

平成 30 年度第 5 回資産運用委員会議事録

日時 平成 30 年 10 月 5 日（金）

場所 勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

1. 開会

（1）資産運用委員の出席状況の確認

○清水資産運用部長 定刻になりました。出席予定の皆様がおそろいになりましたので、始めさせていただきます。

資産運用委員 4 名の出席を確認できましたので、本委員会は有効に成立いたしました。なお、稲垣委員からは本日欠席されるとの連絡をいただいております。また、オブザーバーとして参加いただいております宇野勤労者生活課長におきましては、ただいま建設業退職金共済制度の加入促進等連絡会議に出席されているため、本委員会への参加には少し遅れますとの連絡をいただいております。

ただいまから平成 30 年度第 5 回資産運用委員会を開催させていただきます。委員の皆様におかれましては大変お忙しい中お集まりいただきまして誠にありがとうございます。

始めに、理事長の水野からご挨拶申し上げます。

（2）理事長挨拶

○水野理事長 本日もお忙しいところ、平成 30 年度第 5 回資産運用委員会へご参集賜りまして誠に有難うございます。一言、ご挨拶申し上げます。

改正独法通則法において、当機構に課せられました課題は、ガバナンスの強化、中でも資産運用におけるリスク管理の強化であり、その一環としてこの資産運用委員会が新設されたのがちょうど 3 年前であります。

この 3 年間の開催回数は本日で実に 25 回、ブレストまで含めれば約 30 回というペースでのご審議をお願いして来た訳であり、委員の皆様には本当に多大なご負担をお掛けしましたこととお詫び申し上げますと共に、常に真摯なご尽力を賜りましたこと、改めて心から御礼を申し上げます。

おかげさまで、当委員会での活発なご審議を通じて厚生労働省、労働政策審議会との連携・協力関係が一層緊密になり、実効的なリスク管理がしっかりと機能するようになりました。

この間、情報セキュリティ面でもサイバーテロ対策の進展に加え、基幹業務システムの再構築という大プロジェクトの予算を手当てした中期計画を策定することができるなど、ガバナンスについては、何とか恥ずかしくない水準に出来たのではないかと考えております。

ガバナンス体制が整いましたので、前回もご報告いたしました、エンゲージメントの一環として主要運用機関トップとの面談も開始し、先月、一通り終えたところですが、本邦資産運用機関の現状を把握し、先行きを展望する上で極めて示唆に富む有益な面談でございました。

今後のスチュワードシップ活動に、このアセット・マネジャーとのエンゲージメントにおいて、面談で得た情報や示唆を、活用して参る所存でございます。

こうした活動を実現できたのも、当委員会の皆様のご尽力あればこそであり、委員会設立3周年のこの機会に、改めて御礼を申し上げる次第です。

さて本日の議題ですが、マネジャー・ストラクチャー見直しの継続検討一本でございます。おかげさまで国内債の委託先が決まり、外国債の委託先も最終選考段階に入り、これまでのところ、見直し作業は順調に進んでおります。本日は外国債運用委託先の選考に関する中間報告の後、いよいよ国内株式の募集方法などについて、ご議論をいただく予定でございます。

国内株式は投資手法や市場参加者の多様性に加え ESG 投資やスチュワードシップ活動に直接繋がる多様かつ重要な論点を含む資産クラスであり、委員の皆様からは、より一層深みのあるご意見をお聞かせ願えるのではないかと、大いに期待しております。

委員の皆様におかれても、いつもと同様、ご忌憚のない活発なご審議を頂きますようお願いして、ご挨拶とさせていただきます。

(3) 資料確認

○清水資産運用部長 それでは資料の確認をお願いいたします。いつもどおり、資料番号を右上に付けてございます。

資料1-1 平成30年度第2回資産運用委員会議事録。

資料1-2 平成30年度第3回資産運用委員会議事録。

資料1-3 平成30年度第4回資産運用委員会議事録(案)でございます。

次はダブルクリップで綴じてあるかもしれませんが、それをほどきますと資料2-1になりまして、外国債券アクティブ運用委託先選考の中間報告。

次は横長になりまして、赤刷りです。資料 2-2 外国債券アクティブ二次選考ファンドについて。

資料 2-3 国内株式のマネジャー・ストラクチャー見直しの論点。

縦長に戻ります。資料 2-4 国内株式アクティブ運用委託先選定における要決定事項について。1枚ものです。

資料 2-5 国内株式アクティブ運用の検討事項に関する委員からの意見について。こちらも1枚ものになります。

以上となりますが、いかがでしょうか。不備な点がございましたら、随時お申し出ください。対応させていただきたいと思っております。

それでは、この後の議事進行につきましては、村上委員長にお願いいたします。よろしく申し上げます。

2. 議題

(1) 資産運用委員会議事録の確認

○村上委員長 本日の議事進行につきまして、円滑に進行しますよう、皆様方のご協力をよろしくお願いいたします。

それでは、次第に沿って議事を進めてまいります。

議題 1 は「資産運用委員会議事録の確認」です。事務局からご説明をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 始めに資料 1-1、第 2 回委員会議事録、資料 1-2、第 3 回委員会議事録についてご説明申し上げます。これらは全委員の確認が得られましたので、最終版としてご報告いたします。

なお、本議事録につきましては資産運用委員会議事録作成及び公表要領第 5 条に基づきまして、7 年を経過した後に公表いたします。

次に資料 1-3、第 4 回資産運用委員会議事録（案）をご覧ください。こちらは委員の皆様からご指摘いただいた部分を修正したものでございます。恐縮でございますが、再度ご確認をいただき、本議事録につきましては 10 月 21 日月曜日を目処に修正の可否について事務局までご連絡いただきますようお願いいたします。全委員に問題のないことをご確認いただきましたら、資産運用委員会議事録作成及び公表要領第 4 条における確認が得られたものとして、次回委員会にて最終版としてご報告した後に、同要領第 5 条に基づきまして 7 年を経過した後に公表することといたします。

なお、第2回のほうの委員会議事要旨につきましては先週第1弾を送らせていただき、委員の皆様にご確認をいただいている状況でございます。委員の皆様の確認が終わり次第、メールにて最終案を送らせていただき、すべての委員の皆様からご了解が得られましたら次回委員会を待たずに最終版を皆様にお送りするとともに、ホームページ上で公表させていただきたいと考えております。よろしく申し上げます。

○村上委員長 では、ただいまのご報告についてご質問、ご意見等がございますでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、まずは資料1-1と1-2ですね、「平成30年度第2回資産運用委員会議事録」及び「平成30年度第3回資産運用委員会議事録」についてお伺いいたします。この事務局案を最終版とすることでご異議がある委員の方がいらっしゃいましたら、挙手をお願いいたします。

(異議なし)

○村上委員長 よろしいでしょうか。では、ご異議がないようですので本案を最終版といたします。

続いて資料1-3「平成30年度第4回資産運用委員会議事録(案)」については、事務局からご案内がありましたとおり、各委員の皆様においてご確認いただいた上で、修正の要否については10月22日月曜日を目処に事務局までご連絡をお願いいたしたいと思っております。よろしく申し上げます。

(2) マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

○村上委員長 それでは、次の議題2に移ります。議題2は「マネジャー・ストラクチャー見直しの継続審議等について」です。この議題については、マネジャー・ストラクチャーに関するコンサルタント業務を委託している野村證券株式会社さんから、清水さん、高松さん、川岸さん、野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー株式会社から、秋田さんに陪席をお願いしております。事務局におかれては、皆様に入室していただきたいと思います。

ではよろしいでしょうか。事務局のほうからご説明をお願いいたします。

○西川理事 ご説明させていただきます。本件につきましては、二部構成とさせていただきます。

まず始めに、先日二次選考を終えました外国債券アクティブ運用委託先選考についての

中間報告と今後の予定についてのご説明をさせていただきます。

そこで一旦、ご意見等をいただいてから、前回の当委員会で論点の事前予告をさせていただきました国内株式のアクティブ運用委託先選考について、本日はご議論をいただきたいと思っています。

それでは、まずは外国債券についてでございます。資料2-1をご覧ください。前回、国内債券の概要報告した形と同じような形で資料をまとめさせていただいております。

選考経過を申し上げますと、応募総数 22 ファンド、うち 2 ファンドは B B B 格未満への投資不可という条件を満たさないプロダクトを出してきてしまったので、選考前に落ちてしまいましたので、実質 20 ファンドについて一次選考をさせていただいたこととなります。それで一次選考を通ったのが 12 ファンドでございます、うち既存先が 2 ファンド入っております。今回の二次選考では、この 12 ファンドを 6 ファンドまで現時点では絞り込んだ格好になっております。既存先の 2 ファンドもこの中には含まれております。

これまでの選考の概要ですが、一時選考については前回も報告したとおりでございますが、定量と定性両方でスクリーニングしましたが、主に定量を基準にしております。こちらに①、②、③で書かせていただいておりますが、まず直近過去 5 年間の超過収益率で上位 10 ファンドと、この 10 ファンドには入らなかったけれども過去 10 年間の超過収益率で上位 10 位に入るもの 2 ファンドを加えまして 12 ファンドとした形であります。

この残った 12 ファンドにつきまして、野村ファンド・リサーチさんのお持ちの情報で、特段の懸念材料がないということと、ファクター感応度、局面別リターン等の特性にも特段の懸念材料がないということを確認した上で、二次選考に進んだ格好でございます。

二次選考につきましては、8 月末から 10 月 1 日まで 1 カ月強の期間をかけまして個別のプレゼンテーションと質疑応答をさせていただきました。今回も 1 先当たり 2 時間ずつの選考でございました。

選考方法も、国内債券と同様 6 名の選考委員による定性評価でございます。採点結果を踏まえまして、選考委員会において通過先を選んだという格好でございます。

次に、二次選考における判定の主なポイントでございますが、基本的には国内債券と同様でございます。リターン追及方法の合理性・有効性、それから運用の再現性、運用手法の安定性といったところをまずは勘案いたしました。

それから、一通りインタビューが終わった後に、スタイル分散ということを検討したわけですが、外国債券につきましては国内債券と異なりまして、余り明確なスタイルによる

分類が出来ませんでした。国内債券のときは金利戦略、それからクレジット戦略、その中間というような格好で、割ときれいに三分法ができたわけですが、やってみると外国債券の運用では、かなりスタイルの個別性が高く、あまりきれいにタイプ分けすることができなかつたので、それぞれの戦略について詳細をヒアリングして、その納得性を確認するような格好になりました。したがって、前回のような形でのスタイル分散といえますか、カテゴライズはできなかつたということでございます。

ただ、後ほど申し上げますが、最終選考の段階で統計的にスタイル分散がきちんとできているかを確認させていただきたいというふうに考えているところでございます。

それから運用ガイドライン、外国債券につきましては私共独自の格付基準、それからデリバティブの利用方法をヘッジに限定しているという規制がどのぐらい影響するかといったところについても、重要なチェックポイントとさせていただきます。こちらについては、また後ほど改めてご説明いたします。

それで6先を選んだわけですが、今後の予定といたしましては、実地検証と、それから先ほども申し上げましたスタイル分散効果等のシミュレーションを確認した上で、最終的には4先ないしは5先に絞り込む予定としております。

なお今回は、リザーブは選定しない方針でいきたいというふうに考えております。その理由、考え方については、また後ほどご説明いたします。

まず実地検証につきましては10月中旬、来週以降を予定しておりますが、二次選考合格の6先につきまして管理体制、事務処理体制、それからコンプライアンス体制等を確認させていただきます。それから報酬率につきましては、最終提示を求める予定にしております。

その次のスタイル分散効果等のシミュレーションにつきましては、先ほど6先と申し上げましたが、6先のうちの4先については選考委員の評価がまあ合格でいだろうということで一致いたしましたので、こちらは何か特別なことがない限り合格ということで、最終選考でも合格になるのではないかと考えておまして、あと2先、ここは選考委員の間で意見が分かれた、あるいはほかの4先と比べると収益の獲得力が若干落ちるというところですが、ただこの2先は金利戦略を収益源泉の中心に据えたところでございます。ほかの4先の中に金利戦略を収益源泉の中心にしたところがないものですから、この2先のうちのどちらかを入れることでリスク分散効果が顕著に改善する可能性があるのではないかと考えた次第です。そこで、この2先それぞれについてほかの4先との組み合わせを試して見て、合否を判断することに致しました。したがって、入るとしてもどちらか一方、場

合によってはどちらも入らないということもあり得ると思っておりますが、全体としてのパフォーマンス改善の可能性を試させていただきたいというふうに考えているところでございます。

またそのときは、最終提示を受けた報酬率を踏まえての検証とする予定です。

先日、取り敢えず報酬率を勘案しない形で分散効果を検証してみたのですが、その結果だけを見ると、2先のどちらかを入れた場合、あるいはどちらも入れない場合の優劣の差が余り顕著には出ませんでした。したがって、報酬率を勘案した上でどれだけ収益率が変わってくるのかということも踏まえて最終判断を下したいというふうに思っております。

