

## 第 76 回運用委員会議事録

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. 参加者:・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
  - (1) 平成 26 年度計画 (案) について
  - (2) 管理運用方針の一部改正 (案) について
  - (3) 平成 25 年度第 3 四半期運用状況について
  - (4) その他

●青木審議役 それでは、ただいまより、第 76 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、臼杵委員が 30 分前後遅れていらっしゃるという連絡をいただいております。

厚生労働省の森参事官は、本日は欠席ということでございます。

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 | 平成 26 年度計画 (案)                  |
| 委員限り 1 - 2 | 中期目標・中期計画・年度計画 (案) 対比表          |
| 委員限り 2     | 管理運用方針改正 (案)                    |
| 資料         | 平成 25 年度第 3 四半期運用状況             |
| 委員限り 3     | 各資産の運用状況の補足説明 (市場運用分)           |
| 委員限り 4     | リバランスの検討及び実施について                |
| 委員限り 5     | 国内株式運用受託機関選定 (第 3 次審査) (案) について |
| 委員限り 6     | リスク管理状況等の報告 (平成 25 年 12 月)      |

なお、委員限り 4 リバランスの検討及び実施について、委員限り 5 の運用委員会終了後回収と記載がございます参考 1 の国内株式アクティブ 第 3 次審査結果、参考 2 の国内株式パッシブ第 3 次審査結果、委員限り 5 の別添資料、これらの資料につきましては、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。よろしいでしょうか。

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、どうもありがとうございます。

1 番目の議題、平成 26 年度計画（案）について、委員限り 1－1 と 1－2 に基づいてお願いいたします。

●青木審議役 それでは平成 26 年度の計画(案)につきまして御説明させていただきます。幾つも資料がありまして恐縮でございますが、平成 25 年度計画との比較で御説明を要する変更点につきましては、委員限り 1－1 の表に記載しておりますので、こちらを用いて御説明させていただきます。

なお、予算収支計画、資金計画につきましては、毎年度数字が固まるのが年度末にどうしてもなってしまうということございまして、恐れ入りますが、次回の 3 月 27 日にお示しし、御説明をさせていただきたいと考えております。

委員限り 1－1 の次に、平成 26 年度計画（案）の全文があり、変更部分を網かけにしたものがついております。それとその後ろに、途中の説明で出てまいりますけれども、参考として、昨年 12 月の独立行政法人改革等に関する基本的な方針〔平成 25 年 12 月 24 日閣議決定〕（抜粋）をつけております。

委員限り 1－1 の 1 ページ、(1)、②につきまして、平成 26 年度は中間目標期間の最終年度でございますので、中期目標期間において各資産のベンチマーク収益率を確保するということが、中期目標・中期計画に規定がございまして、こういった規定を踏まえまして、最終年度の平成 26 年度計画には中期目標期間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するという記載を加えるものでございます。

(2) の① 資産全体のリスク管理のところでございますが、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旨、明記するものでございます。なお、参考の独法改革等に関する基本的な方針の中でも内閣官房の有識者会議の提言を踏まえ、厚生労働省において所要の対応を行うと記載されておりますけれども、有識者会議においては、フォワード・ルッキングなリスク分析について言及されていることも御案内のとおりでございます。

2. (3) の運用手法でございますが、③で、平成 26 年度は外国債券のアクティブ運用受託機関構成の見直しを行うことを考えております。④で、4 月から開始を予定しております物価連動国債の管理及び運用、⑤でオルタナティブ投資への取組を進める旨、規定いたしております。

次の 4. は基本ポートフォリオの関係で、その見直しに着手し、できれば平成 27 年 4 月の見直し時期を前倒ししての実施も念頭に置いている中で、平成 26 年度は、乖離許容幅については運用委員会の意見を聴きつつ、必要があれば弾力的に適用できるようにする。そのための規定をここに書いておるところでございます。

その下の (2) は、従来から申し上げておりますスケジュールでございますけれども、厚生労働大臣から示される積立金基本指針及び厚生労働省の年金財政の検証に基づき、

モデルポートフォリオを共済の管理運用主体の方々と共同して作成、公表する。

また、モデルポートフォリオを参酌し当法人の次期基本ポートフォリオを策定することを書いております。

次が3ページでございますが、先ほどから申し上げております昨年末の閣議決定に係る変更規定案となりますが、(1)については、平成25年度は運用経験者を採用するなどございますけれども、そのこのところを高度で専門的な人材という言葉にしております。

その下の(3)は、システムについて規定している部分でございます。システムについて、運用対象の多様化に向けた対応を進める旨、規定するという趣旨でございます。

その下の第3の2.でございますが、前回、御説明申し上げました中期計画の変更と同様に、節減対象となっておる一般管理費、業務経費の範囲から、昨年12月の閣議決定に基づきます施策の実施に必要な経費を除く旨、規定するほか、給与水準につきまして、高度で専門的な人材確保の観点から、弾力化に取り組む旨を規定いたします。

4ページでございますが、GPIFの本拠地を東京都に置くべきとした有識者会議の提言や、厚生労働省において主たる事務所の所在に関することも含め、所要の対応を行うこととされました昨年12月の閣議決定を踏まえまして、所要の対応の検討を行う旨、規定しております。年金積立金管理運用独立行政法人法上は、本則で主たる事務所は神奈川県に置くこととされ、その法律の附則と政令で、本則の規程にかかわらず、27年3月31日までは主たる事務所を東京都に置くということにされておりますが、もとより方向としては、それ以降も東京都に主たる事務所を置く方向で対応したいと考えているところでございます。

4. は資質の高い人材という言葉に高度で専門的な人材に改めますとともに、給与水準の見直しを行う旨を明確に規定いたしております。

なお、資料の最後の委員限り1-2というのがございますけれども、中期目標・中期計画・25年度計画変更(案)・26年度計画(案)の対比表でございまして、必要に応じて御参照いただければと考えております。

説明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 1ページの、これまでのリスク管理に加えてという4行、前年度との比較ですけれども、閣議決定を踏まえて対応するというところに異を唱えるつもりはないのですけれども、これまでのリスク管理に加えてフォワード・ルッキングということを改めて書き加えています。フォワード・ルッキングという言葉はいろいろなモデルの世界とか、日銀とかいろいろな場面でよく使われている言葉なのですけれども、年金保険料を毎月納めている人にわかりやすい説明としては、どういう言い方をしたら良いのかという悩みもありますものですから、今、この場でということではなくて、これの発表の段取りとしては年度末だと思っておりますので、その寸前くらいで結構なのですが、教えていただけ

ればありがたいと思います。

●清水調査室長 その点は考えさせていただきます。

○植田委員長 他にいかがですか。

それでは、よろしければ、次に進みまして、委員限り2に基づいて管理運用方針改正(案)について、お願いします。

●青木審議役 それでは、管理運用方針改正(案)について御説明いたします。

この委員限り2の2ページと3ページのところをお開きいただきまして、② 国内株式のアというところから申し上げます。現在、国内株式につきましては、投資対象として、国内の証券取引所において公開された株式としております。この株式の後ろに不動産投資信託証券を含むと規定することで、J-REITが運用対象となっていることを明確化したいと考えております。

4ページの④ 外国株式でございますけれども、外国株式にも国内株式と同じ文言の括弧書きを加える考えでございます。

なお、外国株式につきましては、MSCI-KOKUSAIに既にREITが含まれているということで、REITへの投資も実際行われているという状況でございます。これまでは解釈で外国のREITも外国株式に含まれるとしてきたということになるものでございます。今回、国内株式のマネジャー・ストラクチャーの見直しにおいてJ-REITを導入したいというファンド、あるいは導入することになるファンドがございますので、そういうことを踏まえまして、管理運用方針においてREITが運用対象となっていることを明確化するため、括弧書きの文言、不動産投資信託証券を含むを加えるということでございます。不動産投資信託証券という文言につきましては、東証の有価証券上場規程で定義の上用いられている文言でございますので、この文言を使用することで、J-REITのみということが特定できますことから、今回、国内株式について、この言葉を使用し、併せて外国株式についても同じ文言を用いることを考えております。

次に2点目の改正点でございますが、2ページの国内株式のイをご覧いただきたいと思えます。運用受託機関は同一銘柄への投資は、当法人から受託したポートフォリオの時価総額の5%以下とすること。ただし、ベンチマークにおける個別銘柄の構成割合が5%を超える場合等、5%の制限によりがたい合理的な理由があるときはこの限りではない、という内容が既に現行の規定上定められているところでございます。

