ運用で、目的と運用手法が一致していた世界をイメージしていたのが常であったと思います。今般、目的はアルファだけれども、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って、報酬も含めていろいろな整理ができるのだと思います。

先ほど宇野委員長代理からファクター間の相関ということが論点になりましたが、ファクター自身の時系列相関がどうかということも結構重要な問題かと思っています。その戦略の評価や見直しをするのにどのくらいの期間で行ったらよいのかということともつながってくるのだと思います。それから、このようなファクターがどのくらいの時系列相関を持っているかということは、アクティブファンドの評価期間の適切性を考えるにも非常に有用だと思います。せっかくデータを集めているいろいろなシミュレーションをいただいているので、そのようなことも含めてデータを要求したらよいのではないかと思います。

また、JPX 日経 400 については、クオリティを評価するのが非常に難しい指数だと私は思っています。どちらかといったら経営効率を高めてもらうためのメッセージ性を持った指数であると思います。過去の検証によるリスク・リターン特性については、例えば先ほど 15 ページにありました組入れ上限としての 1.5% キャップの有無が、どのくらい影響を与えているかということも気になります。御説明の中でそれにかかるのは 10 銘柄程度ということでしたので、この検証をしている 25 年間、それらの大型銘柄である 10 銘柄のパフォーマンスがどうであったかということに大きく依存してしまうところがあることになります。この 25 年間というのは、1988 年から 2013 年の間で、株式市場がほとんどリターンを生んでいません。その期間での評価ということなので、それがどのくらい再現性があると考えられるのでしょうか。その 25 年間においては、大型銘柄として例えば NTT 等が入ってくると思われますが、そのような銘柄の騰落がどうであったかということに大きく影響されてしまう評価になるということです。したがって、この数字自体の再現性があるかといったら、そうではないのではないかと思います。そのような状況もよく考えておく必要があると思います。

それから、特に株式市場がマイナスの期間の評価ということで考えると、ベースの経営が少しでもよかった企業は、どちらかといったら下落リスクに歯止めがかかっていた可能性も高いということで、そういう期間の依存性をよく考えておく必要があるのだろうと思います。

- 能見委員 1.5% キャップの有無については、難しいというか、現在、なかなか判定できる材料が少ないと思います。最近の TOPIX と日経 225 の乖離の乱高下というのは、ほとんど上位数銘柄で、それをマーケット的にトレーディングの材料として使っているので、必ずしも中長期的なマーケットバリュウの変化ということと、ほとんど無縁に近いような動きをしていると思います。そういうことに対して、この 1.5% のキャップがどのように機能するかというのは行ってみないとわからないという面があって、これも 1 つの

考え方と思えますけれども、正直言ってまだ何ともわかりません。

●清水調査室長 今のお話は、まさにファーストリテイリングとか、そういうところで決まってしまうという話だと思います。実は 1.5%のキャップをどう考えるかということについては、一番悩んだところでございます。過去のデータしかないので、15 ページにあるように、過去のデータから見ると、一応キャップがあったほうが、逆にリスク・リターン特性がよかったということもございますので、今、この段階でキャップの存在をあえて否定する必要はないだろうと思えます。それは今後も日々の中で、そういった検証を行っていくしかないと考えています。

○植田委員長 よろしければ、次に移りたいと思えます。エマージング株式の運用について、委員限り7に基づいてお願いします。

●陣場運用部長 委員限り7のエマージング株式の運用についてということで、1月の議論の続きでございます。

本件につきましては、2月の検討作業班の中でも議論をさせていただきました。次期基本ポートフォリオの政策ベンチマークを先進国だけのベンチマークである MSCI KOKUSAI から、エマージングを含む MSCI ACWI のベンチマークに変えてはどうかということにつきまして、おおむね肯定的に受けとめていただいたということでございます。次期基本ポートフォリオにおきましては、ACWI をベースにリスク・リターンの推計を行うということ考えているところです。