なお、リザーブファンドを今回は採用しませんと申し上げたのですが、その理由でございます。今回の公募では、先ほど申し上げたとおり私共のガイドライン制約もあったと思うのですが、一部の有力運用機関が応募してこなかったということがございます。また、応募してきた先もやや持っているグローバル債券運用の主軸ではないプロダクトで応募してきているようなケースが見られております。そうしたことと、将来的にヘッジなしの外国債券投資を復活させる可能性、あるいはガイドライン制約自体を見直す可能性があるということを勘案した場合に、現時点で選択肢を限定してしまうのも不得策かなというふうに思った次第です。募集条件が変わったのであれば、新しい条件の下で、より広いユニバースから候補を選びたいということでもあります。そうした考えから、今回はあえてリザーブを選定しない形でいきたいというふうに考えているところでございます。

今回はやや少なめのファンド数、国内債券6先に対して外国債券では4先ないし5先というような委託先数としたのも、同様の理由に由ります。

次に、二次選考における確認結果で、事前に委員の皆様からこういったところをチェックすべきであるというご意見をいただいたところについてのチェック結果をご報告いたしたいと思っております。

まずトラッキングエラーが大きくなる可能性、つまりトラッキングエラーを申告したレベルが2%と、ほかに比べると若干高いところがあり、背景を吟味すべきとのご意見を頂きました。こちらについては、運用の戦略がかなり個性的な戦略であるということで、対象を絞り込んだ運用スタイルであるので、どうしてもトラッキングエラーが大きくなるという格好であることが確認できました。標準偏差は他のプロダクトと比べて大きいわけではなく、また、その独自の運用スタイルというのは国債のみで運用していて、ほかのクレジットの要素がほとんどないということなので、むしろリスク自体は低いだろうというこ

とが確認できたので、問題はないものと判断して、こちらは合格になっております。

それからガイドライン制約の影響がかなり大きくなりそうな先についてのチェックもご助言頂きました。投資債券の中でのB B B格の割合が高い先でございます。そうした先は全部で4先あったのですが、こちらは4先のうちの3先については確かに影響が比較的大きいことが確認されました。残り1先については、実はB B Bと書いてあるのですけれども、これは海外の格付機関のベースだけでやりましたということで、日本の格付機関のものを加えるとAに入っていますということでありましたので、それほど影響はないと確認できました。ただいずれにいたしましても、これら4先は、定性面等の評価が低く、落選しております。

また、前半の5年と後半の5年で超過収益とトラッキングエラーの水準が格段に変化しているということで、背景、理由をチェックしたほうがよいというご指摘をいただいたファンドがございました。こちらについては、その理由を確認したところ、後半5年については投資環境の判断からと書いてありますが、株価等がかなり危険水準に来ているのではないか、ここからそろそろ危ないので金利関係のリスクをあえて落とす方向に判断を切り換えましたということが確認できたことと、今後につきましては、そうは言っても予想超過収益率については他のファンドとそれほど遜色のないものを出してきているということとございましたので、こちらについては問題のないものと判断いたしまして、合格になっております。

中島委員からご指摘をいただきました、単位当たりトラッキングヤードのコストという点についても、一応全ファンドについて確認いたしまして、特に高い先が2先あったのですけれども、こちらについてはいずれも定性面の評価により不合格になっております。

ということで、今回6先のうち4先までは恐らく当確であろうということで、あと1先加わるかどうかというのを来週以降の最終選考で決めていきたいと思っております。

とりあえず私からのご説明は以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。では、ただいまのご説明についてご質問、ご意見等はございますか。はい、では中島委員。

○中島委員 今日多分国内株式がメインのところなので、あまりここで時間を使うのは控えたのですけれども、3点ほど確認させてください。

1つは機構さんの運用ガイドラインの問題ですけれども、資料2-1の3の(3)で運

用ガイドライン制約の影響ということで、格付けやデリバティブ利用の制限による影響を聴取ということで、「外資系は機構さんのガイドライン制約を受けるところが多かったけれども、国内系はそれほどでもない」と。

次に出てくるのが、下のほうの4の(3)で、リザーブファンドに関するところで、一部の有力運用機関が機構さんのガイドラインを見て自主的に応募を見送ったというような話があって、さらに5のほうで見ると、ガイドラインに対して格付けの取り方が自分たちの運用戦略に合わなくて不合格というのがズラッと並んでいるのですが、4の(3)の一部有力運用機関というのは外資系になるのですか、それとも国内になるのでしょうか。

○西川理事 外資系です。以前うちに入っていたところとか、あるいはほかの公的年金さんで入ってきているところで、今回応募すらしてこなかった先というのが幾つかあるということです。それから5のガイドライン制約の影響をチェックしたところで落ちているところ、これは影響があったから落ちているわけではなくて、戦略等の面で私共が納得できなかったから落ちたということをございます。一応チェックしたということをお示ししているだけで、それだけで落ちたわけではないです。

○中島委員 ちょっと踏み込んだ話になるのですが、リザーブファンドを今回設けなかったということで、今後のことも考えるということですが、そのときに、この一部の有力運用機関も来てほしいということになると、恐らくガイドラインを見直す必要も出てくるかなと思うのですが、そのあたりは中長期的な課題としてどのようにご認識されているのでしょうか。

○西川理事 そこは可能性としてはあるかなというふうに思っています。ただ現時点でということではないのですけれども、いろいろなことを一緒くたにやってしまうと、このマネジャー・ストラクチャーを見直したのでよくなったのか、ガイドラインを見直したからよくなったのか、そのあたりもわからなくなりますし、特に現状を見ますと、先ほど一部の先が言っていたような、そろそろ金利リスク等が危なくなっているのではないかなというようなことを言っている中でそこを見直すのもいかなものかと思われまので、場合によってはクラッシュ等が来た後で見直すのがタイミング的にはいいかなという気もしておりますが、新しいメンバーになったところで見直しの方向性や時期等を検討していきたいというふうに思っております。

○中島委員 新しいメンバーというのは、「マネジャー・ストラクチャーの」という意味ですね。

○西川理事　そうです、はい。

○水野理事長　1点、ちょっと付言させていただければ。今、そのとおりなのですが、一部有力運用機関が来なかったというのは、おしなべて来なかったわけではなくて、皆が文句なしにつけた4社というのは有力機関です。そのほかに有力機関が2～3社ありますが、そこは来なかったということです。

○中島委員　1点、これも差し障りがなければという話なのですが、12ファンドの中から4ファンドないしは6ファンドが今残っているということで、国内債券のようにスタイル分散を明示的に、定性的にスパッと言い切ることができなかったというお話なのですが、野村さんの資料の12ページに相関係数がズラッと整理されているのですが、もしも差し支えなければ、6社がどのファンドかというのを見れば、特に相関係数が高いところにゴチャッと固まっていないということが今チェックできると思うのですが、これは可能でしょうか。

○西川理事　ただですね、スタイル分散がというのでいうと、なぜできなかったかというのと、1つのスタイルに凝り固まるというよりは、割と柔軟にやり方を変えていく先が多かったということがございますので、そういう意味で分類ができなかったということですね。多分、この…。

○中島委員　いや、それ自体は納得できるのですが。

○西川理事　ええ、静的なものだけ見てもなかなか難しいかなという感じもいたしますので。

○中島委員　相関係数自体はスタティックなものというよりも、ダイナミックなものの累積で出てくるものですから。

○西川理事　多分これだけ見ても、例えば収益率への影響等も最終的な選考の中では勘案しなくてはいけないかなというふうに思っております、もちろんリスク、要するに標準偏差がどのように組み合わせたときになるか、トラッキングエラーがどういうふうになるか、それから期待収益率がどういうふうになるかというのを全部総合的に見ていかないと、最終的な判断はできないと思っております、そこも全部チェックした上で判断したいと思っております。

　　というのも、現時点でやってみると結構6先の報酬率というのは違うのです。そこをどのぐらい今回下げってくるかによって、組み合わせによって実は残りの2先を、実はあとの2先のほうがちょっと報酬率が低いのですが、そちらを入れたほうが最終的な収益

率は高くなるというような結果にもなり得るということで、そこで判断が変わることもあり得るのかなというふうに思っておりますので、ここの超過収益の相関係数だけ見ても、恐らく結論は出ないのだろうと思っております。

○中島委員 別にそれだけで判断というわけではないのですが、例えば野村さんの12ページ、色がちょっと見にくいのですが、濃いピンクと薄いピンクがあって、多分濃いピンクは相関係数が0.4以上のものところにかかっていると思うのですが、あえてこれだけの中から、0.4を超えるものから2つ採るといった場合は、やはりそれなりの根拠というか説明、要は「相当の魅力があったから」とか、「何かいいところがあったからあえて似たようなところだけれども入れた」というような話が必要になると思うので、最終的にこの濃いピンク、赤、あまり濃くないですけれども、になっているところから2社もしも選ばれたとしたら、何か説明が必要かと。

○西川理事 そういう意味では、似たところを選んでいないつもりです。外資系で、ちょっとここまで言うてしまうとあれかもしれませんけれども、似たような戦略をとっているところについては落としています。

○中島委員 ということは、最終的に選ばれたファンドだけでこの12ページのマトリックス、 6×6 、ないしは 4×4 、 5×5 のものを作った場合は、0.4を超えるものは出てこないという認識でよろしいですかね。

○西川理事 そこまで厳密かというのは、1対1の相関係数と、3つ束ねた場合、4つ束ねた場合の相関係数というのはまた別物だというふうに思っておりますので、我々として将来を見たときに、運用スタイルが十分違うね、というところを選んでおりますけれども、この5年間だけ取り上げたときの相関係数が絶対に0.4を超えていないかということ、それはちょっとまだ確認はできていないということです。

○中島委員 逆にいうと、それはやったほうが良いと思います。もしもそれで出てくるとしたら、あえてその中でも選んだ理由というのをご自身で説明できるようにしておいたほうが良い。例えば、10年で見るとそんなに高くないとか、ないしは別の理由があるとか。

○西川理事 そうですね、それはやります。

○中島委員 3つ目は、これは多分野村さんのほうの話になると思うのですが、12ページはベンチマークがヘッジ付き、14ページはベンチマークがヘッジなしという形で相関係数が並んでいて、これは図式的に考えると、数字がほとんど同じ数字になるのが望ましいというか、ファンド運用の技術的な面で特に制約がなければ、要はどこをベンチマークにし

でも、超過収益の取り方がもしも自由にできるのであれば似たような数字になる。

例えばファンド2とかいうのは、大体12ページで見ても14ページで見ても同じような数字がズラッと並んでいるのですけれども、ファンド4に関する限りはヘッジ付きの場合とヘッジなしの場合で数字がかなり違う。まず同じ数字でファンド2から見ると、ファンド3との相関係数が0.51、ファンドなしの場合は0.53で、ファンド4というのはここに出ていないよね。

○野村証券・清水 ファンド4はヘッジありのみの応募だったので、このファンドだけヘッジなしはないです。20ファンドのうち幾つかヘッジありだけの応募のファンドがあったので。

○中島委員 そうか、これは並びがずれているのですね。そうか、わかりました。これは失礼しました。

○西川理事 ついでに申し上げると、シミュレーションでヘッジ付きのプロダクトを出し、そこからヘッジを外しただけの先については、ヘッジコスト分ずれるだけなのだと思うのですけれども、ヘッジなしにした場合に戦略を変えますというところもあります。むしろそちらのほうが本来的な姿なのだと思うのですが、その場合はプロダクトの動きが全く別物になりますので、相関係数も当然変わってくるということだと思います。

○中島委員 そうですね、そこで数字がかなり大きく変わったところがあるとすれば、ヘッジ付きにすることで、例えばガイドラインに合わせることで制約が出てくるというようなことで、何かしら不都合が出てくる可能性がある。なので、12ページと14ページで数字がかなり変わってしまったところはちょっと注意する必要があるかなと思ってファンド4を見たのですけれども、これは私の見方がずれていたもので、今のところはそれで結構です。最終的にそこを確認されたほうがよろしいということです。

○西川理事 はい、わかりました。

ちなみに、ファンドを組むのに時間がかかりますかというような、どのぐらいの手間がかかりますかということについては、いずれもせいぜい1週間程度でできるというような回答でございました。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 よろしいでしょうか。ほかに何かございますか。

では私からも3つぐらい。1つ目は大した話ではないのですが、冒頭にご説明いただいたこのペーパーで、22ファンド応募のうちの2ファンドは応募要件が満たされていなかった

たとありますね。これはご確認されたかどうか分からないのですが、不注意、見落としで応募してきたものなのか、それとも何かガイドラインに風穴をあけてみたいということで出してきたものなのか、どちらかで、大分その後の印象が違うと思うのですが。これは特にご確認されていなかったらよいのですが。

○戸来運用調査役 2社のうち1社は外資系です。これは多分確信犯だと思います。単純に超過収益率で並べると1番になるようなものでしたが、投資不適格をかなりのウェイトで含んでいながらもパフォーマンスが一番いいものを出してきたのだと思います。

もう1つは国内系なのですが、運用再委託です。再委託先は有力な外資系なのですが、そこはクレジット投資が得意で、うちでやっているWGBIみたいなものがなかったのかもしれない。多分提携関係があるのを持ってきたからそういうものが出てきたのかなと思いますが、明らかにハイイールドとかも多く入っていましたし、これも確信犯的だったなと思っています。