今回、国内株式のマネジャー・ストラクチャーの見直しによりまして、改正趣旨の右側のほうにもございますけれども、ベンチマークにとらわれずに、比較的少数の銘柄で投資をする、いわば厳選投資というようなファンドの導入を考えておりまして、このような投資手法の場合には、1銘柄への投資割合が5%を超えるという場合があります。このため、5%を超えて保有できることを明確にするため、改正案の左側の欄にございますように、運用手法の特性による場合という例示を新たに加えようとするものでございます。そして、国内株式の改正に合わせまして、国内債券、外国債券、外国株式につ

きましても、この5%の制限について運用手法の特性による場合という文言を加えるなどによりまして、国内株式の今回の改正後の規定と同様の規定とすることといたしております。

次に6ページをご覧ください。6ページと7ページは、自家運用に関する事項の中に、4月から開始予定の物価連動国債の管理及び運用に関する規定を加えるものでございます。

1の(2)として物価連動国債の項目を加えるもので、2.の運用基本方針、」のところでは、物価連動国債ファンドとして、国内債券のアクティブファンドとして、インフレリスクを軽減することを目的とし、物価連動国債の管理及び運用を行うということを規定いたしております。

その下の別表1については、シティグループ世界国債インデックスの名称が変わったことに対応した改正でございます。

最後の8ページは、外国株式パッシブ運用について、前回、御説明申し上げましたが、来年度からMSCI ACWIを採用することに伴う改正でございます。

今回の改正の施行日については、国内株式の運用機関構成の見直しを開始する本年3月24日を考えております。

なお、改正後の管理運用方針のホームページでの公表につきましては、運用機関の構成の見直しが実際に完了した後である4月を考えております。

もう一つの資料は、改正後の管理運用方針の全文でございます。適宜、御参照いただければと存じます。

説明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。

○大野委員 公表は4月いっぱいくらいですか。

●青木審議役 4月と申し上げましたが、4月上旬とか中旬には公表いたします。

○大野委員 ここでいろいろ議論されていることが、他のいろいろな有識者会議などでやっている、何かやらされる感があるので、GPIFが前向きにもともとやっていることがわかるように、なるべく早いほうが良いという感触を常に受けているのですけれども、最後の外国株式パッシブ運用のベンチマークの変更、これの公表も同時期と考えてよろしいのですか。

●陣場運用部長 この点につきましては、先月も説明申し上げましたとおり、6つのパッシブ運用機関でACWI化を行います。1社1か月ずつ行いますので、今年の11月、12月の時期になってようやく完成するということになります。

○大野委員 この公表時期が遅れるわけですね。

●陣場運用部長 そうですね。これだけは。

○大野委員 逆に言うと、運用の多様化ということで、例えばJ-REITなどは公表できるわけですね。行うということについては。それから、前回の御議論の中であったエマージ

ングのところなのですが、株式のレンディングを行うということが入っていたように記憶しているのですが、これについては、ここにはそういうことは盛り込まないのですか。

●陣場運用部長 そうですね。

○大野委員 そこまで重要性がないということなのですか。

●陣場運用部長 レンディングの話はこれまで積極的に公表していなかったこともございますので。

○大野委員 入れない。

●陣場運用部長 はい。ただ、レンディングについては、議決権行使との関係がありますので、その際の議決権行使の取り扱いのところに出てくる可能性はあるかもしれないと思っております。

○大野委員 いずれにしても、初めてのことなので、どういう形で公表していくのか、継続的に検討していただきたいと思えます。

○植田委員長 それでは、続きまして、資料平成 25 年度第 3 四半期運用状況及び委員限り 3 の各資産の運用状況の補足説明（市場運用分）について、お願いいたします。

●青木審議役 平成 25 年度第 3 四半期の運用状況について御説明申し上げます。

昨年の 10 月から 12 月の運用状況ということでございまして、2 月 28 日の夕刻に公表したものでございます。1 ページにございますように、平成 25 年度第 3 四半期の収益率は、国内外の株式及び外国債券の上昇等により、プラス 4.73%となり、収益額は、5 兆 7,704 億円でした。

第 3 四半期末である 12 月末の運用資産額は、128 兆 5,790 億円でございまして、四半期末としては、この資産額は最高でございまして、6 四半期続けて収益額がプラスという状況が続いているということでございます。

2 ページでございまして、上の表の右側ですが、第 1 四半期から第 3 四半期までの年度の収益率がプラス 9.45%、収益額が 11 兆 2,222 億円でございまして、市場運用分につきましては、修正総合収益率がプラス 5.09%、総合収益額は 5 兆 7,331 億円、運用資産額は 119 兆 7054 億円となりました。

財投債につきましては、収益率がプラス 0.40%、収益額は 373 億円となっております。

7 ページをお開きください。第 3 四半期の運用環境とベンチマーク収益率ですが、ベンチマーク収益率を申し上げますと、右下のところがございますように、国内債券がこの 10 月から 12 月はプラス 0.18%、国内株式がプラス 9.21%、外国債券がプラス 8.11%、外国株式がプラス 16.35%でございました。この間の市場の動きにつきましては、上に文章で記載しているとおりですが、外貨建て資産につきましては、円がドルやユーロに対して下落したこともプラスに影響しております。

3 ページにお戻りいただきまして、各資産別の収益率の状況でございまして。

4 ページが各資産別の収益額の状況で、ご覧のとおりでございまして。

5 ページは、運用資産額と資産構成割合ということで、運用資産額につきましては、

一番左側の数字が 12 月末の数字で、構成割合につきましては、基本ポートフォリオと対照して見る数字は（参考）の数字でございます、この数字につきましては、乖離許容幅の範囲内ということでございます。

6 ページでございますが、超過収益率につきましては、第 3 四半期は上の表ですが、国内債券、国内株式、外国債券につきましては±0.1%の範囲内ということで、概ねベンチマーク並みの収益率と考えております。外国株式につきましては、マイナス 0.11%となりましたが、資本財、食品・飲料・たばこ、エネルギーセクターの銘柄選択等がマイナスに寄与したということでございます。

続きまして参考資料を御説明申し上げます。

②に各資産のパッシブ・アクティブ別のリターンが書いてございます。

超過収益率は、国内株式アクティブについてはプラス 0.13%で、下の注にございますように、陸運業、化学セクターの銘柄選択等がプラスに寄与。外国債券については、アクティブがプラス 0.18%で、米ドル建て社債のオーバーウェイト、米ドル建て債券の金利選択等がプラスに寄与。外国株式については、アクティブ単独で見るとマイナス 1.03%ということでございます。説明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。特にございませんでしたら、引き続き、リバランスの検討及び実施について、委員限り 4 に基づいてお願いいたします。

●青木審議役 リバランスの検討及び実施についての御報告でございます。

1 の運用委員会での議論内容、2 のリバランス検討に当たってのポイントにつきましては、これまでと全く同じ内容でございますので、3 につきまして御説明させていただきます。

①にございますが、昨年 12 月末の基本ポートフォリオの状況を踏まえまして、平成 26 年 1 月に短期資産から 12 百億円を回収し、同額を外国債券に配分するリバランスを実施いたしました。

その際の検討内容が②でございますが、12 月末の資産構成割合は、国内株式がプラス 4.68%、外国株式が 2.64%のオーバーウェイト、国内債券がマイナス 6.58%、外国債券が 0.73%のアンダーウェイトでございました。

その当時の市場動向分析と各資産の乖離状況を踏まえ、リバランスの購入資産を外国債券といたしました。一方、外国株式については、米国株価の上昇傾向等を考慮すると直ちに売却する必要性は薄いと考えられたことから、短期資産を活用したリバランスを実施したものでございます。

この時点で、来年度、平成 26 年度の年金特別会計の全体の資金計画がまだ示されていないこともございましたが、来年度の早い時期、4 月とか 6 月のキャッシュアウトにある程度資金が確保できていて、12 百億円程度を短期資産から資金回収しても問題ないと考えられましたので、これを外国債券に配分したものでございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

それでは、次に進みまして国内株式運用受託機関選定（第3次審査）（案）について、委員限り5に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り5の国内株式運用受託機関の選定（第3次審査結果）（案）について、御説明申し上げます。