基本ポートフォリオがそのようになった場合には、実際のポートフォリオもそれに合わせていかなければなりません。まずアクティブ運用とパッシブ運用で議論を分けますと、御承知のとおり、アクティブ運用にはエマージングのファンドが既に入っております。この比率が大体足下で8%くらいであり、MSCI ACWI の中のエマージングの比率が12%ですので、アクティブ運用においては、かなり ACWI ベースでのエマージング比率に近くなっている状況でございます。

問題はパッシブ運用でございます。MSCI-KOKUSAI は先進国だけの運用になっていますので、これをどうするかということです。

現状、外国株式のパッシブについては6社の運用機関に委託をしております。時価総額で17兆円という規模になっています。これをACWI化しようとしますと、1社当たり35百億円の先進国の株式を売り、エマージングの株式を買うというオペレーションが必要になってまいります。運用機関等にいろいろヒアリングをし、確認をしている最中ですが、各社大体1か月もあれば、この変更は可能であるということです。

したがって、1か月×6社の6か月となり、半年間かけてMSCI KOKUSAI からACWIに1社ずつ移行をするというスケジュールを考えております。

ACWI化になった後のパフォーマンス評価でございますが、現在、外国株式の運用の評価はMSCI KOKUSAI と MSCI Emerging の複合ベンチマークですが、今後、ACWI のパッシブ運用が加わってまいりますので、MSCI KOKUSAI、MSCI Emerging 及び MSCI ACWI の複

合ベンチマークで評価するようにはどうかと考えております。

新しい話になりますが、(2)をご覧ください。ACWI 化に併せ、ACWI のパッシブのファンドについて、株式のレンディングを行うことを考えております。とりわけエマージングにつきましても、流動性の低いマーケットであることから、取引コストも高くなり、エマージングのパッシブはコスト負けしてしまうことがございまして、レンディングを行うことがスタンダードになっている状況です。私どもとしても、この機会に外国株式のパッシブファンドにおいてレンディングの実施を検討したいと考えているところでございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○臼杵委員 基本的には、検討作業班で申し上げましたけれども、結構なことだと思います。事前説明のときに申し上げましたが、実際のインプリメンテーションをどうするかというところで、毎月行い、6 運用機関で6 か月という方法もあると思います。その中で、ある意味でトランジション・マネジメントなので、どこかでアルファを上げるというか、本来パッシブなので、アルファというのはおかしいのかもしれませんが、できるだけコストを抑え、何か競争のようなものを入れられないかということを考えています。例えば1 か月の間はある程度トラッキングエラーを広めに与えて、そのかわり ACWI に対する超過リターンを評価対象にするとか、そういうようなことも考えてもよいのではないかと考えています。

●陣場運用部長 おっしゃるとおりでございまして、こうした移行については、過去の例で申しますと TOPIX の浮動株化の際に似たようなことがございました。その際にも変更する運用機関に対して取引コストの報告等を求め、どのくらいトラッキングエラーをとるのかという報告を求めた上で、それはそれで評価するというを行いました。同様に、この移行期間中も何らかの評価をしたいと考えてございます。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、最後に議事の追加になりますが、事務局からインフラ投資についての御説明があります。お願いいたします。

●陣場運用部長 それでは委員限り8をご覧ください。国内外の機関投資家との共同投資協定に基づく先進国インフラ投資の開始ということで、以前、OMERS、DBJ との共同投資協定のお話をさせていただいたところですが、その後、状況が進展いたしまして、いよいよ投資を開始する状況になり、近々本日の資料内容の公表を考えているというものでございます。

1 ページをご覧ください。背景ということで、これは既に御案内の内容でございしますが、これまでインフラ投資等について調査研究を行ってきましたが、平成 24 年度に実施したオルタナティブ投資スキームの調査研究において、①流動性の犠牲に伴うプレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上が期待できる。②インフラ投資等を目的とする投資信託に直接投資する方法が考えられる。③既にインフラ投資を実施している国内