○村上委員長 そうですか。すみません、少々関心がありましたもので。

2点目は、前の委員会でこのところは整理が必要では、ということでお話しした点なのですが、通貨配分のニュートラルの位置ということについて、これが定義が大きくは2つあって、どちらで定義するかによって議論がかみ合わなかったりする場合があるので整理しておいたほうがいいですよということでした。それについては、何かその後進展がありましたか。

○西川理事 それはフルヘッジと言っている、フルヘッジの意味ということですが、基本的に対円でヘッジがフルになっているということなので、それは一応皆共通しておりました。

もしも若干ずれるものは、ヘッジをかけてからの時価の変動によって若干ずれることはありますが、ぐらひの話でありまして、対円では基本的にフルヘッジですとの回答でした。ただ、その中の通貨構成のクロスの仕方がそれぞれ戦略として異なりますということは確認できました。

○村上委員長 では、とりあえずコンセンサスとして、それについてはどこかに明記、書いておいたほうがよいと思います。

○西川理事 わかりました。

○村上委員長 3つ目は個別ファンドの件で、今ご説明いただいた3ページのファンド3ですが、金利がかなりリスクがある局面になったので、それを抑制したというようなこと

でしたが、これは運用方針としてもそのような行動を折り込んでいるファンドであり、今後もそういうことで金利リスクの取り方がかなり変わる可能性があるということですね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。当面につきましては、したがって申告してきているトラッキングエラーも、それから期待収益率もそれ以前に比べると抑えめになっていますということですね。ただ期待収益率については最低限でもこれだけは取っていかないとアクティブファンドの意味がないと思っています、というような説明の仕方でした。

○村上委員長 そうしますと、このようなファンドがあるとますます10年で見るとということが重要になってくるということではないかと思えます。先ほどの相関係数のマトリックスについてもです。そのところが少々気になりましたのでお尋ねしましたが、戦略の確認ができていればそれでよろしいと思えます。

何かほかにございますか。では、ほかにご質問、ご意見等がなければ…。

○西川理事 すみません、野村さんから感想を言っていただくのを忘れました。

○野村証券・清水 先ほどの理事からのご説明にもありましたが、やはりガイドラインの制約ですね、ここは多少なりとも受けますというところではあったのですが、やはり外資系が受けやすいというところの背景を考えますと、かなり運用体制がしっかりしていると。戦略、商品別、セクター別にアナリストを配置しておりまして、充実した運用体制、運用プロセスの下に運用していると。であるからこそ、こういうクレジット、非国債のところはかなり前面に出して運用しているため、そこが影響を受けますというようなところだったので、一方で日系については運用体制では劣後しているのですけれども、非常に効率的に、いわゆる金利の予測というのは割と少人数、2～3人のキーとなるマネジャー、エコノミストを中心に予測ができるというところで、結果としてこの機構のガイドラインには抵触しづらいという成り立ちです。

あと、日系に関してはやはり日本は先進国の中でも先んじて低金利、金融政策に振らされるような環境を経験していましたので、そういった日本での経験が十分外債の運用でも生きているかなというところですね。2～3人のキーマンリスクはあるのですけれども、割と日系の会社は逆にそのキーマンが働きやすいような環境を用意していると。決して外資系ほどの報酬面は恵まれてはいないのですけれども、やりやすいような環境を用意しているということで、キーマンリスクを否定はできないのですけれども、途中でやめる、もちろん年齢が来て引退ということはあるのですけれども、中途での退職というのはなかなか起こりにくいかなというところですね。

外資系のところは逆に運用チーム全体で60人とかいるので、多少上の、ある程度決定権のある人の入れ替え等もあったのですけれども、比較的影響は小さかった。リスクバジェットで、ボトムの積み上げでやるようなケースもありますので、その影響は緩和できるということで、それぞれメリット・デメリット、そういうところが結構今回ヒアリングしていて非常に出てきたのかなというふうに思っております。

○村上委員長 ありがとうございます。

○水野理事長 よろしいでしょうか。いろいろありがとうございました。まだ最終的には決めていませんけれども、先ほど中島委員からもご指摘がございましたが、ガイドラインでございますが、3年前にこの資産運用委員会を立ち上げて、私が来たときなのですけれども、やはり中退共はリスクをかなり取っているなど。それから、理屈がちょっとまだ弱いなということで、積み立て型ということもあり、一旦保守的にやらせていただきました。

今回それを踏まえて、マネジャー・ストラクチャーをやって、皆様方のご意見に基づいて1社、2時間という、結構大変だったのですけれども、2時間、12社聞いていますと、ああなるほどなど。この先だったらクレジットをある程度ガイドラインを下げても大丈夫そうだなとか、ここはだめだなとか、大分わかってまいりました。

今、西川理事とも話をしているのは、イメージとして、国内債券はJCRが国内の格付機関ですから、これはやはりシングルAなのではないか、場合によってはBBBまでいいのですけれども、JCR、それからR&Iの格付けをベースにすると。外国債券については、ムーディーズ、スタンダードプアーズの格付けでBBBなのかなと思っています。

ただ、見直すタイミングは今かと言われると、ちょっと今はあまりよくないだろうなど。いろいろな施策の一貫性はもちろんですが、タイミング的にも、もうちょっと見たほうがいいかなと思っていまして、ただ今回のマネジャー・ストラクチャーをやった私の考え方としては、やはりしかるべきタイミングで、そういう方向でまた諮らせていただきますけれども、見直しの方向感を持っております。

以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。よろしいでしょうか。

それでは、ほかにご質問、ご意見等がなければ、本件については委員会として事務局案について了承したことといたしたいと思えます。そのようなことで、最終選考のほうはよろしく願いいたします。

次に議題2の国内株式のほうですが、ご説明をよろしく願いいたします。

○西川理事 それではご説明させていただきます。国内株式のマネジャー・ストラクチャー見直しにつきましては、前回の委員会におきましてご議論いただきたい主な論点を挙げさせていただいて、今回の委員会でのご審議をお願いしたところでございます。今回も事前に貴重なご意見を多数お寄せいただきましたことをまずは御礼申し上げます。頂いたご意見等につきましては、資料2-5にまとめさせていただいております。

これらを踏まえて、本日ご判断を仰ぎたい事項を資料2-4にまとめさせていただきましたので、本日は資料2-4に沿ってご説明、ご審議をさせていただきたいと考えております。

基本的に、論点ごとに区切ってご審議をいただく形とさせていただきたいと思っております。ただ、1と2については関連しておりますので、一緒に説明をさせていただきたいというふうに考えております。

まず1つ目の論点は、募集方法と選考プロセスについてであります。より具体的には、応募プロダクト数の上限設定の方法と、選考手順でございます。応募プロダクト数については、前回アクティブプロダクトを2つまでと、それからスマートベータを1つというような募集をさせていただきたいという案を出させていただいたところでございますが、資料2-5にお示ししてございますが、対案もいただいております。3つまでというふうにしておいて、別にスマートベータを1つ以上という形の募集もあるのではないかという対案もいただきましたので、改めてご検討いただきたいというふうに考えております。

また選考プロセスにつきましては、もともとアクティブ運用委託先選考におけるスマートベータ募集の目的が、もしも確信の持てるような良いマネジャーが総定数に達しない場合に不足分を補うものとして採用を検討すると。そういうところから始まったわけですが、したがって募集を同時にするというところでございますが、選考については補完ということでございますので、通常のアクティブ運用プロダクトの選考終了後にスマートベータの選考を別途実施するという形にしたいというふうに考えております。こうした2段階方式についても、問題点等お気づきの点があればお聞かせいただきたいと思っております。

また、今申し上げたとおり、当初は通常のアクティブプロダクトが足りない場合という考え方だったので、もしも4先以上そこで良いところが出てくれば、その段階でスマートベータの選考をやめてしまうというような格好で考えていたのですが、野村証券さんのほうから、1先スマートベータを入れることで分散効果がかなり上がる可能性もあるので

はないでしょうか、試すだけ試してみてもというご助言もいただきまして、確かに改善の可能性があるのであれば、試してみるのがフィデューシャリー・デューティーの観点からも望ましいのかなと思われまして、せっかく応募させておいて選考もしないというのやや信義則に欠ける気もいたしますので、アクティブプロダクトの選考結果にかかわらずスマートベータの選考を実施させていただこうというふうの方針を変更したところでございます。この点についてもご意見を賜ればというふうに思っております。

この関連で、2つ目のスマートベータの位置付けについての認識のすり合わせもお願いしたいと思っております。先ほど申し上げたとおり、当初の位置付けはアクティブプロダクトの不足分の穴埋めでしたが、今の時点では分散効果改善策としての位置付けを追加させていただきたいと思っておりますので、これも広義のアクティブ運用の代替と言えるかと思いますが、この位置付けについてもご意見を賜りますようお願いいたします。

なお、前回お配りしました資料の中で、野村証券さんにスマートベータの活用の目的を類型化した上で、それぞれの功罪等について論じていただいたところでございます。本日お配りした資料2-3の9ページに当たるわけですが、この内容についてご質問をいただいておりますので、後ほど野村証券さんに改めてご説明をいただいて、ご検討いただきたいと思っております。

まずはここで一旦私のご説明を終わらせていただいて、募集方法と選考プロセス及びスマートベータの位置付けについてご審議をお願いしたいと思います。よろしくお願いたします。

○村上委員長 では、ただいまのご説明についてご質問、ご意見等がございますか。

○中島委員 すみません、1つ用語の意味とか定義の確認ですが、最後のほうにお話しいただいたスマートベータに関するところですが、「当初の位置付けはアクティブプロダクトの不足分の穴埋めでしたが、現時点では分散効果改善策としての位置付けを追加させていただきたい」と書いてあります。ここで分散効果ないしは分散効果改善というのは具体的に何を指しているのでしょうか。

○西川理事 リスクの低減を主に考えております。

○中島委員 例えば分散効果というのは、アクティブファンド同士でも分散効果があるというような形で、とにかく相関係数が1でなければ分散効果というのはあるので、いろいろな局面で顔を出してきます。そこで私の受けた印象だと、政策アセットミックスのアセ

ットカテゴリー、今4つぐらいあるわけですけども、「4つでは少ないので、そこにもう1つ入れることで、政策アセットミックスないしはそれに準じるものに関して分散投資の効果をさらに増やそう」というふうに文脈上理解したのですけれども、この辺もう少し具体的に教えていただけると。

○西川理事 アセットミックスというよりは、この資産クラス、今回の場合ですと国内株になりますけれども、国内株のマネジャー間の組み合わせによる資産クラスとしてのリスク低減を考えているということでもあります。つまり、もともとのアセットミックスの分散効果を図るときというのは、ベンチマークをベースにして図っているわけですけども、このベンチマークよりも高い収益を追求するアクティブ運用は明らかにベンチマークと違う動き、リスクを想定するわけで、それがあまりに大きくなってしまうと、当初の想定と違う結果になってしまう可能性もあるので、リスクを抑えつつ収益を追求したい、ということでもあります。

つまり、分散効果と申し上げましたが、リスクだけ見ているわけでもなくて、あまり大きく期待収益率を下げない形でリスクを下げることができればというふうには考えております。

○中島委員 ちょっとよくわからないのですけれども、基本的には要はアセットミックスレベルではなく、国内株式というアセットクラスに関する問題だと。国内株式については、TOPIX という政策ベンチマークを1つだけ設けています。もしも TOPIX が本当に効率的だと信用するのであれば、TOPIX に関するパッシブファンドを1つ入れていけば済む話だが、TOPIX の効率性に関して多少の疑義があるので、アクティブファンドという形で、TOPIX…。

○西川理事 いや、効率性というよりも収益力にずっと、パッシブだけでやってしまうと明らかに手数料分負けてしまうということがあるので、少しでも稼げないかということでアクティブファンドを導入するというのが、もともとアクティブファンドの採用の目的としてあるわけで。

○中島理事 すみません、私が申し上げているのは平均分散効率性に関する効率性で、もしも TOPIX が本当に効率的であるのであれば、アクティブファンドが出てくる余地というのはないはずです。アクティブファンドを入れるというのは、TOPIX に非効率性がまだ残っていると言う認識なので、ではその残った部分も有効に使いましょう、それによって効率性が上がるはずだよねということで、アクティブファンドを入れる。普通そういう位置付けになると思います。

次に、ではそこにスマートベータが入ってくる話ですが、それを TOPIX をベンチマークとするプラスアルファという形で入れる場合、いわゆるマネジャー採用の点で制約があるかもしれない。だから後々出てきますけれども、いわゆるマネジャー・ベンチマークみたいなものが所与として出てこない、マネジャーの採用ないしはマネジャー・ストラクチャーが上手くいかない。このとき、初めてマネジャー・ベンチマークというのが出てくると思うのですけれども、そうするとここで分散効果改善策とおっしゃるのは、いわゆるマネジャー・ベンチマークみたいなものを意識されているのでしょうか。「TOPIX の非効率性はまずあるとして、それについてアクティブファンドだけでは対応できない部分がある。なのでスマートベータがそこに顔を出す。」そういう位置付けなのか。この分散効果改善策というのは本当によくわからないので。