本件につきましては、昨年11月に2次審査についての議論をいただきまして、31ファンドが通過となっていたところでございます。その後、第3次審査を辞退する社が1社ございまして、結局30ファンドについて審査を行ったところでございます。結論から先に申し上げますと、この30ファンドのうちアクティブが23ファンドあったわけですが、このうち18ファンドを3次通過、5ファンドを不通過としたいと考えております。

この通過した18ファンドのうち15ファンドは伝統的アクティブ、3ファンドは先月も議論させていただきましたが、いわゆるスマートベータ型アクティブ運用ということで位置付けをしたいと考えております。また伝統的アクティブ運用のうち、4ファンドはリザーブとして選定をしたいということでございます。

次に、パッシブでございますが、7ファンドあるうち5ファンドを第3次審査通過、2ファンドを不通過としたいと考えております。

まず1の第3次審査の基本的な考え方でございますが、3次は従来同様、現地実査に基づく運用能力の評価、それから、運用手数料の評価を加えまして、総合的な判断を行うというものでございます。

また、アクティブにつきましては、外国株式のアクティブと同様、確信度の高いマネジャーをボトムアップで厳選をしていこうというところでございます。

次のページをご覧くださいまして、今回のマネジャー・ストラクチャーの大きな特徴ともいべきお話でございますが、先月、委託調査の中間報告ということで御議論をいただいたところですが、まずアクティブ運用の中で、インデックスに即した運用ではあるのですが、システマチックリスクプレミアムをとっていくというものをスマートベータ型アクティブということで位置付けをしたいと考えてございます。

また、パッシブでございますけれども、ベンチマークとしてはTOPIXのファンドが中核ということには変わりはないのですが、同じ時価加重のベンチマークでもベンチマークの分散には意味があるのではないかとということで、この表に掲げてございますRussell Nomura Prime、MSCI Japan Standard、JPX400、この3つのインデックスファンドも新たに設定をしたいと考えているところでございます。

2ページの（5）、従来、私どもバリューとグロースのバランスをとるということでスタイル調整ファンドというものを持っておったわけですが、今回はそういう考え方はとりませんので、スタイル調整ファンドについては廃止することを考えております。

（6）ですが、従来、マネジャーを選定しましても、ファンドマネジャーが退職され



るとか、いろいろな理由でファンドが解約に至るという事態が発生することが経験的にわかっておりますので、そうした事態に備えまして、リザーブファンドを先般の外国株式アクティブと同様、選定をしたいと考えております。

3 ページ目にまいりまして、具体的な第3次審査の結果ということでございます。まずアクティブからまいりますと、アクティブの運用能力ということで、現地実査を踏まえまして、点数をつけたのが3ページの表でございます。伝統的アクティブでございますが、優れていると判断される  
となったものが合計 15 ファンド出てきたところでございます。一方、  
というファンドがあったところでは、  
あったところでは、

スマートベータのファンドについては、3 ファンドとも  
となつてございます。

次のページにまいりまして、運用手数料の評価ということでございます。手数料については、まず運用能力で  
18 ファンドに限って手数料の評価を行ったところでございます。この 18 ファンドのうち、まず実績連動報酬としたいというファンドが8ファンドございました。まず、この審査を行ったところ、この8ファンド中、7ファンドについては妥当であると判断をしたところでございます。ただ、1ファンド DA3 というファンドでございますが、少し高めの報酬で出てきた先があったということでございます。具体的には

体系のファンドでございます。

私どもの水準からすると非常に高い水準ですが、このファンドにつきましては、エンゲージメントを行う、企業に対して働きかけて、その価値を高めるという特徴的な運用でございまして、そのエンゲージメント活動は非常に高く評価しているところでございます。そういったことを考え合わせまして、まず限定的な投資でスタートするというところで通過をさせていただければと考えてございます。アステロイド、小惑星ファンドと称してございますが、このファンドにつきましては、エンゲージメント活動を行うということで、投資の先がどうしても小型株、小さな企業に限られてまいります。通常、小型株のファンドですと、私ども大体 200 億円から 300 億円程度の資金をお願いするわけですが、この DA3 のファンドについては、小型株の通例の5分の1くらい、具体的には50億円くらいの規模で、まずは始めさせていただきまして、この高い報酬に見合う成果が上がるのかどうかということを確認の上、最終的な運用資産規模を決定するというところで選定をさせていただければと考えております。

次に固定報酬の提示があった先でございますが、こちらについては 10 ファンド固定報酬で、これらについては全て妥当な水準と判断をしたところでございます。

アクティブについて、運用能力の評価、手数料の評価をあわせたものが5ページ目の表でございます。運用能力が  
5 ファンドについては、第3次審査不

通過ということで取り扱いたいと考えてございます。

次に伝統的アクティブ運用の 15 ファンドについては、10 ファンドが普通に能力も高く、手数料も問題なしということでございます。DA3 については少額でスタート。そして、運用能力の評価が 4 ファンドについてはリザーブとして位置付けをしたいと考えてございます。

次にスマートベータ型の 3 ファンドですが、こちらについては能力面で問題なし、手数料面でも問題なしということで、第 3 次審査通過という取り扱いとしたいと考えております。

続きましてパッシブ運用でございます。パッシブについては運用能力と手数料を  
するというたてつけでございます。まず運用能力でございますが、現地実査等を踏まえ、評価をしたところ、DP 1 から DP 7 まで、優れていると評価をしたところ。とりわけ DP 1、DP2、DP3 のファンドについては、既存ファンドということで、過去 10 年以上の運用実績がありますが、執行の工夫等をいろいろしていただいた結果、パッシブ運用でありながら、それなりの超過収益を獲得していること  
もございまして、  
います。

続いて運用手数料の評価でございます。手数料については、今回フィーテーブルを御提案いただき、②に掲げてある採点基準で機械的に行いました。例えば  
でございます。

この結果として、  
がついたところ。です。

総合評価ということで、運用能力の評価、手数料の評価を、  
7 ページ目の③の表のとおりになりまして、DP6、DP7 は、能力は優れているということ  
であったわけですが、手数料が少し高めであったこと 3 次審査は不通過と  
したいと考えてございます。残りの DP 1 から DP 5 までについては  
こちらを通過としたいと考えてございます。

続いて 8 ページをご覧くださいければと思います。ここからは個別のファンドの評価、コメントでございます。ごく簡単に申し上げていきたいと思っております。まず、伝統的アクティブファンド運用で通過したものから申し上げますと、DA 1 というファンドがござい  
ますが、無形価値をフランチャイズバリューと運用者は申しておりますが、ブランド、  
技術力等を持っていて、その無形価値、フランチャイズバリューの結果としてキャッシ  
ュフローは極めて安定している優良企業を厳選投資する。先ほど管理運用方針の改正の  
ところでもコメントをさせていただきましたが、ベンチマークにこだわらない厳選投資  
をしていくファンドでございます。

別紙 1 の 2 ページ目、パフォーマンスの各ファンドの数字を並べてある表がござい  
ますが、こちらをご覧くださいますと、DA 1 のファンドについては、過去 6 年近くの平均  
で対 TOPIX に対して  
で、今回のファンドの中ではト  
ップの成績を出しています。銘柄数も右の列ですが、

そのくらい低い回転率を持っているというもので、特徴的なファンドということで評価をしているところです。

次に DA2 は、アメリカで実績があるマルチ・マネジャーのファンドで、まず 3 人のそれぞれのスタイルを持ったファンドマネジャー、アナリストチームがつくるアナリスト・ポートフォリオ、この 4 つのパートでポートフォリオを分割して、特定のシナリオにベットしない運用を目指すものです。3 人のマネジャーはそれぞれ優良企業に投資する人、バリュー投資をする人、中小型株に投資する人ということで、分野を分けて分散効果を狙うものです。こうした運用の成果として、厳しい環境の中でも安定的な実績を残している点を評価したところです。

次に DA3 ですが、こちらは先ほどもコメントとしたバリューアップ活動、エンゲージメント型のファンドでございます。こちらのエンゲージメント活動の特徴としては、資本構成の最適化、資本効率の向上といったアドバイス、これは普通の PE のファンドでもよく行うところですが、それに加え、IR の仕方の改善というオペレーションによって市場の反応をよくしていこうといった独自のバリューアップ活動を持っているものがございます。こちらは 10 年以上の歴史を持つファンドで、本拠地はアメリカということで、アメリカで運用を行っているものがございます。