外の機関投資家との連携は検討に値するという研究結果を得られたわけでございます。

こうしたことを踏まえて関係者で議論を進めてきました。

(参考) としまして、インフラ投資は、電力発送電、ガスパイプライン等々から、長期にわたり安定的な利用料収入等を見込む投資であり、安定したインカムゲインが得られ、利回りが一般の債券より高く、株式市場等の価格変動の影響を受けにくいというメリットがあり、とりわけオンタリオ州の公務員年金基金である OMERS などがこの先進的な基金となっております。

2 ページをご覧ください。こうした委託調査の結果を踏まえまして、DBJ 及び OMERS と共同投資協定を締結したということでございます。

3 ページ目の図をご覧ください。今回、実際にインフラ投資をするための投資信託、真ん中の投資信託を設定いたしまして、それを私どもと DBJ が購入をするといったセットアップができたということでございます。

なお、投資信託の運用につきましては、ニッセイアセットがこの運用者となりまして、またニッセイアセットに助言するものとしてマーサーが選ばれております。ニッセイアセットは、こうした投資信託を通じたオルタナティブ運用について、かなり豊富な実績がある社でございます。また、マーサーについては、インフラ投資のチームは非常にスキルがあり、インフラ事業の評価を世界的に行っている社でございます。

今後、適切な投資案件が出てきた際には、私どもも資金を追加をしていくということになります。この投資の規模ですが、最大で 27 億米ドル、日本円で約 28 百億円でございます。これをコミットメントの上限とした投資を考えているところでございます。

最後に、今回の共同投資は、安定したインカムゲインの獲得を目的とした運用でございますので、基本ポートフォリオ上では、外国債券のアセットクラスに位置づけ、かつこれは投資信託を自ら買うということになりますので、自家運用の 1 つとして管理をすることになります。また、既に締結済みの共同投資協定に基づきまして、DBJ 及び OMERS の投資経験を吸収し、当法人の投資能力の向上やリスク管理の高度化を図ることとしております。

○植田委員長 御質問がありましたら、お願いいたします。

○小幡委員 28 百億円フルに投資する場合、ニッセイアセットとマーサーに幾らぐらいのフィーを払うことになるのか。

●清水調査室長 ニッセイアセット、マーサーの分だけで考えると、 ぐらいになります。

○小幡委員 それ以外はどうなるのか。

●清水調査室長 OMERS の下の という、実際にソーシングをして、マネジメントするところがございますが、そこについては となります。

○小幡委員 そちらはいると思うのだけれども、ニッセイアセットとマーサーにもフィーを支払うことになるのか。

- 清水調査室長 今回の共同投資がどういう仕組みかと申しますと、インフラ案件のソーシングはまず OMERS が行います。個別の案件について、マーサーとニッセイアセットで実際にデューデリジェンスをかけて投資判断をすることになりますので、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という話でございます。
- 宇野委員長代理 このニッセイアセットが運用する投資信託は、OMERS との共同投資に関するエクスクルーシブなファンドですか。
- 清水調査室長 エクスクルーシブです。
- 宇野委員長代理 運用するインフラ事業は新規ですか、それとも OMERS がエグジットする部分ですか。
- 清水調査室長 これは新規です。
- 宇野委員長代理 基本はエグジットする部分も入ってくるのですね。エグジットというか、彼らが持っている部分を一部分けてくれる。
- 清水調査室長 その点については、これからの話なのですけれども、まず一番初めの案件については、OMERS が既に投資しているものの一部を譲り受けることになる可能性もあると思います。彼らからすれば、我々に対して全て売るのではなくて、一部を譲り渡すみたいな、そういう意味ではマネジメントとしては OMERS がずっと行うような感じになります。
- 宇野委員長代理 そのバリエーションをニッセイアセットがみているということですか。
- 清水調査室長 もちろんそこはコンフリクトの問題が出てきますので、マーサーなりニッセイアセットがきちんとプライシングというか、そこで交渉するという話になります。
- 宇野委員長代理 御説明ではマーサーがニッセイアセットにアドバイスというか、助言をするとなっていますけれども、事実上は GPIF と DBJ の共同事業に対してアドバイスしているというのと実質的に一緒ですね。
- 清水調査室長 実質的にはそうです。我々としては実質マーサーとニッセイアセットのデューデリジェンス能力といいますか、投資の運用能力を活用しつつ、そこで組成された投資信託を買うことによって、OMERS との共同投資を実現しているという仕組みでございます。
- 三谷理事長 本当は OMERS と同じように、直接出資できればよいのですけれども、御承知のとおり、現在、法律上はそういうことができません。したがって、投資信託という形が必要であり、こういう形になっています。
- 佐藤委員 ニッセイアセットのデューデリジェンス能力は実態的には余り気にしていないということか。
- 三谷理事長 OMERS の取り上げた案件について、さらにニッセイアセットとマーサーの両方で見ることになります。