○村上委員長 そうですね、ちょっとわかりにくいところが中島委員のお話のようにあったように思います。

1つ、分散効果の改善策というのは必ずしもリスクだけのことを言っているわけではなくて、リスク見合いの超過収益も含めての話で、結局、分散効果というのはそのところなのです。リスク・リターン効率がさらに向上するというところに結び付くかどうかということが、言葉としては重要なところなのだと思います。その観点からして、あまりリスク低減のほうだけに力点を置いた表現の仕方をする、通常の投資のところでは使われている分散効果の、「効果」ということ自体の意味と違ってきてしまうのではないかということが言えるのではないかと思うのです。

○西川理事 それはおっしゃるとおりですね。そういう意味では、スマートベータというのは、もしも明らかにほかのアクティブファンドと違う動きをすれば、まずリスクは低減しますねと。一方で、収益率もそんなに高くはないかもしれないけれども、報酬率が非常に低いので、そういう意味では収益率を落とさずにリスクを低減させることができるのではないかという期待を込めて、これは言っているということなので、分散効果というのはそういう意味であります。

今、中島委員からのご質問についていうと、パッシブの代替としてスマートベータを入れるということを議論するとき、おっしゃるように TOPIX の効率性の問題というのを勘案して導入することになるのかもしれないですけれども、アクティブの代替としてのという意味は、今、委員長がおっしゃったような意味、目的での導入なので、必ずしも TOPIX の効率性の問題という観点からこの分散効果を申し上げたわけではないですが。

○村上委員長 恐らく中島委員が言っているのは、アクティブファンドを採用するというのは、結局はマーケットに非効率な部分がなければアクティブ運用を採用するということは成り立たないので、まず最初の確認点としては、機構としては市場の非効率なところを活用しての収益機会があると考えているということがまず一番の前提として、了解事項としてあると思うのです。そのこのところを出発点として、その非効率の1つを担うのがスマートベータということで、そうなってくると、ほかのアクティブファンドだろうが、スマートベータであろうが、アプローチの仕方が違うだけで、TOPIX よりも良い超過収益を目指しているファンドということでは一括りにできるのではなかろうかと私は思うのです。

そうすると、選ぶことを順番にやる必要があるのかどうかということにもなります。それは将来的なファクタープレミアムなり超過収益に対しての全体像が同時的に判断できれば、順番にやってまた新たにポートフォリオを作って、これがより効率性を高める機能となるかどうかを確かめるよりも、一度で選考が済んでしまうはずではないかということになるのではないかと思うのですが。

○西川理事 2段階アプローチよりも、同時にやってしまうという形ですね。

○村上委員長 そうですね。結局目的はリスク・リターン効率の良いポートフォリオを、スマートベータも入れる、入れないを含めて作ればいいということですね。なぜそこを2段階でやらなければいけないのか、というところについて疑問です。

○中島委員 委員長に補足をいただいたのですけれども、前回私はこの辺のことがわからなくて、野村さんに質問しました。その際、野村さんの国内株式のマネジャー・ストラクチャー見直しの論点という資料の9ページの内容がわからないということで質問して、非常にわかりやすい説明をしていただきました。そこで、その時の話と今回の話がリンクしているのかどうかを教えてくださいたいのです。前回野村さんの話というのは、この①、②、③があって、要はアクティブの限界的なものとして入れるのか、それとも何か全然違うカテゴリーみたいな形で、GPIF でしたっけ、何かスマートベータ専用の枠を用意して入れるのかという点が違うのですよということで、①と③の違いをご説明いただきました。その議論の枠組みで今、西川理事にご説明いただいた文章が出てくるのか、それとも全く関係なくできているのか、もしも関係あるのであれば、野村さんの文脈的な形で書かれたほうがわかりやすいというか、誤解がないような気がするのですけれども、どうなのでしょう。

○野村証券・清水 すみません、完全に個人的な見解なのですけれども、そういう意味で

いうと、もともとアクティブの穴埋めという意味でいくと、例えば近年グロースバリュースタイルの選考という意味でいくと、かなりグロース優勢な局面が続いているなというところで、アクティブファンドでいくとかなりグロース寄りになってしまうという問題意識があります。でも、一時的にバリューに振れることもありますので、そこを穴埋めするために、なかなか優良なバリューファンドがなければ、バリューの特性を持つファクター、スマートベータを入れますというのが、アクティブファンドの穴埋め的な使い方です。

ここで理事から先ほどご説明のあった2番の効率性向上、追加的な採用による効率性向上というのは、そういうスタイルであるとか、メジャーなファクターでない、例えば低ボラティリティのような、特に下落局面への耐性を強めるときに、一応アグレッシブなファンドとの対というのものもあるのかもしれないですけれども、5ファンドポートフォリオの中でより下落局面への耐性を強めるところで、最小分散などを入れるとリスクが低減して、IRも改善するというような、そのような形で私は解釈していたところでございます。

○中島委員 前回のご説明は、①はどちらかというとりあえずやってみようみたいな、割と敷居が低いもので、③は結構敷居が高くて、GPIFはたしかこの分類に属するというご説明で、なるほどと思ったのですが。

○野村証券・清水 そういう意味でいうと、私は全部①の議論の派生でとらえています。③の議論はまた別で、前回の機構さんからのご説明だと、来年度以降のパッシブとしてのスマートベータはまた別途実施させていただきたいということで、今回は①の議論の延長という整理をしております。

○NFR&T・秋田 GPIFさんも、当初は①のアクティブファンドの代替という位置付けで最初は組入れされました。その後パッシブ枠を持ってきて、スマートベータ枠というものを作られたという経緯だと思います。

○中島委員 そうすると、西川理事のご説明にあるアクティブプロダクトの不足分というのは、ちょうどこの①に当たるのかなと思って、次に分散効果改善策というのは、野村さんのいう②とか③に関係してくるのか、それとも別のものなのか。

○野村証券・清水 ②は一部そうですね、入るかと思います。③は完全にスマートベータだけで見て、TOPIXに対してリスク・リターン効率、あるいはリスク自体を引き下げるような形ですので、それについてはまた別途、来年度以降実施したいということですので、ここでは入ってこない、おっしゃるとおり②も一部今回の議論としては入ってくるのかなと思っていますけれども。

○中島委員 西川理事にお伺いしたいのですが、この分散効果改善策というのは、野村さんの資料でいうと②を意識されたような内容なのでしょうか。

○西川理事 そうですね、イメージ的にはそれに近いという気がします。もともとは、とにかくスタイルの違うものを4ないし6先、アクティブのプロダクトを選ぶのだという目的でやっているわけですが、それが実は3つしか選べませんでしたといったときに、効率的なファンド数まで持っていくためにスマートベータで代替させてもいいのではないですかというお話があったのが出発点なのです。その部分は①に該当すると思います。

○中島委員 ②でいうと、分散投資というよりはむしろこれは単にボラティリティ要素を下げようということなので、あまり分散効果というものとは関係ないかなと。もしそうであれば、ちょっと表現…。

○松永資産運用部次長 スマートベータの活用については、基本は①を考えております。最終的なファンド構成は政策ベンチマークに対してスタイルの中立化を図りますということです。

しかしそれだけではなく、局面別でも中立化を図りたい、なおかつ、トラッキングエラーやトータルリスクも抑えたい。また、IR やシャープ・レシオなど効率性向上も図りたいということで、それらを諸々含めたのが分散効果であり、その一部として②のリスク低減も必要かもしれないということです。ですから、基本的には①で、ほかの候補となるアクティブファンドによっては②も入ってくるという位置付けかと思います。

○NFR&T・秋田 先ほど委員長がおっしゃったように、アプローチが、投資の手法が違うわけですね。よくあるのは、実務的には例えばバリューマネジャーと言いながら、相場がグロス局面に入ってくるとグロスっぽい銘柄も組み入れたりするマネジャーもありまして、そういったバリューファンドはやはり特性が変わってくるのです。

一方、スマートベータはルールベースでポートフォリオを作りますので、どういう局面でも同じルールに従ってポートフォリオを作ります。ですから、ポートフォリオの特性が市場局面によってあまり変わらないのです。ですからポートフォリオの、例えばバリューバイアスをポートフォリオに付けるためには、そのアンカーとしてスマートベータを活用するというようなやり方が一般的には多いというふうには思います。あまり特性が変わらないですから。

○中島委員 今のお話ですと、アクティブプロダクトの不足分の穴埋めということで通してしまっかまわらないような気がするのですけれども、分散効果改善策としての位置付け

を追加したいというふうにおっしゃっても、具体的に私は何をすればいいのかというのがイメージできないのですが。

○西川理事 2つお答えすると、1つ目は、何で2段階にするかというお話については、もともとの発想が足りなかった場合ということだったので、2段階アプローチを取りましたということです。

2つ目の、中島委員からのご質問についていうと、最初はそれだけだったので、①で終わっていたわけです。ですから、もしも足りてしまえばそれでやめましょうということだったわけですが、そうではなくて、先ほど野村さんのほうからお話のあったように、スマートベータ独特の動きの違いというのがあるので、それを入れることによって全体のニュートラリティみたいなものを改善するとか、そういった効果があるかもしれないので、少し、単に不足した部分の足し前ということではなくて、範囲を広げて試してみたらどうかという、それを今回加えることにするので、もしも足りていてももう一度やりますということを申し上げたわけです。

ただ、そう言う、そこまでやるのだったら一緒にやっつけてしまえばいいじゃないかというのは確かに1つあるのですけれども、なぜ2段階になったかという、もともとの目的が2段階だったからという話になります。

○村上委員長 そのところはアプローチを変えたので、2段階にする必要があるのかどうかということをもっと吟味する必要がある出てきているということです。

○西川理事 そうですね、確かにそう言われるとそうかもしれません。

○村上委員長 結局、TOPIX と違う動きをするファンドを採用して、全体で効率の良いポートフォリオが作ればいいわけですね。そうしたら、何も2段階でやる必要はなくて、スマートベータも違う種類のアクティブファンドだということで、同列で評価していけばよいのではないかというように思われるのですが。

○中島委員 今のご説明での私の理解ですと、要は今までは古典的なスタイル分散で、バリュー／グロースであって、そこでいいファンドマネジャーがいなかった場合に、バリューファンドの代替としてフィーの安いスマートベータを入れるという、要は旧来型の二次元のスタイルマッピングを前提としたけれども、要はそれだけで説明できないような特性を持ったファンドがスマートベータの中にはあるから、古典的なバリュー／グロースだけではなくて、枠組みをもう少し広げて考えたいということなのではなかろうか。

○西川理事 そうですね。

○中島委員 多分そう書かないとわからないと思います、これだけだと。

○村上委員長 どうぞ。

○徳島委員長代理 私が2段階アプローチの採用も一部にあるかと思っているのは、今回アクティブ型のスマートベータを入れると考えたときに、例えばバリューのカテゴリーでジャッジメンタルのファンドと、スマートベータのバリューとを戦わせるということができると思うからです。その一方で、最小分散みたいなスマートベータは、恐らく通常のアクティブ運用とは戦いようがないので、これは2段階アプローチでやらないといけないスマートベータだと思います。スマートベータの特性によって対応の異なる可能性が当然あるので、考え方の整理をしておかないと、いきなり全部2段階アプローチでやりますと言われると、違和感があります。2段階目で考えるべきスマートベータはかなり限られてくると思うし、逆に1段階目のところでスマートベータを全く排除する必要はないように思っています。これはカテゴリーの議論、どうカテゴリー分けするのかということも繋がっていますし、スマートベータを採用すること自身、マネジャー・ベンチマークの議論をしないといけませんので、3番目の論点と完全に重なってしまっています。そういった全体像をきっちり議論せずに、パーツから議論していると、どうも論点がちぐはぐになっているのではないかという気がします。

○中島委員 今、徳島委員長代理と村上委員長からあったようなお話をフレームワークとして提示していただかないと、この2行だけだと、すみません、私は何をやっていいのかというのがイメージできなくて。今ようやくお二方からの解説で、何をすればいいのかというのが何となくわかってきたのですけれども、ちょっとその辺は整理していただいたほうが、確かに。

○村上委員長 例えば野村さんの資料の16ページをご覧くださいまして、この下のほうのゾーンの、例えば青い網掛けさせているところのMSCIのRisk Weightedや、最小分散のファンド等がありますけれども、局面別のリターン等を見ると、決してスマートベータの超過収益が小さいわけではなくて、立派なアクティブファンドに匹敵する超過収益を得られていると思うのです。そのような意味で、要はTOPIXの代替ではなくてアクティブファンドと同列と考えるのであれば、このような戦略自体がアクティブとしてどうなのかという考え方が成り立つと思うのです。これをまたさらに後から加えて、全体のボラティリティを低くしようとか検討することはかえって非効率です。もしも3つのファンドを選んでからそれを加えると、本来全体から抽出されるファンドも、相関関係等のこともあってまた

違ってきてしまうはずだと思います。

○NFR&T・秋田 おっしゃるとおり、このスマートベータを採用するから、結果的に組み合わせでこのアクティブマネジャーも採用できるということもあります。なので、分けてやるとそれができなくなってしまうと思います。