続いて DA4、こちらは企業の本源的価値より大幅に割安に取引されている企業の株式を買うもので、発想としては株式に投資をするということではなく、企業を買うのだといったプライベート・エクイティ的な発想で投資を行うものです。具体的にトップマネジメントと必ず話をして、トップマネジメントと良好な関係を築いた上で長期的な観点で投資をするというところに特徴があるものです。こちらも

ファンドでございます。

次に 10 ページ目、DA5 というファンドがございます。こちらはクオンツ、エンハンスト型の運用です。エンハンスト型については、私ども幾つか類似のファンドを持っており、この 5 年間は非常に厳しい運用環境でした。私どもの既存のエンハンスト・マネジャーが申しますには、この 5 年間、ファクターの効きが非常に短期化しており、効く時期があっても、盛りが短いといったコメントが多々寄せられているところですが、このファンドはそういった環境にも徹底的に適用していこうという発想で、毎日データを取り込んで、毎日ポートフォリオの最適化をする仕組みを中でつくっているものです。

そして、そういったポートフォリオをもとにして、リバランスをかけるという発想で、その結果として、超過収益の出方は非常に安定しています。先ほどの数字の表をご覧くださいますと、DA5 のファンドについては、2008 年度から 2013 年度まで、超過収益は全ての年度においてプラスという成績が残っているところです。またトラッキングエラーもエンハンスト型で抑えられていまして、インフォメーションレシオで申しますと、報酬控除後ですばらしい成績となっております。

続いて DA6 ですが、こちらはサステイナブル・グロース型のファンドでございます。

企業を 360 度評価するという事です。要するに全てのステークホルダー、株主だけではなく、コミュニティ、取引先、全てのステークホルダーと共存していける持続性の高い企業を選ぶという哲学です。こちらはファンドマネジャーが日本におるのですが、外国人の方が行っている特徴的なファンドです。

次に DA7 というファンドですが、こちらはマルチ・マネジャー型のファンドですが、DA2 と違い、こちらは運用機関を傘下に幾つか従えたマルチ・マネジャー運用でございます。この DA7 の運用の会社は、老舗の運用コンサルティング会社で、そのノウハウを活かした、非常にエッジの効いた運用機関を選び出し、そこからポートフォリオの提案をいただいて、その合成ポートフォリオを私どもに提供いただくスキームでございます。

今回の提案で特徴的なのは、私どもが公募の旗を掲げてもなかなか応募をいただけないブティック型で、ごく少人数で行っているような運用機関の中から良いものを厳選しているというところで、通常公募に応じてくれるのは大手の運用機関が多いのですが、そういう網にかからないものを選んできている点を評価しているところです。

次に DA8、こちらは私ども数少ない既存ファンドで残った先で、エンハンスト型の運用です。こちらの特徴としては、バリューファクター、グロースファクター、アノマリーということで、ファクターのバランスが非常に良いということで、厳しい環境下でも少しずつ、着実に超過収益を上げているといったところで評価をしているものです。

続いて 12 ページ、DA9 というファンドがございます。こちらはディープバリューのファンドで、株価が低迷している銘柄を探し、その中で徹底的に保守的に分析をして、極めて大きなアップサイドが見込めるものだけを購入するという極めて濃いバリューの運用です。こちらは

のファンドです。

続いて DA10 というファンドでございます。こちらは中小型のグロースタイプの成長性を重んじるタイプの運用です。こちらの特徴は成長性の分析は非常にきめ細かく、きちんと分析が行き届いている。それから、おととしの 11 月にファンドマネジャーが交代をしていますが、交代後に非常に成績が良くなっています。DA10 というファンドの数字をご覧くださいますと、2012 年度、2013 年度は非常に良い成績であり、伸び盛りのファンドということで評価をしています。

次に DA11、こちらにも数少ない既存のバリューファンドの 1 つで、アナリストの長期業績予想と配当割引モデル、この 2 つがよくかみ合い、バリューファンドとして安定的なリターンを獲得している点を評価したものです。

13 ページの DA12 から DA15、こちらはリザーブに属するファンドで、少し評価が低くなり、

という評価のファンドが続きます。

まず DA12 ですが、こちらはアナリストのリサーチ力を活かしたオールキャップの戦略ということで、アナリストの力量は

と評価をしておりますが、

足下 2 年間のパフォーマンスがそれほどでもないということで、評価が

にとどまっ

ているところです。

14 ページの DA13、こちらは既存のバリューのファンドで、過去の実績はそこそこですが、足下、定量モデルによる業種配分のモデルである が機能していない部分がございます、その点で少し評価が下がり、 になっています。

続いて DA14、こちらも既存の中小型株ファンドで、こちらも過去のパフォーマンスはそこそこの実績となっておりますが、 バリュー的な小型株からグロース的な中小型株のファンドに少しスタイルが変わり、足下、そこについていけないことで評価は にとどまっているものです。

続いて DA15、こちらはボトムアップ、トップダウンの組み合わせファンドです。

部分があるファンドですが、リードファンドマネジャーが大変しっかりした方で、経験豊富で、またトップダウンのおもしろいアイデアをどんどん出す方ということで評価をしており、 でございます。

続いて 15 ページからスマートベータ型のアクティブ運用ということです。

まず DA21 というファンドがございます。こちらは S&P GIVI 日本株式インデックスに即した運用でございます。この S&P GIVI、Global Intrinsic Value Index と申しておりますが、何をを行っているかという、まずベータの高い株を排除して、残った株を残余利益モデルに基づいて本源的価値でウェイトづけをしようというインデックスのつくりをしています。こうしたインデックスのつくりの結果として、低ボラティリティ、バリューファクターへのエクスポージャーが観測されるところでございます、スマートベータ型の特性を有するものと判断をしています。

次に DA22、こちらは既存のファンダメンタルインデックスのファンドで、株主資本、当期利益、キャッシュフロー、配当、この4つの指標に基づきウェイトづけをするものです。このウェイトづけの結果として、バリューファクター、高配当ファクターへのエクスポージャーが見られており、スマートベータ型運用の特定ありと判断をしております。

ページをおめぐりいただき、16 ページの DA23 というファンドです。こちらはファーマ・フレンチの3ファクターモデルを背景として、ユニバースを小型株に完全に区切ってしまい、その中で最もグロースの銘柄を外して小型の中でバリューに少しスタイルを寄せるものです。そうした結果、小型株のエクスポージャーを一貫して持っていて、これもスマートベータ運用の特性を有しているものと判断をしたところです。

続いて 16 ページから 18 ページにかけて、不通過のファンドが5ファンド出ております。こちらはそれぞれアナリストの活動やモデルに課題があり、課題がかなり大きなファンドでございます、 説明は割愛をさせていただきます。

19 ページをご覧ください。ここからがパッシブ運用です。パッシブについては、先ほどもコメントをさせていただいたとおり、運用能力という面では皆さんインデックスをよく理解し、執行の工夫等をいろいろ行っている点で、全て優れているとい

う評価をしているところです。ただ、その中でも DP1、DP2、DP3 については、浮動株調整時の執行の工夫等で超過収益がかなり出ていて、具体的には DP1 については、過去 10 年間、パッシブでありながら 〃の超過収益を上げています。

また、DP2 についても、〃の超過収益が上がっています。

DP3 は 〃近くの超過収益を積み上げていただいている、この DP1、DP2、DP3 については少し運用能力の点で 〃ついているものです。

DP6、DP7 は、〃不通過という結果になりました。

次に 23 ページをご覧ください。こうして選んできたファンドについて、第 3 次のヒアリングの結果、クラスター分析、相関係数の分析等を行い、スタイルを分析するとこのような形になるというものを 23 ページの表にあらわしてございます。

まず、バリュースタイルとしては 3 つ、グロース型が 1 つ、中間型が 7 つ、小型が 4 つといった構成になっております。下線を引いているファンドがリザーブファンドで、DA13 についてはバリュー特性、DA14 は小型の特性、DA12、DA15 については中間型という特性を持っていると判断しているところです。