○佐藤委員 銀行や商社であれば、商売だからプロジェクト・ファイナンスについての経験がかなりあると思うのですけれども、生命保険会社はこういうことを行っているのでしょうか。

●清水調査室長 実際プライベートエクイティの投資については、ニッセイ本体の運用に特化した専門チームがいて、そこが行っています。そういう意味ではプライベートアセットの運用については非常にエクスパティーズがあるということと、投資信託というスキームで行っているということでございます。それにマーサーのほうのインフラの知見が加わることにより、適切だという判断を DBJ がしたということでございます。

○臼杵委員 投資規模 28 百億円というのはどういう考え方で決まったのですか。

●清水調査室長 これは今回の DBJ と OMERS の共同投資協定について、実際に参加するのは GSIA という、企業年金連合会、三菱商事が実際に既に参画している共通の共同投資のプラットフォームに参加するという形で実現します。そこでは 1 シートという投資単位がありまして、1 シートが 12.5 億米ドルになっています。12.5 億米ドルを 2 シート、さらにプラスアルファとして、何らかのセカンダリーの部分が出てくるだろうということで、それを見込んでこういう数字をセットしていると理解いただければと思います。

○植田委員長 それではよろしいでしょうか。議事はこれまでですので、事務局から連絡事項等お願いします。

●青木審議役 委員限り 8 の資料につきましては、恐れ入りますが、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。

最後の委員限り 8 の資料の公表については、これとほぼ同内容のもの、これに表紙をつけるような形での公表というものを考えております。今のところ、本年度第 3 四半期の運用状況の公表とともに 2 月 28 日の金曜日となる可能性が高いという状況でございます。公表日が決まりましたら、その公表の直前になるかとは存じますが、メール等で関係資料等をお送りをさせていただきたいと考えております。

次回、第 76 回運用委員会につきましては、平成 26 年 3 月 10 日の月曜日、15 時から当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくをお願いいたします。

○植田委員長 それでは、本日はこれまでにしたいと思えます。

●清水調査室長 先ほどのフィーの話でございますけれども、25 百億円を投資した場合に日本側の部分として、大体 〇〇〇〇 くらいになります。そういう意味ではトータルです。

コスト的には共同投資という仕組みで非常に安い感じにはなっています。

○臼杵委員

●清水調査室長

○佐藤委員 例えば実行額ベースですと、フィーを欲しさに投資を早めるとか、そういう

別のリスクは出てきたりはしないのですか。

- 清水調査室長 投資の運用者としてという部分は当然あるわけですが、受託者責任がかかるということと、厳格な投資クライテリアというのが決められていますので、そこにミートしないと基本的には投資してはいけないことになっています。投資基準に該当すれば、投資するという話になりますので、そういう形でガバナンスを効かしています。
- 佐藤委員 もちろん GPIF さんもそこはきちんと見るということですね。
- 清水調査室長 そういう形になります。
- 植田委員長 ありがとうございます。