○村上委員長 そういうことですね。すみません、ちょっと私がたくさんしゃべってしまっておりまして。何かございますでしょうか。

○西川理事 足し前で付けたものですから、あまり全体に影響を与えないような感じで考えていたのですが、むしろそれを入れることによって全体の構造が変わってくるということですね。

技術的には若干選考の本数が増えるけれども、結局足し算をすれば一緒ですね。あとは、次の議論ともかかわってくるのですけれども、ベンチマークが変わるというふうに考えた場合に、そこは無視して全部フラットに、中長期的に考えれば TOPIX に対する超過収益で考えればいいじゃないかという考え方もあり得るので。

○村上委員長 徳島委員長代理から、マネジャー・ベンチマーク、3つ目のテーマも重なってくるというお話がありましたので、このところも含めてご説明をいただいて、もう一度議論をさせていただいたほうがよいかもかもしれませんね。

○西川理事 わかりました、ありがとうございます。確かに分けなくてもいいかもしれないと思いますので、ではその場合も含めてですが、3番目のマネジャー・ベンチマークの活用と募集方法、ここは正直言うと、若干迷っているところがございまして、マネジャー・ベンチマークを採用することのメリット・デメリットということでございます。

まずメリットについては、アクティブファンドのプロダクトで考えた場合に、はたしてどういうことがあるのだろうかという点です。我々は、もともとベンチマークというものは、言ってみれば評価の基準をどうするかということであり、あらゆるファンドは最終的には市場平均に対して勝つことを目的にしているのだとすると、我々が、対 TOPIX ではあるが中長期的なパフォーマンスで評価するのであれば、マネジャー・ベンチマークを採用することと TOPIX で評価することの間にどれほどの差があるのかというクエスチョンマークがまず付くということです。一方で、マネジャー・ベンチマークを認めることによって、認められたファンドのパフォーマンスは変わり得るのかどうかといったところが、やや我々のほうで確信がないところなのです。

もしもパフォーマンスには関係ない、あくまでも短期的に評価をしようと思ったときに

ベンチマークの違いが問題になるのであって、1年単位でやるのであればそれが重要かもしれないけれども、1景気サイクルみたいなものを考えて評価するというふうに考えれば、そこはあまり問題にはならないのではないかとこのふうにも思っているところであります。

なので、どのぐらいこのマネジャー・ベンチマークの採用というのが重要性を持つてくるのかどうかという点について疑問を持っているわけです。

実際、マネジャー・ベンチマーク的なものを全く我々が考慮しないということではなくて、例えばスタイル分散というのが先ほどから出ていますけれども、特定のファンドのパフォーマンスが落ちてきたときに、スタイルの構成自体を取りかえるべき状況なのか、それとも同じスタイルでファンドを取りかえればいいのかという判断をするときには、やはり同じようなスタイルのところのベンチマークみたいなものを参考として見ながら決めていく必要はあると思っているので、いずれにしてもそれは見ますよねということです。したがって、評価の指標という観点だけであれば、TOPIX ではないマネジャー・ベンチマークを採用する必要があるとは思えないということです。この点、ご意見を賜ればと思っているところであります。

あわせて、少しマネジャー・ベンチマークの極端な例なのかもしれませんけれども、ノンベンチマークみたいなプロダクトというのも出てくるわけなので、この場合はそもそもベンチマークはなくなってしまうので、そういったところは、ではもしも採用した場合にはどういう評価の仕方をするのがいいのか、あるいはノンベンチマークのプロダクトというのはすごく振れが激しいので、やめたほうがいいのかというご意見もあるかもしれないのですが、そのあたりの実態についてもご意見をいただければありがたいと思っているところであります。

○村上委員長 いかがでしょうか。

○徳島委員長代理 実務の経験から申し上げますと、マネジャー・ベンチマークとポートフォリオのポリシーベンチマークが一致しているのが一番楽なのは事実です。ところが、マネジャー・ベンチマークとポリシーベンチマークを分けた場合には、運用者はマネジャー・ベンチマークを目標に運用しているので、マネジャー・ベンチマークに対して超過収益が出ましたということがあります。しかし、その場合でも、基本ポートフォリオの評価軸であるポリシーベンチマークからいうと目的を実現できていないので高評価できないというケースが発生し得ます。

ただ、これはあくまでも運用者にマネジャー・ベンチマークを認めている場合ですから、ポリシーベンチマークの未達はマネジャーの責任ではなくて、マネジャーにそういった形でマndートを渡した委託者側の責任となります。このような状況がずっと続くのであれば、マネジャーにそういう形で運用を委ねた委託者の判断が悪かったということなので、委託先を変えるしかないという判断をすることになります。決して、運用者側の問題ではありません。

実は、ノンベンチマークのファンドを採用する場合にも、基本的には資産を1ファンドだけで運用しているわけではありません。例えば国内株式という全体では、委託元としては基本ポートフォリオに基づいてTOPIXを前提として判断します。委託ファンドの全部を合算して見たらTOPIXを上回っていればいいのですが、個別のファンドに関してはノンベンチマークで委託しているのであれば、別の評価の方法を行う事になります。

○西川理事 その場合に、評価を中長期的にやるということでもマネジャー・ベンチマークを入れた場合と大きな差が出てくるものでしょうか。

○村上委員長 ではちょっとよろしいでしょうか。これは、例えばスタイルベンチマークというものの歴史、発祥から紐解きますと、確か日本でも1980年代ぐらいの証券アナリストジャーナル誌にも載っていた論文がありまして、それは一番最初に投資スタイルというものを提唱したフランク・ラッセルによるものだったと思うのですが、基本的な考え方は、例えば代表的なバリューとグロースというスタイル、これは5年ぐらいに区切っていくとどちらがよいかというのはなかなかわからない、そんなのは事前にもわからないものですが、ただ長期的にはこの両方を持っておけばニュートラルなポジションになると考えられます。だから、それぞれバリューの中で良いマネジャー、グロースの中で良いマネジャーを選んで、それを長期で運用すれば、トータルとしては長期的にTOPIX、市場全体のベンチマークに勝てるはずだという、そのような大きなコンセプト、資産全体としてどうやって市場ベンチマークに勝っていくかというようなコンセプトがその中に組み込まれているわけです。それでマネジャー・ベンチマークを採用して、その合計はニュートラルであって、それぞれのカテゴリーからよいマネジャーが採用できれば、市場との乖離の部分は打ち消しあって、トータルとしては超過収益が取れるはずだということです。

ですから、機構全体のアクティブ戦術として、そのようなものを採用してどうやってTOPIXを上回っていかうかという戦略が最初にないと、この議論ができないはずなのです。そののところをまず構築してからでないと、マネジャー・ベンチマークを使うのがいいの

かどうかという議論にはならないはずだということが言えると思います。

これが投資スタイルとかマネジャー・ベンチマークの源流を遡ったときの基本的な考え方です。

○中島委員 では私のほうもよろしいでしょうか。今お話があった国内株に関するバリュ一系とノンバリュ一、グロースとノングロースみたいな分け方というのは、1つはスタイルの分け方としてもあるのですけれども、多分もともと出てきたのは、ファーマ=フレンチという人たちの非常に有名な研究です。要は従来型のスタンダードなモデルであるCAPMは説明力が十分ではなく、そこにもう2つリスクファクターを加えて考える必要があると。

これは今、委員長がおっしゃった考え方とはかなり別物です。これはファクター自体にプレミアムがある、要はバリュ一のほうが有利だし、スモールのほうが有利だと。これはファクター自体にプレミアムがありますよというお話なので、古典的なスタイルマッピングとはまた別物です。

一方、今、村上委員長がおっしゃったのは、ファンドマネジャーがプラスアルファをとるときに、TOPIXをベンチマークとしてプラスアルファを取りに行くというのはしんどいよと。自分の得意な分野を区切って、そこの中で勝負させてくださいと。これはだから、アクティブファクタープレミアをとりにいくのではなくて、あるカテゴリーの中でプラスアルファ、要は超過リターンをとりにいくときに、そうしてもらったほうがやりやすいですよと言う話。したがって、委員長がおっしゃったのはアクティブマネジャーがアクティブ運用をやるときにやりやすいのが、多分野村さんとかもやっていたらっしゃるスタイル区分で、ほぼそれと平行なのですけれども、ファクター自体にプレミアムがありますよというのも、これはもうかなり年月を経て広く認められているところでもあります。いわゆるスマートベータとかいうのはどちらかというとならぬ「ファクター自体にプレミアムがありますよ」というのも使っていこうという考え方だと思うので、まずその辺は分けて考えておいたほうがいいかなと。

次に、徳島委員長代理のほうからお話があった、一番楽なのはマネジャー・ベンチマークなどは考えずに、全部政策ベンチマークでやるのが楽なのですよと。確かに私もそう思います。前からお話があった、機構さんは別に時代のフロントランナーになるつもりはないと。では、今マネジャー・ベンチマークを採用するのが時代のフロントランナーかというのと、決してそんなことはなくて、結構いろいろなところでやっていたらっしゃる。これはいい悪いは別として、このやり方、運用の高度化ということを考えた場合に、今回スマー

トベータをチャレンジしてみるのもいいと思いますし、マネジャー・ベンチマークをこの辺で実際に検討してやってみるといっても、フロントランナーと言うより、逆に取り残されないようにするためには、やっておいたほうが、それ自体が効率的、非効率的という意味でのいい悪いではなくて、組織のやり方としてやっておいたほうがいいのではないかというのが、個人的な印象です。

あと、別紙のほうのいただいた意見の3のところ、4つポツがあって、上の2つが結構対照的なことが書いてあって、上のほうはミスフィットリスクというのを明示的に考えて、これはファンドマネジャーサイドがとるべきか、それともマンドートを与える委託者側が取るべきかという議論もちゃんとする必要があります。

2番目のほうはどちらかというとファーマ=フレンチ的な考え方で、ファクター自体にプレミアムがあるというのだったら、それも全部ファンドマネジャーに押し付けてしまえばいいじゃないかというのがあると思います。これはファクタープレミアムについては委託者側であまり考えない。このため、村上委員長がおっしゃったような、「スタイルとしてこのカテゴリーの中でやったほうがやりやすい」というファンドマネジャーにとってはかなり酷な主張になっているのかなと。

私が知っているところで、かつて外株でマネジャー・ベンチマークを取った先があります。何かというと、政策ベンチマークがMSCI・KOKUSAIだと先進国ばかりなので、いわゆるエマージングにも投資したいと。しかしエマージングのマネジャーにMSCI・KOKUSAIをベンチマークとするのは、いわゆるエマージングのファクターリスクをファンドマネジャーサイドに取ってくださいと言っているようなもので、これだとなかなかファンドマネジャーが手を挙げてくれない。なので、ベンチマークについてはMSCIのエマージングでいいですよ、ミスフィットリスクは委託者サイドのほうでちゃんととりますという議論をちゃんとした。多分こちらのほうがわかりやすいと思うのです。

その場合は、やはりちょっと議論が必要で、政策ベンチマークについては政策アセットミックスを検討するところできちんと組織的にオーソライズされている。そして、マネジャー・ストラクチャー、アクティブファンドについてはその直下の形ということで、これまでもずっと標準的に付けられてきた。一方、マネジャー・ベンチマークを採用する場合、どの段階の意思決定でやるのか。組織的な意思決定の中で多分オーソライズされていないと思うので。要は、まず政策アセットミックスの場では議論しないですし、マネジャー・ストラクチャーともちょっと違うよねということになるので。なので組織として、マネジ

ャー・ベンチマークをどんなふうにかえるのかというのを位置付ける何かがあれば、今後議論がやりやすくなるのではないかというふうには思います。

○村上委員長 今、中島委員が例に出しました MSCI、エマージングを採用するかどうか、これは実際に大手プラン Sponsor で例があるのですが、そのときは年金基金の側が自分のところでそのリスクをとりについて、そのようなマネジャーを採用したほうが長期的には MSCI・KOKUSAI に対して超過収益が得られるだろうという戦略的な判断がまずあって、ではその何%をエマージングのベンチマークのファンドに充てましょうということで、そのところは今、中島委員が言ったように完全にプラン Sponsor がリスクとしてとっているということです。

ですから、マネジャー・ベンチマークというのは採用するということになる、結局そのところの長期的な、戦略的な判断がどのように整理できるのかということを出発点にしなければならないということになってくるのだと思うのです。

先ほどグロースとバリューでご説明したのと全く同じなのですが、この例のほうがわかりやすいと思います。

○西川理事 エマージングまで広げるということだと、でもそうか、確かに先進国と言っているわけではないですからね。ただ、あくまでもバリューとグロースの側だとスタイルの違いですということなので、そこまで大きな違いがあるわけではないとは思いますが、問題は、ベンチマークを採用するかどうかについての意思決定のレベルについて、これはそもそも政策ベンチマークを決めるということ自体が、この資産運用委員会でご審議をいただいた上で決めている話なので、政策ベンチマークについてもここでご審議をいただいた上で決めれば、決定過程としては全く問題はないというふうに思っているということです。