次の 24 ページをご覧ください。今回の最終的なマネジャー構成の特徴をまとめております。

今回、ボトムアップでマネジャーを厳選した結果、2008 年以降、国内株式アクティブにとっては、リーマン・ショック、ギリシャ危機、東日本大震災といった非常に厳しい運用環境が随分と続いたわけですが、そうした中でも超過収益をきちんととってきた、良い運用機関を選べたのではないかと考えています。

また、運用スタイルで見ても、バリュー型、中間型、グロース型、小型で、スタイル的にもかなり分散がきいているのではないかと考えています。

また、今回は BMA 型、ベンチマーク・アグノスティックということで、ベンチマークにとらわれず、厳選投資をするスタイルのファンドも 4 つ選びました。当初、公募をするに当たり、多様な運用プロダクトの応募を公募の中でエンカレッジしたわけですが、そうしたものを多少なりとも最終結果に活かしたのではないかと考えています。

25 ページ目の (2) のもう一つの柱であるスマートベータ型のアクティブ運用については、先月の議論の中で、有効なファクターとして 6 つくらいあるという議論を紹介させていただいたところです。具体的には小型株効果である企業規模、低ボラティリティ、バリュー、配当利回り、モメンタム、クオリティといったファクターが有効なものとして挙げられたところですが、そうしたファクターのうち、①から④までのファクターについてはカバーできているのではないかと考えています。

次にパッシブ運用、25 ページの一番下のパラグラフですが、まず、先ほど選定をした 5 つの社に、TOPIX のファンドはまずお任せする。問題は Russell Nomura Prime、MSCI Japan Standard、JPX400 をどう割り振っていくか。今回選定した運用機関については、TOPIX の浮動株調整時の執行の工夫等を十分行ってきたところばかりですので、こうし

た時価加重型の運用を問題なくこなす能力はあると考えています。

先月の議論の中で、特に JPX400 については、インデックスの構成銘柄入替が事前にわかってしまう課題があり、フロントランニングの懸念もあるという議論が出たわけですが、そうした観点を踏まえ、まず、JPX400 のファンドについては3つに分けようと考えております。実績等を評価して、DP1、DP2、DP3 の社に JPX400 のファンドをお願いすることを考えています。

次のページにまいりまして、残りの Russell Nomura Prime と MSCI Japan は、フロントランニングの懸念も少ないであろうということで、1社ずつとし、Russell Nomura Prime については DP5、MSCI Japan については DP4 の社、これも運用実績を踏まえ割り振りをするのがよいのではないかと考えています。

今回の運用受託機関構成の特徴について、幾つかコメントをさせていただきます。

まず 27 ページの最初の「・」をご覧ください。今回、ボトムアップで厳選をしてみた結果、結果として外資系の運用機関の数が随分増えました。現在ですと、外資系の運用機関は 17 ファンド中 6 ファンドだけでしたが、見直し後は 11 ファンド中 8 ファンドになりました。また、従来は無かったのですが、運用拠点が海外にあるというファンドが 5 つも出てきました。

27 ページの「・」の 4 つ目をご覧ください。今回、スマートベータ型のアクティブとして S&P GIVI を新たに入れます。また、パッシブでは MSCI Japan Standard をベンチマークとする新たなファンドを入れました。S&P GIVI や MSCI Japan は J-REIT をユニバースにもともと入れていた指数で、国内株式ファンドでは初めて REIT への投資が発生するというので、管理運用方針も所要の変更を加えるものです。

それから、最後の「・」ですが、こちらについては別添資料の 5 ページをご覧ください。お願いします。

こちらは何をやったかと申しますと、伝統的アクティブ、スマートベータ、それぞれある程度の配分の金額を想定して、過去のデータをずっとシミュレーション等も含めて引っ張ってみて、伝統的アクティブ、スマートベータ型、それぞれが TOPIX に対してどのくらい超過収益を獲得できたかを表にしたものです。この表は全て TOPIX のリターンを超えた超過収益ベースの表です。こちらをご覧ください。と、TOPIX が大きく下落したサブプライムの 2007 年度、リーマン・ショックの 2008 年度といった年にはスマートベータ型が TOPIX に対してそこそこ超過収益を獲得していることが見てとれます。

一方、スマートベータ型は下げには強いのですが、上げ相場である 2003 年度、2005 年度、足下 2013 年度といった年には、ベンチマークについていけない部分がございます。対 TOPIX の超過収益はマイナスになるという点が見られるところです。一方、そうしたときには伝統的アクティブが好調であり、スマートベータ型の負けを埋めて余りある超過収益を獲得していることが見てとれます。

こうした結果として、新規ポートフォリオの  $\alpha$  ということでご覧ください。

2003年度から2013年度まで、全ての年度においてプラスの超過収益を獲得しているシミュレーション結果となっています。伝統的アクティブとスマートベータ型、我々が想定している以上に組み合わせが良い、補完的な関係にあることが見てとれるのではないかと考えています。

駆け足でございましたが、私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いいたします。

○小幡委員 最後のところ、1点だけですけれども、すごく雑なスマートベータと伝統的なベンチマークとの差の理解は、時価総額ウェイトだと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、割安になったとき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なのですが、それがどのくらいなのか、判断はありますか。もしそれだけだとすると、時価総額ウェイトだけやめればよいだけなので、スマートベータをする必要がないということなのですから。

●清水調査室長 そういう時期もあるわけですし、一方でそうでないというか、これにも見られるとおり、通常のキャップウェイトのほうがパフォーマンスが上がっているときもあります。

○小幡委員 大ざっぱに言うと、モメンタム戦略が勝っているときがあると思うのです。

●清水調査室長 大ざっぱに言えば、そういうトレンドフォローみたいなところで勝っているというところだと思いますので、一概に時価総額ウェイトを全部やめるというところだけで解決するようなものではないと思いますし、そもそもキャップウェイト自体を全否定するというところ自体、パッシブ中心というところの考え方との整合性という点で少し勇気がいります。

○小幡委員 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、トラッキングをやめる。時価ウェイトでいいのだけれども、先ほどトレード・オフの話がありましたけれども、トラッキングエラーと言っていいのかわからないですけれども、ウェイト修正のタイミングをずらすとか、しないとか、最初するのだけれども、その後は一切しないとか。

●清水調査室長 それはキャップウェイトのインデックス運用ですか。

○小幡委員 そうです。

●陣場運用部長 伝統的アクティブということですか。

○小幡委員 パッシブでもです。パッシブはベンチマークがあるのだけれども、ファンド組成のときのベンチマークがそのまま、その後、向こうはアップデートしていくと思うのですけれども、例えばアップデートしないとか、ある種スマートベータといえはスマートベータなのだけれども、そうするとベンチマークはなくなってしまって、何で評価しているのだという感じになるのですけれども、逆に言うと、時価総額ウェイトのベンチマーク自体も、ワン・オブ・ベンチマークスのワンにすぎないから、今までそれが一番メインからずれているという感覚なのですから、いろいろなことを考えさせら



れるかと思えます。

●陣場運用部長 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、要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す。結果として、それに従った運用をすると、すごく回転率が高くなってしまって、取引コストもかなりかかってということで、ファンドを持てる量にどうしても制約が出てくる。今回スマートベータ型の運用機関からもいろいろ話は聞いているのですが、現在、我々の国内株式は 20 兆円ありますけれども、20 兆円をスマートベータ化できるかというは無理な状況です。想定として今回スマートベータを 3 つ合わせて、ようやく 1 兆円くらいできるかどうかというところが規模の制約としてございまして、そういう観点からすると、なかなか全部をスマートベータ化するというのは実務的にはかなり難しい面があると思えます。

○宇野委員長代理 今のことと関係するのですが、今回提案されているスマートベータの運用の導入は、いわゆるパッシブ運用の代替としてのスマートベータには当たらないと思うのですね。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というのは、これまでの説明に基づけば、6 つのファクター全部に対してファンドを用い、かつそこにウェイトは 6 分の 1 というような形でやったときに、過去の実績として上回る成果が得られている。これは前回は説明されたわけですが、それを今回やろうとしているのではないのだということは確認しておく必要があるように思うのですね。

むしろ今回は、スタイル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 3 つ採用してみる。採用していただくことによる効果は、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の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御説明だと思うのです。