一方で、今委員長と中島委員からお話のあったようなベンチマークのことは、要するにマネジャー・ベンチマークを受け入れることによって明らかにパフォーマンスに差が出るのだという、それが前提になるということですね。そのところが確信がなくて、あくまでも評価の基準で短期的なものの中長期的なもの、要するに短期的に TOPIX から乖離していることをもって否とされるのが困るというだけの話なのであれば、それは中長期的にちゃんと評価しますとだけ言えばいい話なのですが、そうではなくて、TOPIX を気にせずにある意味やるということ自体が大きな意味を持つということであれば、マネジャー・ベンチマークを積極的に採用する意味が出てくる。そういうことだと言いかえさせていただ

ればいいということですね。

○村上委員長 そうということですね。

○西川理事 わかりました。

問題は、そのときのミスフィットリスクを、我々自身の評価というのは単年度で、かつ TOPIX 対比でやりますので、そこの管理をしていく、我々のほうでリスクをとるといって、そこの覚悟みたいな話ですよ。

○村上委員長 そうということですね。それだけのリスクをとっていい確信みたいなものが、その裏にはなければいけないということですね。

○水野理事長 基本ポートフォリオを決める議論のときに、このマネジャー・ベンチマークの議論も相当したのです。このマネジャー・ベンチマークの議論は、そこでした上で、マネジャー・ストラクチャーの時にしましょうよということで、今その流れで来ているので、ここですればいいと思っています。ただ問題は、マネジャー・ベンチマークを掲げたほうがいいぞという確信がなかなか、それを卵が先か鶏が先かなのだけれども、マネジャー・ストラクチャーをやった上でいろいろ聞いて理解したほうがいいのか、そこをちゃんとしないと募集もできないのかということがあって、今その隘路に差し掛かっているということなのです。どうなのですかね。

○村上委員長 機構というのは単にマネジャーを選択するというだけではなくて、大きな株式ファンドを運用しているファンドオブファンズの運用者だということですね。そうなってくると、ファンドオブファンズの運用戦略としてそのようなカテゴリーを採用していくのが長期的には TOPIX に勝てるのかどうかということ、そこのところはもうマネジャーの判断ではなくて機構の判断だということですね。それが整理して判断ができないと、マネジャーを採用していいかがわからないという、それが整理できないのだったら、むしろ採用してはいけないということになります。余計なリスクを負ってしまうことになると思うので。

○西川理事 ですから内国株についていえば、先ほどのエマージングみたいな大きな差がなくて、いずれにしてもグロース系統に属するか、バリュー系統に属するかというような、そういうファンドに投資するのは決まっていますと。問題は、その人たちの独自のベンチマークを認めるかどうかだといったときに、ただ、もしもマネジャー・ベンチマークを認めますといった瞬間に、そういう通常のスタイルではないような、すごく極端なところが応募してくる可能性があって、そこをどう判断するかという、そこにポイントがあるという

ふうに理解すればいいですかね。

○村上委員長 そうですね。ですからどのようにそれを管理できるのか、ポートフォリオの中でどう位置付けたらいいのかの戦略的な判断ができなければ、なかなか難しくなってくることになるわけですね。

私がたくさんお話しするのも何なので、何かあればお願いします。

○徳島委員長代理 公的共済が GPIF に合わせて政策ベンチマークを MSCI・KOKUSAI から MSCI ACWI に変えたときに、一部の共済組合では MSCI・KOKUSAI の従来のファンドを残して、エマージングのファンドを別個に組入れることで、合算したら MSCI ACWI に沿ったポートフォリオを実現するというをやっていたらいいと思います。要するに、委託者であるアセットオーナー自身が、政策ベンチマークと個々のファンドにおけるマネジャー・ベンチマークとの乖離のリスクを負うという判断をしたのですね。

逆に今回問われているのは、機構がそういったリスクを負いますか、負いませんかという、ことに尽きます。ミスフィットリスクを取らないのであれば、もう政策ベンチマークとマネジャー・ベンチマークが同じファンドしか委託対象にならないと言っているわけです。

○西川理事 確かにリスクを取るという意味合いなのですけれども、ちゃんと管理できますかという意味合いだというふうに理解すればよろしいですよ。

○村上委員長 結局、ファンドオブファンズの運用戦略がそれで立てられますかということですね。こういうやり方で、先ほどのラッセルの例にありましたけれども、グロースとバリューを足して、それは市場ベンチマークになるのだと。それで、こちらでもいいファンド、こちらでもいいファンドを選べば、足せば市場を上回ることになるのではないかと、単純に言えばそのような戦略が、機構として何か、これで TOPIX を上回っていくというようなものを採用して、それが戦略的に成り立つということが説明できるかどうかというのがリスクを取るということだと思います。

○西川理事 結局、きれいにグロースとバリューの2分法ができないという中で、先ほどの外債でもそうですけれども、個別に説明力の高いところを選びまして、一応それを合算したときにちゃんとニュートラルな格好に近くなるかどうか、振れが小さくなるかどうかというのを選択した段階では一応チェックした上で選びますと。

問題は、それをずっとやっていったときにそのとおりになっているかどうかということをちゃんとトラックした上で、必要に応じて修正をするということが出来るかどうか、そう

いうことですね。

○村上委員長 そうですね、それも含めてですね。

○西川理事 それは、例えば先般問題になっている、私共は特化型で運用しているわけですが、蓋を開けてチェックをしてみると、資産配分効果のところでもえらくマイナスになっていますね。本来的には、資産配分効果の動向を常時チェックした上で、必要な修正を加えていくことができるということの確信があるべきということでしょうか。言ってみれば特化型というのはある意味資産クラスごとのベンチマークを採用して、我々のほうで全体としての資産配分効果についてのリスクを取っているということなので、既にマネジャー・ベンチマークを採用した場合と同様のことをやっちゃっているということなので、本来はそこをちゃんと管理することができるような体制を組む必要があると。

今回、この内国株について、もしもマネジャー・ベンチマークを採用するのであれば、採用に際して想定したような分散効果というか、効率性の改善効果というのを維持できているのかを定期的にチェックして、必要な修正を加えることのできる体制にありますかというか、作れますかという、その判断が必要だというのが、戦略が必要というご趣旨だと思えばよろしいですか。

○村上委員長 はい。

○西川理事 なるほど。

○徳島委員長代理 今回の野村証券提出の資料にもありますが、公的年金の中で最小分散ファンドを入れているロジックの中で、ちょっと西川理事の意見と違う可能性があるのですけれども、必ずしも常に TOPIX に勝つことを目指すのではなく、TOPIX が下がったときに、TOPIX に従って利回りがマイナスになったら、それではだめだろうという考え方から、下方リスクを抑えたいという趣旨で最小分散ファンドを入れたところもあります。こうしたレベルまで含めて委託者側がファンドの組入れ方針を決めないと、マネジャー・ベンチマークは入れにくいということが言えると思います。

○西川理事 なるほど。我々の評価自体が TOPIX 対比の超過収益率なので、それ一本で押し通すというのは一番簡単といえれば簡単なのですが、問題は、絶対評価的な基準を入れたときに、マイナスサイドをどうとらえるかということなのでしょうね、きっと。

○村上委員長 そうですね。通常はダウンサイドのリスクも抑えれば、アップサイドも、リターンも抑えられてしまうということになります。だから企業年金などですと、ポート

フォリオインシュアランス的なものを部分的に採用している基金もあると思うのですが、そのようなところは上のほうを多少諦めても、下のほうを抑えられればいいという判断が、これは基金のほうで働いているわけですね。

ところが、そうではないとすれば、TOPIX が基準ということでしたら、そここのところはどのように考えるか。ただ、最小分散などは歴史的にはダウンサイドも抑えつつ超過収益も結構とれているようなデータは存在するので、そういうことであればまた1つの優良なアクティブファンドみたいなことで考えるほうが、むしろいいのかもしれないということです。

○西川理事 それはもう単純に有能なファンドであると。

○村上委員長 そうですね。

○西川理事 そうすると、評価の基準はやはり超過収益率とトラッキングエラー標準分散みたいなところを基準にして単純に考えればいいということですね。

ただ、それが未来永劫続くかどうかわからないので、続いているかどうかについてチェックをしていかななくてはならないと。

○中島委員 ちょっといいですか。私は個人的にスマートベータの最小分散戦略というのは、政策ベンチマークというか、政策アセットミックスに対する大いなる挑戦だと思っているのです。政策アセットミックスは、例えばわかりやすくいうと、TOPIX を全体のファンドの4分の1持ちましようといった場合に、要はTOPIXはベータ1ですから、ベータリスクを0.25とりますと言っている、これに対して、最小分散戦略で、ベータが例えば0.7とかだとすると、0.25の70%しか取っていない。ということは、早い話が政策アセットミックスで25%とると決めたリスクを7割減でしか取っていないということですから、ある意味政策アセットミックスの空洞化に繋がる。なので、もしも最小分散ファンドをとるのであれば、ベータが0.7であるのだったら1.3倍そこに資金を向ける必要がある、政策アセットミックスをきちんと実現するためには。

もう1つ、ノンベンチマークについても、詰まるところキャッシュがベンチマークになると思うので、これもいわゆる政策アセットミックスとか政策ベンチマークの空洞化というか、これらに対するチャレンジにつながっていく。そう考えてみると、いわゆるリスクテーク、本来政策アセットミックスというのはリスクを考慮した分散投資ですけれども、それをきちんと定量的に考えた場合、最小分散ポートフォリオとかノンベンチマークというのは取り扱いに関して事前に十分な議論、政策アセットミックスが空洞化されていない

よねという議論をまずする必要がある。さらにその上で、このマネジャー・ベンチマークとかいう話が、どちらかというテクニカルな議論として出てくる。なので、もしも議論の最終的な目的地に関して、私は前回野村さんの話でこの辺が出てくるのは次の段階ですよというふうに向っているんで、今回はあまり気にしなくていいかなと思っていたのですが、もしもその辺までを視野に入れてのお話であれば、ちょっとまた話は違ってくるのかなというふうに思います。

○村上委員長 今の中島委員のお話の1点目のところは、整理の仕方がどうかによっても見方が違ってくる部分だと思います。リスクバジェット的に考えれば、確かに7割しか取っていないということが成り立つかもしれないのですが、ベースをあくまでも投資比率で置いて、金額ベースで置いて考えると、それで対TOPIXで超過収益が取れるファンドだということであれば、またそのような整理の仕方もあるのではないかというように思うのですが。

○中島委員 ベータリスクをアクティブリスクで取ってしまうと、本当に政策アセットミックスの空洞化に繋がる。金額配分に1回置き直されていますけれども、最初は金額なんて全く見ずに、リスク・リターンの情報だけで金額が出てくるのです。そのときはTOPIXしか考えていない。

ところが、金額が1回決まった後で、後出しじゃんけんのようにこんなものが出てくると、最初の政策アセットミックスを決めたデータというのがいわゆる空洞化というか、骨抜きの状態になってしまう。それがかわいいレベルだったらいいのですが、この資料の最小分散戦略のベータはかなり低いですよ。なので、今のこの辺の過去のレコードを見る限りは、最小分散を入れる場合は政策アセットミックスの空洞化という問題をきちんと議論しておく必要があるのかなと、私は考えています。

○徳島委員長代理 私は決して政策アセットミックスの空洞化とは思っておらず、そういった手法の採用は運用現場における1つのテクニックだと思っています。先ほど申し上げたとおり、ダウンサイドを抑えるという判断をするのかどうかということになります。中島委員のご指摘はすごく正しく、要するにもともとの政策ベンチマークを作るときにはベータ1の前提で置いているのだから、それを変えることはどうかというご懸念はおっしゃるとおりです。ただ、基本ポートフォリオ策定の前提としてはベータを1としているものの、実際のファンド選定に際しては、少しベータを抑えておくという判断を行うことが、マネストを検討する意義の一つに他なりません。スタートからちゃんとリスクバジッテ

イングをやっているならば、リスクベースで考えることもできると思うのですが、現実の投資金額に引き戻した時に結構大変な作業になる可能性があります。今の基本ポート及びマネストの枠組みの中ではキャッシュベースの投資を前提にする中で、どこまでベータリスクを取るかということが今問われているのだと思います。

政策ベンチマークであくまでもベータ1と置いているのだから、ベータは1でいきましょうというのであれば、基本的にはもうマネジャー・ベンチマークはTOPIXとしてポリシーベンチマークに合わせるのが一番安全だし、そうしない場合には、運用の途中でもベータの状況をモニターして、マーケットが動くたびにファインチューニングするといった話になってしまうと思います。それは難しいことだと思いますが、最終的には機構にご判断頂くことだと思います。

○村上委員長 この議論で、一気にマネジャー・ベンチマークの採用まで行くのは、なかなか現時点での整理の状況としては難しいところではないかと思うのですが。

○西川理事 逆にいうと、どのぐらいのマネジャーたちが独自のベンチマークの採用を自分たちから申告してくるものなのでしょうかということなのですかけれども。

○村上委員長 それは、募集するときにはTOPIXということで作るということではなくて、そのところはどのようにお考えなのでしょう…。

○西川理事 そこはまさに悩んでいるところで、独自ベンチマークもあり得ますということで作るほうがいいのか、もうそこはTOPIXだと言ってしまうのかということなのですか。