そのことで 1 つ質問があるのは、このスマートベータのファンド 3 つを導入して、今後のパフォーマンス評価をどうやっていくのか。これまでは個別のファンドごとのパフォーマンスが高いか、低いかというのはアクティブの中で行っていて、低いところはどちらかということ、解約したほうがよいのではないかという議論に行きがちだったと思うのですが、この説明であると、今回のシミュレーションでは 5 勝 5 敗なので、勝率でいくと必ずしも伝統的なアクティブに負けていませんけれども、平均のリターンを見ると低いですね。ということは、伝統的なアクティブ運用のファンドよりも、採用した 3 つの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。でも導入する目的は、伝統的が悪いときに救ってくれるということが狙いなので、そこをどうやってこの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、採用時にはそういう目的が説明されているのですが、今後のパフォーマンスの見直しのときには、従来型のそれぞれのファンドがどれぐらいリターンをきちんと上げているかというところで評価をしがちになる危険性があるのではないかと。その辺をもう少しきちんと。

●陣場運用部長 最初のお話から申し上げますと、先月の委託調査の中間報告においては、おっしゃるとおり6つのファクターで等金額で行うと良い結果が出るという報告があったわけですが、実際にファンドを選ぶ立場からすると、この中間報告で出てきたインデックスどおりの運用は、世の中に存在しているものもあるのですが、ほとんど存在していないという実態がございます。したがって、今回はそれに近い特性を持っている、または場合によっては複数以上のファクターを重ねてしまっているものも含めて、実ファンドの中から選んだ結果としてファクターの幾つかはカバーできています。これはそもそも委託調査の中間報告の中核の部分でございますが、あくまでも対 TOPIX で、 $\alpha$ 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付けというところでございます。

2つ目の御質問でファンドの評価ということでございます。これについてはまだ法人内でこれから議論をしていかなければいけないと思っているところですが、従来のように、ファンドが TOPIX に対して勝っているか、負けているかということで、評価をするとおっしゃるとおり、上げ相場にはついていけないですし、平均をとると大したことない状況ですから、下手をすると何年かたつとつぶされてしまう可能性があると思っております。そういうことにならないようにするために、どのように考えたらよいかという、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ことです。インデックスがこういう特性を持っていて、他のインデックスと組み合わせると意外と効果があるなど、多面的にインデックスの評価をする。そうしたインデックスの評価という、新たな軸を設けることによって短期間で解約になってしまうということは避ける必要があるのではないかとことです。

これは個人的な意見も入ってしまいますけれども、そのようなことを、少し考えております。その点につきましては、これから法人内、また運用委員会でも議論をしていかなければならないかと思っております。

○能見委員 今、宇野先生がおっしゃったことは非常に大事なことで、我々の問題意識は、これまでのポートフォリオは債券がほとんどで、ほんの少し株式が増えてきたけれども、これからの方向性として、株式のウェイトを一定程度引上げることにより、全体のパフォーマンスについてかなり意味のある大きさになる可能性が出てきたということの中で、全体のポートフォリオの分散ということだけでなく、さらに株式投資の中の分散をすることで、今まで例えば10%だったのが20%、25%、あるいは30%になることに対して耐えられるようにしていこうというのが今回のいろいろな試みの一環と私は理解しています。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付けをする場合に、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、1つひとつのファンドの出来、不出来はもちろんありますけれども、一方で型というか、パッシブ、アクティブ、さらにスマートベータを入れるというのは、これも1つの分散なのですね。そこの位置付けはしっかりと行い、入れるときはきちんと認識した上でや

らないと、ある時期は非常に悪い、かつてエンハンストがどうのとか言って、これはやめようとか、やめないとかという議論をしたけれども、そういうことで単純に淘汰されてはならないというか、そういうことではないかと思います。あまりうまく説明できないけれども、言わんとすることはそういうことです。

- 小幡委員 つながっているようなつながってない話なのですが、ベンチマークということにどれだけ意味があるのかということになってきて、宇野さんがおっしゃられたことと同じような、違うような感じもするのですが、要はアブソリュートで何%増えるかという問題なので、TOPIX であろうが、何がベンチマークであろうが、要は何%増えたかということではないのですか。その中で、今言った分散効果というディフェンシブみたいなベンチマークにフォローするというか、そこでベンチマークという言葉を使ってしまうとまた混乱してしまうのですが、ベンチマークというよりは、スマートベータが新しいスタイルだとすると、そのスタイル分散効果みたいなのがあって、そうなのだけれども、結局はベンチマークをあまり気にせずに、絶対値で、かつ分散効果を狙うということなのかと思うのですね。

だから、今回どうしろということになるわけではないのですが、いろいろ考えると、今回はすごく野心的な試みがいっぱいあるので、いろいろ言いたくなってしまうというか、例えばファーマ・フレンチのファクターの話でいえば、もともと運用者は日本株用にセパレートして商品を提供しているのですか。

- 陣場運用部長 運用拠点はアメリカですが、日本株だけです。
- 小幡委員 あれば地域に割る必要なくて、グローバル一発で行うほうが合理的だと思うのですね。
- 陣場運用部長 多分どこかの顧客の要望で、日本株だけにしているのだと思います。
- 小幡委員 そうですね。特にスマートベータにすると目立ってくるだけなのかもしれないのだけれども、日本とその他という枠組み自体を壊すようなスタイルというか、ベンチマークにどんどんなっていくから、実際そうなるから、そうしたほうがいいのかなと思ったりとか。
- 陣場運用部長 そういう観点で申し上げますと、エマージングにも同じタイプの同じ会社のもが入っています。
- 小幡委員 エマージング、海外、日本のように分けているのは意味があるのか、含意もあるし、さらに言うと、スマートベータの話突き詰めていくと、インハウスでできるのではないかという話になってくるかと思います。なぜかという、先ほど言ったように、ベンチマークが必要なのは評価軸が必要だからなのですが、我々は我々のベンチマークがあって、お互い信用していて、自分の力も信用していれば、顧客もいるから何とも言えない面はあるのですが、そうするとベンチマークのあり方が変わってくるだけなのだけれども、インハウスで行ったほうがよいというような感じもしてくるのかなとか、いろんな含意があるなと感じました。済みません、感想を述べさせていただきます。

きました。

- 清水調査室長 そこは、確かにインハウスというのは理屈としてはあり得るのですけれども、一方で法律上の制約もあり、直接株式に投資できないというところとのバッティングは考えないといけないのではないかと。実際、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しているところはありますから、今、御指摘のとおり戦略を使っているところは実際にあると認識しています。
- 小幡委員 むしろ自由に選べるというか、スマートベータでスタイルみたいなことを行ったときに、むしろ縛られない可能性もあるのかという気もしたということで、現実的にはいろいろな制約もあると思うし、良いかどうかもまた別問題だと思うのですけれども。
- 清水調査室長 先日、フレンチ氏の話聞いたところによると、スマートベータの本質は、運用者にとってみれば、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ずっと取り続けるということであって、それに対して障害となるのは取引コストだということです。そうすると、ある程度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 TE を取ったり、そういうことをすることが実は大切なのだという説明もありましたので、それはそれで確かにそうだなと個人的には思いました。
- 能見委員 本当にそういうふうに思います。スマートベータは何もディフェンシブにするということではなくて、狙いは絶対リターンをより多く取っていかうという手法だと思えます。あまりベンチマークへの云々というのは、私は聞いてなかったのだけれども、おっしゃっている人の考え方のほうがより私は近い。
- 臼杵委員 今の話と関係する面もあると思うのですけれども、基本的に今後の日本株のマネジャー・ストラクチャーはどのようにお考えになっているのですか。今まではパッシブが8割、9割あって残りがアクティブということだった、そこは同じなのですか。
- 陣場運用部長 アクティブ比率という観点で申し上げますと、現在は、2割超がアクティブ、8割弱がパッシブという構成になっています。今回、いろいろ積み上げてみますと、規模制約の多いファンドがかなり多く、スマートベータ型も規模の制約があります。伝統的アクティブも、小型株のエクスポージャーを持っているものもあつたりして、そんなに規模を積み上げられないということがございます。現在、想定している規模ですと、大体2兆5千億円くらいかなと。2割を超えていたのが1割強くらいの規模になってしまうのではないかと考えております。
- 臼杵委員 どちらかというとパッシブが増えてしまう。そのときのアクティブには、スマートベータも入ってくる。
- 陣場運用部長 スマートベータも伝統的アクティブも入れて、2兆5千億円くらいです。
- 臼杵委員 一応パッシブはTOPIXから少し分散を図る。アクティブの中でBMAのファンドが幾つかあったのですが、これは応募したときにはベンチマーク無しということなの

ですけれども、評価はどういうふうにしていくのですか。

●陣場運用部長 ここら辺は説明をはしょって恐縮でございました。本文の 28 ページ、29 ページに各ファンドのベンチマーク一覧を掲げてございます。ベンチマーク無しのファンドも、我々はこれで評価するというので、TOPIX 等の適切なベンチマークを割り振っています。

○白杵委員 それは先方と話を。

●陣場運用部長 話をしております。

○白杵委員 そのときに、先ほど言った BMA が実績連動だったりすることもあるのですか、それでも TOPIX でもいい。

●陣場運用部長 あり得ますね。

○白杵委員 それも TOPIX でいくということですか、報酬の決め方も。

●陣場運用部長 先ほどの DA3 を例に挙げて申しますと、DA3 の社は、当初はユニバースとしては明らかに小型なのですけれども、TOPIX で行いたいと申ししておりました。しかし、これは属性としては小型ではないかという議論をし、Russell Nomura Small という小型のベンチマークに対する、超過収益としましようということにさせていただいています。

○白杵委員 わかりました。今のお話を伺うと、よいアクティブはなかなかキャパシティーがないから、この法人のように非常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ということはわかります。

それから、先ほどの宇野先生のお話と繰り返しになって恐縮ですけれども、スマートベータに関しては、3年毎のいつもの評価と違う評価軸みたいなものをきちんと作っていただければと思います。

○大野委員 先ほど野心的だというお話が出たように、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います。これは何かのアピールなり公表みたいなことを、せっかく今までいろいろな調査研究ですとか、運用委員会でもそんな御議論あったと思うので、どちらかというところ、この運用委員会も専任がないとか、少し忸怩たるものがありまして、こういうことを考えているということは、公表までいかないにしても、インタビューとか、そういう格好で少しアピールするべきなのかという、ここまでせっかくよい形に持ってきましたので、そんな感想を持ちます。

●陣場運用部長 従来、マネジャー・ストラクチャーが終わると、運用機関名だけをホームページに掲げて終了としておりましたが、今回は少し工夫をさせていただきたいと思っています。

○大野委員 今までは二分法でやっていたのを分散するわけですね。ぜひ、そんな観点から御検討をいただければという感じがいたします。

○宇野委員長代理 DA3 というマネジャーについてお伺いしたいのですけれども、エンゲージメント型のファンドで過去に非常に高いパフォーマンスも上げている。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ている。これとパフォーマンスは連動しているのかどうか。例えばこれまでプレゼンテーション、IRが悪かったから価格にうまく業績が反映していなかった。それは言葉で聞いたことに対して、何らかの形でそういうことが改善しているというようなことが確認できるのかどうか。そして、今見ると

この構築されてきた過程で、当然資産効果があっただろうと思います。つまり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、それ自体がバリュウの改善につながっていった。つまりこのファンドの成長がとまると、その効果が落ちてしまうリスクが少なからずあるだろうと思うのですね。その辺についてはどういう感触をお持ちですか。

●陣場運用部長 バリュウアップ活動とパフォーマンスと申しますか、その辺の連関は大変難しいところでございまして、プライベート・エクイティのファンドですと、市場評価なしで単純に資本効率を改善して収益が上がってということで、ある程度把握することができるわけですが、このように上場株のファンドですと、なかなかそこは分析が難しいところがございます。ただ、行っている中身としては非常によく行っているなということで、特にこういうエンゲージメント活動が有効な先ということでは、本当に小さな会社でなかなか経営企画部のスタッフも少人数の会社をターゲットにして、その経営企画部にいる若手に資本効率の研修をするために研修生を受け入れたりといったようなことで、エンゲージメントの活動としては大変優れたもの、おもしろいことを行っているという状況は把握しております。パフォーマンスとの関係については、なかなか十分に手は回ってないのですが、今後 50 億円で実際にやってみて、その中でそういった数値も押えておきたいと考えてございます。

○宇野委員長代理 DA3 について、クラスター分析のところで見ると、小型に分類されていますので、運用資産規模の拡大による効果は必ずあるだろうということですね。もう一つは、ある意味でインサイダー的に経営にかかわっているということで、売買タイムが非常に難しい。彼らがやっているサゼッションがバリュウに反映していくプロセスの中で、彼らはどこでポジションをとって、自分たちの活動の効果を投資収益として回収しているのか、この辺についても 1 つのケースとして、よく見ていく必要があると思いますし、  
になるわけですから、これまでの投資家は非常にハッピーであると思います。

●陣場運用部長 当初は 50 億円です。

○宇野委員長代理 全部買うわけではないですね。

●陣場運用部長 小規模でございます。

○宇野委員長代理 わかりました。

●陣場運用部長 先ほどのインサイダーの点については、我々も非常に興味を持っているところがございます。PE 的なオペレーションをしますのです、どうしてもインサイダー情

報に接触する機会が増えます。上場株のファンドとしてはリスクを伴うことになりませんが、そこはチェックをさせていただきました。現地に行ったときに、インサイダー情報を得たときのリストラクションリストみたいなのが大量にあり、それを拝見させていただきました。それを見ますと、随分些細なことでもトレードを止めています。ちょっとしたインサイダーと疑われる情報が入れば、前広にがんがん止めて確認をして、事実無根であればすぐ解除するといったようなことで、かなりそこは事前警戒的にトレードを止めるというオペレーションがきちんとできているということを確認をしたところでございます。

○村上委員 DA3 についての報酬が、今までの当法人の報酬レベルに比べると破格の率ということになるので、成功報酬の部分というのは固定報酬控除後の超過収益なのでしょうか。

●陣場運用部長 もちろん固定報酬控除後で、さらにベンチマークに勝っていれば上げる、そういう仕組みでございます。

○村上委員 期間というのは1年ですか。累積の部分はどうなっているのでしょうか。

●陣場運用部長 成功報酬につきましては、我々基本的に3年の平均でということをお願いしていますので、3年平均で1年勝っただけで荒稼ぎできるような仕組みにはなっておりません。

○村上委員 3年でローリングしていくのですね。

●陣場運用部長 3年ローリングです。

○村上委員 そうすると、例えば結果的に5年通算で上回っていなくても成功報酬が払われるようなケースが出てくるわけですね。

●陣場運用部長 そのようなケースも可能性としてはなくはないというところでございます。

○佐藤委員 1点目はコメントで、2点目が細かい質問なのですけれども、1点目は能見さんがおっしゃったように、これから株のウェイトが増えるかもしれないという方向性を考えると、分散をきっちり行うのはすごく重要なのですけれども、分散効果というときに何を軸足にして分散を評価するのか、これもなかなか深遠な問題だと思いますし、スマートベータのところは走りながら考えるという感も大きいかと思しますので、今後よく議論を尽くしてほしいと思います。以上がコメントです。

質問は、DA3 ばかりが話題にのぼって恐縮なのですが、すごくテクニカルな質問なのですけれども、解約の条件として、60日前の通知で解約できる、とあります。質問はこういったファンドの場合に、解約額が運用残高の一定規模以上になるとゲートというのをつけて解約を制限するということが多いのですけれども、このファンドの解約の条件・流動性というのはどのようなになっているのでしょうか。

●陣場運用部長 たしか60日前の通知で引き出しはできるということだったと理解しております。

○佐藤委員 そうすると、50 億円を 60 日前に解約するだけでなく、増えて何百億円になった場合にも解約できる。

●陣場運用部長 そうですね。

○佐藤委員 それ以外は問題ないということですね。

●陣場運用部長 上場株のファンドでございますので。

○佐藤委員 わかりました。

○稲葉委員 この場から選定に当たって、こういうことも考えろ、ああいうことも考えろといろいろと出ていて、すごく大変だなと思うのですね。いつもそう思っていて、本日もさらにそういうことを思っているのですけれども、実際、皆さん本当に選択するのが難しいのだろうと感じています。今回も、きれいに御説明されていて、それとこちらのパフォーマンスの数字、別紙 2 を見ると、必ずしもきれいに整理できないのですね。当たり前といえば当たり前なのですから、例えば DA1 は非常にうまくやっているという高い評価を得ているのだけれども、超過収益の数字を見ると、2013 年度は大きく落としているわけですね。平均的には通期では高いのだけれども、大きく落としている、これは何か要因があるのでしょうか。