○徳島委員長代理 例えばスマートベータとか、特殊なものを除いたら、TOPIXではないベンチマークを目標にしますと言うマネジャーってそんなにいないのではないですか。

○NFR&T・秋田 ないですね。外資系でMSCI ジャパンを使っているところは割とありますけれども、日本株だとほぼTOPIXです。ただ、バリュートレッキングを、これは委託者の要望でもあると思いますけれども、愚直にバリュートを追及してくださいという意味を含めてバリュートレッキングをマネジャーに与えているところはあると思います。

○徳島委員長代理 ですから、応募の際にスマートベータみたいな領域で出せば、乗ってくる運用会社はあると思いますが、普通にTOPIXをベンチマークとした国内株のアクティブファンドって五万とありますから、いきなり運用会社側がそれとは異なるベンチマークでやらせてくださいと言ってくることはかなり考えにくいと思います。

○西川理事 であれば、当機構は、そういう先鋭的なところを何か試しに入れてみるというような大きな規模の、GPIFさんのようなファンドではなく、せいぜい4つ、5つのプロ

ダクトの採用を考えているので、そうであれば TOPIX ベースということでやったほうが無用の混乱を回避できる、ということですかね。

○村上委員長 なかなか多様なインデックスを判断して管理していくための議論が成熟していないところがありますね。

○西川理事 わかりました。

○村上委員長 先ほど GPIF のことについても出ていたので、少々私の見解に触れておきますと、GPIF はいろいろなベンチマークを採用しましたけれども、表立っては言っていないでしょうけれども、あれは例の内閣府の有識者会議の流れを引いているところがあると思うのです。というのは、伊藤隆敏教授が委員長でまとめたいわゆる有識者会議のレポートの中では、JPX 日経 400 のような指数の普及や、コーポレートガバナンスといったものを通じて、日本市場の資本効率を改善していかなければいけないという中で、公的年金もその一翼を担っていかなければならないような趣旨がありありと入っていたわけです。そのところを汲んでいるところがあると思いますので、ストレートに参考にはならない部分があるかもしれないということを、留意事項として申し上げておきたいと思います。どうも、失礼いたしました。

○西川理事 ちょっとでは、マネジャー・ベンチマークのところは今回は見送らせていただくような格好がいいかなというのが結論だと思いますが……。

○中島委員 すみません。ここのいただいた意見の中にもありますけれども、3つ目か。スマートベータを除くアクティブ運用については原則 TOPIX でよいというふうに言っている方がいて、私もそう思います、今の話がそうだと思うのですが、スマートベータが出てきたときにどうしようかという話ですから、今ここで終わるとスマートベータはどうなったのですかという話に…。

○西川理事 いえ、まさにその次です。ここから次はもう1回元に戻って、スマートベータをどうしますかという話で。

○中島委員 ああ、わかりました。要は、スマートベータ以外についてはとりあえず TOPIX でいいかなという話ですね。了承です。

○西川理事 スマートベータのまさに使い方と、それから選考の方法ということです。なので、スマートベータの使い方についてやや間口を広げるのだとすると、もうそれはアクティブの1つというふうに考えて、すべて一緒に、フラットに比べていくというのが合理的ではないかというのが、先ほどのお話ですね。

○村上委員長 スマートベータに対して、またアクティブに運用するなどという戦略は、多分採用の対象にはならないのではないかと思います。その辺はどうなのでしょう。

○徳島委員長代理 運用会社に在籍している時にチームでそういった商品を開発したことがあります。社内のリレーションマネジャーに説明しても理解してもらえなかったくらいなので、まだそれはレベルが高いと思います。

○村上委員長 そうすると、結局スマートベータというのはそれ自体がほかのアクティブファンドと一緒に混ぜて、機能するかどうかということ判断していかなければならないということですね。ただ、スマートベータ自身は忠実にその指数を再現してくれるファンドでなければいけないという、そういうことになるのではないかと思います。

○NFR&T・秋田 ただ、一般にパブリックにされている指数に連動するタイプと、内製で指数を作って、それに連動するタイプというのもございますので、ちょっといろいろとやり方的には違うものがあると思います。

○村上委員長 内製の場合はほとんどアクティブスキームに近いですね。

○中島委員 内製というと、それはもはやクオンツと言ってもいいイメージなのではないか。

○NFR&T・秋田 あくまでもルールベースなので、自分たちでルールを作ってそれなのとっていくということです。

○中島委員 ジャッジが入らないということですよ。

○NFR&T・秋田 そうですね、バランスをちょっと分散するとか、その程度のことはありますけれども。

○中島委員 いわゆるクオンツアプローチの延長上で考えられるものと、そうではないものがあると。

○西川理事 そうですね、経済変数とかそういう環境の変化に応じて動かすものと、その会社自体の属性・特性に応じて動かすもの、という違いでしょうか。そうすると、スマートベータと一緒に評価に乗せた場合の、評価の仕方自体はもう一本化というか、あくまでもほかのアクティブと一緒に、TOPIX 対比の超過収益と、トラッキングエラーと、標準偏差と、ということでもいいのですかね、そういう場合は。

○村上委員長 そうですね。あくまでもスマートベータ自体の有効性について徹底的に議論をしなければいけないということになるのだと思います。

○西川理事 その永続性というか。

○村上委員長 そうですね。それがやはりいい運用に結び付くのだという点についてですね。

○野村証券・清水 私が考えているのは、1 回応募してきたファンドを、先ほどの議論のように、やはりある程度のカテゴリーですね、バリューなり、グロースなりで下振れ抑制、そういった中で、先ほど理事がおっしゃったような順位付けをするということですので、このご時世でいくと、やはり超過リターンだけで見ると必ずグロースのほうが優位になってしまいますので、バリュー系のスマートベータというのは入る余地がなくなるのですが、将来のスタイル変遷の可能性を考えますと、やはり一定程度のバリューを持つ必要があると。ただし、過去のリターンは低いけれども、バリューという特性の中では優れているというところで採用する可能性はあるのかなと。下振れ抑制も同じなのかなと考えていますので、そのプロセスを経て一定程度のルールで順位付けしていくというような形かなと思います。

○村上委員長 そのようなことで、いかがでしょうか。

○中島委員 これは、結局候補としてはバリューの代替としてスマートベータというのが、とりあえず今のところのメインシナリオということでしょうか。

○野村証券・清水 一番メジャーなのはおっしゃるものと、あとは下振れ最小分散のものが大体で、クオリティとか高配当というのはアクティブファンドとかなり似ているような部分もありますので、敢えて採用する意義は低いと思います。

○中島委員 そうすると、ごめんなさい、頂いた資料のこの RAFI というのは、対外的に公表されている指数でしたっけ。

○NFR&T・秋田 指数会社がやっているものもありますし、自分の運用会社の中で作っているものもありますし、手法は複数あります。

○中島委員 公表されているのは、いわゆるパッシブファンドですよね。政策ベンチマークをインデックスとしないパッシブファンドですから、これを採用する場合、このインデックスに対するトラッキングエラーの抑制はマネジャーの仕事であって、いわゆるミスフィットリスクは、もうこれは機構さんが背負っているということになると思う。だからスマートベータで一緒くたには議論できなくて、その具体的な中身によって実質的に政策ベンチをインデックスとしないパッシブ運用なのか、それともジャッジメントか何かが入っているような、クラシカルなアクティブ運用に近い内容なのかというところで、やはりアプローチというか対応も変わってくると思うのです。そうすると具体的な名前を見ないと

わからないということになると思うのですが、どうなのですかね。

○NFR&T・秋田 まさにそうですね、具体的なところで詰めていくということになると思いますけれども。プロダクトのクオリティとしては、おっしゃったようにトラッキングエラーを常時管理しているかというようなものも1つポイントになると思います。パフォーマンスという意味ではこの指数、この運用がパフォーマンスを上回るというふうに信じて委託するわけですから、そこで出なければやはりそれなりの評価をしないといけないということになるので、ちょっと切り分けたほうがいいのかもしいかなですね。

○中島委員 そうすると今ここで、今回いただいた資料2-4で、スマートベータの位置付け、マネジャー・ベンチマーク採用の是非というのは、これは今セットだというふうにおっしゃいましたけれども、相手先によって変わってくるとなると、今ここであまり一般的な議論はできないと思うのですが、これはどうなのですか。

○村上委員長 中島委員、相手先によって変わってくるというのはどのようなことですか。

○中島委員 例えば、RAFI というのは対外的に公表したインデックスに追随することを目標としてやっていくというのであれば、事実上のパッシブファンドで、それを採用した場合、もう採用したということ時点で、機構さん側のリスク・テイクになる。そうすると、マネジャーの仕事を評価するには、いわゆるマネジャー・ベンチマークの採用を考える必要があると。もしも何か違うのであれば、また違ってくるという。

○村上委員長 それはマネジャー・ベンチマークというのものもあるのかもしれないのですが、その指数に連動するファンドを採用したということなのではないかというように思うのですが。結局、ほかのアクティブファンドを選ぶのも機構が最終的には自分の判断でやるという、それでこれもそのような指数に連動するファンドを採用していいかどうかという、そのところはあまり変わらないのではないかと思います。

○中島委員 そうすると、対外的に公表されている指数の優劣を個別のファンドマネジャーが自分の責任としてやっていくということなのですか。

○NFR&T・秋田 それはですね、むしろそのプロダクトがやりたいがために指数を公表しているのです。そういう意味合いがあります。指数ありきではなくて、プロダクトありきなのです。最近のスマートベータのインデックスというのは。だから、普遍的にスポンサーベンチマークにしてほしいとか、TOPIX に代わるようなスポンサーベンチマークになりたいとか、そういう意欲は実はないのです。

○中島委員 そうすると、公表はしているのだけれども、要は自分で作ったものだと。

○NFR&T・秋田 自分でも作れるし、他人も、ほかのマネジャーも作れるわけです。

○中島委員 同じものということですか。

○NFR&T・秋田 ええ、作れるわけです。その指数を買うためになにがしかのコストを払えばですね。そうすると、その何とかというプロダクトが認知されていって、広がってくるわけです。それでプロモーションできるわけです。言ってみれば、だからプロモーションの一環という意味もあると思います。

○村上委員長 要は、原点に戻れば、機構が株式全体としてどうやって超過リターンを得ていくかという一環として、そのような1つのプロダクトを選ぶということで、そのところはほかのアクティブファンドを選ぶのと変わらないという位置付けですね。

○中島委員 でもファンドマネジャーとしては、インデックスに追随することを目的としていると。

○村上委員長 それは、その指数で売り込む意味が、ファンドマネジャーは別にその指数に連動しますということをして売りにしているわけではなくて、その指数が将来的にはいい結果をもたらすだろうということを目指して来るはずですよ。

○中島委員 まあ確かにそれも売りにするとは思いますが。

○村上委員長 やはり、そちらがないといけない。それが連動するかどうかは非常にテクニカルなところでありまして、結局はその指数がいいかどうかというところで選ばないということになります。

○徳島委員長代理 そうすると、例えばバリューというカテゴリーで募集したときに、RAFIとかGWAに基づくスマートベータが応募して来たとき、それはアクティブ運用のファンドと並べて評価するということになるのですか。

○NFR&T・秋田 RAFIとかGWAはTOPIXで募集しても出てくると思いますので、取り立ててバリューで募集して、こちら側がリスクをとる必要はないと思いますので、極力マネジャーのほうにリスクが行くように。

○村上委員長 そのほうがいいですね。

○中島委員 まあ、楽といえばそれが楽ですよ。ただ、RAFIとかは割とメジャーな感じがするので、いろいろなところが使うとなると、ファンドマネジャーとしては、要はインデックスを複製すればいいのでしょうか。

○村上委員長 例えば、それは機構としてRAFIが将来的にいい運用をもたらすかどうかの判断ができなければ、採用はできないということですね。

○中島委員 そうすると機構さんの判断ということですよ。そうすると、マネジャー・ベンチマークとして考えましょうという話になってきますよね。

○村上委員長 そうですね。ただマネジャーはその RAFI がなぜその段階でいい運用に結び付くのかということをごきちんと説明できなければ、ただ連動しますよと言っているだけでは採用には至らないということです。

○中島委員 とうか、RAFI ぐらいまでいくと、むしろコストの安さを売りにして、RAFI をこの値段で売りますよ。それで RAFI がいいかどうかというのは、それは委託者さんのほうで判断してと。

○村上委員長 そうですね。

○中島委員 となると、何かそっちのほうで本来とうか、今言っている方向になっているような気がするのですけれども。

○村上委員長 ただ、RAFI がいいかどうかというところはなかなか簡単でなくて、本当にそのような材料を持ってこられるかどうかというところが重要なことなのだと思うのですね。その指数を掲げているマネジャーの取組みとしては。

○中島委員 売るからには、それなりにいいと思っていると思うのですけれども。

○村上委員長 思っているだけではだめですね。

○中島委員 例え、TOPIX をベンチマークとするパッシブファンドでもそうですね。TOPIX が優れているというよりも、TOPIX のリスクは委託者さんが負っている。

○村上委員長 そうですね、TOPIX はもうすでに…。

○中島委員 だから RAFI についてもそうですね、これだけたくさんいろいろな人が作れるようになると、RAFI がいいと思うのは委託者さんの判断で負ってねと。あとはうちがそれを安く作るからと。