あるいは DA8、これは要するにリスク管理がすごくうまくいっているという評価ですが、実際には期を通じて超過収益率が低いですね。このファンドの中では下から数えたほうが早いですね。ここまで定性分析とパフォーマンスにギャップがある場合、どういうふうに判断したらよいのかということです。それで本日感じたことは、そういうデータと御説明を聞いて、我々がそれぞれこの場でコメントしていく、その中であまりにおかしいとか、これは大丈夫だとか、そういう議論をしていくことが本当は大切なのだとしみじみ思いましたが、意外と DA1、DA8 についてコメントする人がいなかったのも、少し私自身は不安になっております。

●陣場運用部長 DA1 でございますけれども、こちらはフランチャイズバリューの優良株ということで、かなり小型株が入っています。今年度のインデックスの騰落率をご覧くださいますと、昨年は非常によかったのですが、今年は小型株にとっては非常に辛い年でございます、その結果で対 TOPIX では小型株効果が裏目に出て、少し DA1 は負けているのではないかと考えております。

○稲葉委員 そうなのですか。

●陣場運用部長 そういう部分があるということです。DA8 でございますけれども、こちらは確かに通期のリスク・リターンということで考えると、超過収益は大したことはなないファンドですが、もともとエンハンスト的な運用をしており、リスクを抑えています。2008 年のリーマン・ショックのときに大きく負けたわけですが、その後はずっと着実に勝ちを重ねてきておりまして、特に我々が抱えているエンハンストでここまで勝ちを重ねているものはなかなかなくて、エンハンストとしては、唯一生き残ったファンドということで評価をしています。マネジャーの組み合わせとして、大きく勝てるときには勝



てるものも必要ですし、また底どまりで少しずつ縁の下で稼いでくれるものもいると、マネジャー構成としては良いものができるという観点で、これは縁の下の力持ち的な位置付けと御理解いただければと思っております。

○稲葉委員 そういうことであればすごくよくわかります。割ときれいに説明しようとして、そういう本当のポイントが、これを書くと恥ずかしいかな、みたいなことを落としていっちゃう可能性があるのでしたら、そこは素材として提示していただければ良い議論ができるのではないかと思います。

○臼杵委員 パッシブの新しいインデックスの手数料は TOPIX とほとんど変わらないと考えていいのですか。

●陣場運用部長 報酬テーブルを提示してもらいましたが、ほとんど同じです、TOPIX と変わりません。

○臼杵委員

●陣場運用部長 にはなっております。

○臼杵委員 わかりました。

○小幡委員 また DA3 なのですけれども、我々の IR というか、これはエンゲージメントファンドやると話題になると思うのですけれども、GPIF がやったということで、運用業界の一部はすごく盛り上がるような気もしますし、産業界はどう反応するのかなという気もしますし、メディア的にも、そこは何か方針というか、DA3 だけでは本当はないと思うのですけれども、ただ、メディア的には結構話題になるのではないかと思いますけれども、その辺はどんな方針で。

●陣場運用部長 出し方については今後よく検討して、これまでは非常にそっけないホームページでの掲載で終わったのですが、今回は少し工夫をして考えてみたいと思います。

○小幡委員 いろいろ聞かれますね。

●陣場運用部長 聞かれると思います。

○小幡委員 そのときの方針は淡々と。

●陣場運用部長 通常、個別のファンドの細かい属性まではあまり開示はしておりませんが、こういうエンゲージメントという類いのファンドについてどういうことなのかというお話は少し考えなければいけないとは思っています。

○小幡委員 有名なファンドであれば、メディアはそれをすごく大きく、こんなファンドにやるようになったと、良くも悪くもですね。

●清水調査室長 これは伏せてあるわけですが、いわゆる敵対的みたいな感じではない、エンゲージメントでもかなりピンからキリまである中で、そういう感じではないかなという。

○小幡委員 ただ、業界的にはそうでも、一般的にはエンゲージメントファンドだと話題にはなるかなと。日本の産業界がもしネガティブに反応すると、いろんなことも変わっていく最中ですし、どうなのかという、基本的に賛成なんです。

- 白杵委員 そんなに敵対的にするというよりは、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う感じですね。多分産業界もそんなに気にするのかわかるか。しかも、投資対象はそんな大きな会社ではないですね。
- 能見委員 これはあまり喧伝しないほうが良いと思います。まず我々は試行段階ですから、あまりこれだけ大きいところがそういうことを行うということ、今言った、人々は敵対的なものも含めて考える可能性もあるので、さらりとやって、実際に実績をよく見てから行ったほうが良いのではないかと思いますね。
- 小幡委員 だから、そういう方針を慎重に準備しておいたほうがいいのではないかと。IRはすごく大事ではないかと思うのです。
- 佐藤委員 CalPERS等は昔から取り組んでいますし、お客さんも7割くらい公的。
- 小幡委員 そうすると同業他社が色めきたつじゃないですか。うちに殺到して来るというか、そうすると話題になりますね。
- 白杵委員 PEではないですね。
- 陣場運用部長 PEではないです。上場株のファンドでございます。
- 村上委員 今、公表されているスチュワードシップ・コード等の大きな流れの中で、エンゲージメントということも含めて投資家に求められているというような解釈もできるのではないのでしょうか。
- 小幡委員 その戦略はすごく重要で、そういうふうにポジティブにとらえて言うという手もあれば、能見委員がおっしゃるように、あくまで。
- 村上委員 GPIFとしては、個々のファンドの説明よりも、むしろ全体としてどのような形でアルファを取っていかうとしているのかということをごきちんとしていくことが重要なのだと思います。
- 植田委員長 よろしいでしょうか。
- それではリスク管理状況等の報告、委員限り6でお願いします。
- 陣場運用部長 それでは、委員限り6、リスク管理状況、ディスクロージャーともかぶる部分でございますので、ごく簡単に申し上げたいと思います。
- まず、9ページをご覧いただければと思います。今回12月の状況についてごく簡単に申し上げたいと思います。12月は米国におきまして、QE3の縮小ということが正式に決定されたということで、不透明感の払拭ということがございました。まず内外株式が大きく上がってございます。為替も、QE3の縮小ということを受けまして、円安、ドル高、ユーロ高に振れておりますので、このおかげで外国株式はさらにリターンが上がり、外国債券も円安効果でリターンがそこそこ上がったということございまして、国内株式で75百億円、外国債券で34百億円、外国株式で92百億円、合計で1兆7千億円の収益となったところでございます。一方、国内債券は株高、円安ということを受けて、長期金利が少し上がったということで、3千億円弱のマイナスの収益額となったところでございます。

そうした状況を踏まえまして、1 ページ目をご覧ください。12 月末の状況で基本ポートフォリオからの乖離ということで申し上げますと、国内債券がマイナス 6.60%ということで大きくアンダーウェイトになっています。その反面、国内株式が 4.66%のプラス、外国株式が 2.68%のプラスということでございまして、リスク性資産のオーバーウェイト幅が拡大した月になったところでございます。

アクティブ運用の状況ということで、11 ページをご覧くださいただければと思います。12 月のアクティブの状況について、まず国内債券アクティブはマイナス 0.00%ということでした。

国内株式アクティブでございますが、マイナス 0.04%ということで少し負けています。

外国債券アクティブは、プラス 0.07%となり、今年度の外国債券は苦しい時期が続いたのですが、少し改善しました。

一方、外国株式アクティブがマイナス 0.12%ということで、エマージング、先進国銘柄ともに少し不調というところでございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

それでは、ございませんでしたら、きょうの議事は終了になりますが、事務局から連絡事項等をお願いいたします。

●青木審議役 委員限り 4 のリバランスの検討及び実施について、委員限り 5 の 3 つございますけれども、参考資料の国内株式アクティブ第 3 次審査結果、国内株式パッシブ第 3 次審査結果及び委員限り 5 別添資料、国内株式、マネスト関係の 3 点ございますが、これらについては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。全部で 4 点です。随行の皆様も同様をお願いいたします。

次回、第 77 回運用委員会につきましては、平成 26 年 3 月 27 日木曜日の 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、本日はこれで終了いたします。どうもありがとうございました。