○西川理事 そのリスクを負ってねの話ですけれども、TOPIX ベンチマークで募集をして、アクティブファンドのプロダクトを採用しましたと。成績がふるわなければ、成績がふるいませんねとって、我々に入れかえることができますけれども、このアクティブファンド代替とうか、その一部としてスマートベータを採用しました、スマートベータのマネジャーに求められているのは、あくまでも言ったとおりに運用することが責任であって、それ以上でもそれ以下でもありませんということだとすると、では結果的にその指数が TOPIX をいつも下回っているといったときに、我々として責任を問えるのか、そこはどうか考えればいいですか。

○村上委員長 やはりそこのところについては、どのような根拠を持ってそれがいいと思っているか、最初にマネジャーにきちんと説明させておかなければいけないということなのではないでしょうか。

○西川理事 一応その時点では納得のできるものがありましたということで、スマートベータを採用すると思うのですけれども、そこでもしも結果的に成績がふるわないときに…。

○村上委員長 その最初に納得できた根拠というのが違ってしまっているのかどうかということですね。マネジャーが示した根拠というのが本当にそうだったのかという観点から見なければいけないということになるのではないのでしょうか。

○西川理事 そこはただ、成績が悪ければ一応、責任を取ってではないですけれども、入れかえる理由にはなると考えていいわけですね。

○村上委員長 そういうことですね。連動したからということで継続するということにはならないと思います。

○西川理事 つまり、本当の市場全体のパッシブであればちゃんとそれに沿ってやっていたら責任も何もあったものではなくて、ということだと思えるのですけれども、アクティブとしてのスマートベータの場合は、やり方自体は最初に我々も納得した上で採用するわけですけれども、それでふるわなければお互いに理解が足りなかったというか、予想と違いましたねということで入れかえること自体には問題がないと。

○村上委員長 問題ないと思います。

○西川理事 そうだとすると、評価の基準として我々がアクティブプロダクトと一緒に TOPIX をベースに評価を考えていっても、それはおかしいことではないと。

○村上委員長 おかしいことではないです。

○野村証券・清水 よろしいですか。例えば、先ほどから出ている RAFI とか、いわゆるバリュウの代替というお話に出てきていると思いますが、資料の 13 ページをご覧くださいますと、期間を幾つかとって、赤いシャドーがかかっているところが RAFI、ファンダメンタル系のインデックスで、どれもマイナスになっているというところで、これで役割を果たしていないかというところではなくて、やはり安定してこのバリュウファクター、このインデックスは過去取れていますので、ある意味アクティブファンドのところではグロースのファンドが入っている、一方で優良なバリュウのアクティブファンドがないという場合は、バリュウへの転換があったときの押さえになりますので、決して対 TOPIX だけのパフォーマンスというよりは、バリュウファクターを持ち続きしているということであれば、グロ

ース、アクティブファンドも押さえとして維持し続ける意義はあるのかなというところで考えております。

○NFR&T・秋田 GPIF さんも外株は RAFI プロダクトを解約されましたし、それはやはり成績でふるい分けされるのは致し方ないと思います。

○中島委員 成績で変えるのはいいと思うのですが、要はそれをマネジャーの責任とするか、それとも機構さんの判断で取ったリスクとして見直ししますというのであるかで、ちょっと違うと思います。だからふるい分けとかは全然問題ないと思いますが…。

○NFR&T・秋田 責任は全然あるのですが、例えば RAFI とかスマートベータでいくと、やはりファクターが利く、利かないというのがあるのですね。例えばグローバルでやってしまうと、この国は利いているけれどもここは利かないとか、その跛行色があって、なかなかファクターがきれいに取れないというのもあって、やはりやってみてわかるということもままあって、その辺は誰その責任ということではなくて。

○中島委員 責任というのはちょっと言葉がきつかったかもしれないのですが、例えば RAFI のファンドを採用したとして、ちょっと成績がいまいちだったので、同じバリュー系で MSCI のバリューウェイトのほうに乗りかえたとする。それは別に、両方ともインデックスベースですから、ファンドマネジャーはいわゆるパッシブ運用をやっている。そうすると、それはファンドマネジャーの責任というよりも、どのインデックスを選んだか、機構さんの責任というか機構さんの判断だと。途中で RAFI よりも MSCI バリューウェイトのほうがいいと思ったので変えたと言えばよい。ただ、それはあくまでもファンドマネジャーの問題というよりも、機構さんの判断の問題なので、そうするとやはり TOPIX がベンチマークというよりも、いわゆるこの辺のマネジャー・ベンチマークとかを機構さんとして採用されたと考えた方が。

○NFR&T・秋田 そうすると、でも解約できなくなってしまうのですね、逆に。変えられなくなってしまうのです。

○村上委員長 そのところは、RAFI について機構としてよいとするかどうかを分析して判断する機能があるかどうかにかかってくるわけですね。だからそのところは2通りの考え方ができると思うのですが、機構が積極的にそういう判断をしてとるというのと、マネジャーにその指数の良いところを説明させて、それで納得できれば採用するというのと、どちらのアプローチをとるかといったら、後者のアプローチのほうを今回は採用しようというのが、大きな TOPIX を軸に考えていくということになるのではないかと思われるので

す。

○中島委員 わかりました。要は、リソースというか手間暇の問題で、機構さんのほうでどのインデックスを使うというのを決めるのは、今のところ荷が重いのかなと。そう考えると、そこはファンドマネジャーのほうにやってもらって、ファンドマネジャーの責任としてすべて機構さんは TOPIX ベースで考えると。

○村上委員長 そうですね。結局、スマートベータが出てきた背景というの、市場でもっと効率的に運用できる方法をたくさん模索している中で出現したものだと思うのです。そのようなことを考えれば、基本的にはそのところが本当にそうなっているかどうかということを判断していく必要があるのだと思うのです。それはマネジャーに説明させればいいということなのだと思います。

もう1つは、先ほど清水さんがおっしゃったように、結局4つなり5つなりの先に委託したときに、ずっとアンダーパフォームだからといって、その果たす役割自体に対しても見なければいけないという部分は確かにあると思います。

○水野理事長 いいですか。今2つのことをおっしゃって、2つ目のほうはちょっと置いておいて、もともと TOPIX よりも勝てると思ってスマートベータが出てきたのではないですかという話だと、そうではないのですか。だから、作っている人から見れば、全部買うよりは良いところを買ったほうがパフォーマンスは上がりますよねというのが出発点のような気がして、我々はそれに乗るだけだから、その結果 TOPIX よりも悪ければまずいよね、と。という事は、ベンチマークは TOPIX でいいのかなと。それで、おれたちがやっているスマートベータのベンチマークを採用してくれなければ嫌だよというのであれば、今の機構の体力からいうとなかなか難しいかなという整理なのですが、その考え方はおかしいですかね。

○村上委員長 おかしくないと思います。

○水野理事長 それでいいですかね。私はずっと頭の中はそういう頭の中で来ているのですけれども。中島委員、どうですか。

○中島委員 例えば、あるファンドマネジャーが2つプロダクトを持ちますと。1つは RAFI をベンチマークとするファンド、もう1つは MSCI のバリュウエイテッドをベンチマークとするファンド、2種類のファンドをうちは用意していますよと。これは可能なのですかね。

○村上委員長 一応そこは…。

○中島委員 いや、そうではなくて、機構さんの話は置いておいて、運用会社のほうの経営として、そういうのもできるわけですね。

○野村証券・清水 そうですね、最小分散系のものは自前のものと…。

○中島委員 要は品物としていっぱい持っていますと。

○野村証券・清水 はい、持っています。

○中島委員 それで、いずれもインデックス系列と。だからどちらかという、「運用の巧拙よりもトラッキングエラーを低くしてフィーを安くして提供していますよ」というのであれば、どちらかという運用会社がどうこうというよりも、運用会社は単に品揃えとして持っている。

○NFR&T・秋田 結果的にはそうなのですが、やはりその指数自体がリスク・リターンのプロファイルで時価総額指数よりもいいと検証した上で世の中に出しています、そこはさすがに。

○中島委員 それはわかります。要は、「売るからには責任を持たないと」というのがあると思うので、TOPIX をパッシブ運用としているところも、やはり TOPIX がそれなりにいいと思って売っていると思うので、それはいいのですけれども、話としてはやはり基本的にはインデックス系、公表されたインデックス系のものについては機構さんの判断で選ぶ、そうするとマネジャー・ベンチマークかなと思うのです。だが、今お話があったように、いきなりそれはハードルが高いというのであれば、むしろリソースとか負担の問題から、とりあえずまず TOPIX をベンチマークとするやり方でやっていこうというのであれば、確かにそれもありかなというふうには思う。だから筋論みたいなものと現実問題というのを分けて考えるのであれば納得できますけれども、いきなり最初の筋論のところをすっ飛ばすと、ちょっと待ってということになると思うので。

○水野理事長 単純に何というか、要員の問題だけで言っているわけではなくて、もともと TOPIX について勝つか負けるかという話をしているわけだから、その TOPIX にだってうちのものは勝てるのですよと持ってきてくれるのであれば、我々は TOPIX で見ますよと。これは筋論としておかしいですかね。

○中島委員 どころ辺までその…。

○西川理事 普通の TOPIX のパッシブは選択の余地もなく、工夫の余地もないわけですが、このスマートベータというのはまさに品揃えを、何を持ってくるかという品揃えが彼らの責任なわけですね。だから我々は彼らのそういう品揃えの中から、これはいい

ですよと言われたものを信じて買いますということなので、そこは先ほどから出ている責任という言葉を使えば、両方に責任がある。もちろん我々は最終的には自分のパフォーマンスという格好で責任をとるわけですがけれども、持ってきた商品について、自信を持ってお勧めしますと言ったものが想定したように動かなければ、それは変える理由にはなり得るというふうには理解しているのですけれども。

○水野理事長 さらにいうと、これはTOPIX よりもいいですよと言って持ってくるわけですね。それでTOPIX よりもだめでした、でも我々の指数よりはよかったからいいのではないと…。

○NFR&T・秋田 いや、そうは言わないでしょう。

○水野理事長 いや、ベンチマーク対比というのはそういうことですよ、考え方は。

○中島委員 先ほどから出ている、いわゆるバリュー系のものはここしばらく不振であると言う。そうすると最早、バリュー系がいいですよというのは非常に長期的な話であって、哲学とか観念に近いものがあると。そうすると、彼らがどうこうというよりも、むしろ政策アセットミックスレベルの長期的なものと同じですから、それは彼らに何かを求めると言うよりも、本来でいえば委託者のほうで判断するような話ではないかとは思いますが。

○水野理事長 そうなのですかね。

○中島委員 自分でインデックスを作っているのなら別ですよ、自分でインデックスを作っているのであれば、事実上それはクオンツ系のアクティブファンドですから、自分のところのクオンツの腕を見てくれという話になると思うけれども。

○村上委員長 全体のマネジャー・ストラクチャーの中で採用するかどうかという判断を別の指数のベースとするわけですよ。それと、ほかのアクティブファンドのマネジャーを採用するかどうかというのと、そんなに変わらないということですね。

○NFR&T・秋田 さらにいいのは、もう何十年のレコードはあるわけですね、指数にしてしまうと遡及できますから。それで長期の比較ができてしまうというところは利点かと思えます。

○西川理事 だから逆に動かさないで、そういう意味ではそれがいつまで有効ですかということについてどれだけ説得的な説明をしていただけるかというのを判断するのは我々ですけれども。

○水野理事長 その判断をした失敗は我々の失敗なのです。だけどその結果、失敗されたところについては申し訳ないけれども変わってもらわなければいけないかもしれない。

ただそれは単純に超過収益だけで見るとはなくて、要するにいろいろな組み合わせの中で、狙ったところがドボンしているかどうかとか、それも見なければいけない。単純にこの超過収益だけを走らせるわけではないけれども、やはりその判断は、我々がやるのだけれども、最終的にその結果として上手くなければ変わってもらいますよと。それはあくまでも我々は TOPIX ベースで考えていますと。

○徳島委員長代理 ですから、スマートベータの募集に関しては、マネジャー・ベンチマークは TOPIX に限らないと書いていただいていると思うのですが、ただし当機構は政策ベンチマークを TOPIX としているので、結果次第では運用の巧拙によらず解約の可能性がありますが、みたいな断り文言を付けるという形で十分なのではないでしょうか。

○水野理事長 現実論として、そういう場合にスマートベータを持っている人たちが、ああ、あそこやめたといって来なくなる可能性はあるのでしょうか。それとも、それはあまり関係ないのですか。どうなのですか。要するに、スマートベータを募集するときに、スマートベータのよって立つベンチマークで我々は見ませんよ、政策ベンチマークはあくまでも TOPIX ですよと。

○野村証券・清水 TOPIX というのを前面に出すことによって。

○NFR&T・秋田 そこまで書かなくていいと思います。

○水野理事長 大丈夫なのですね。でも、それはその議論の中で当然出てきますよね。そのときに、我々は TOPIX で見ますよということを言ったときに…。

○NFR&T・秋田 スマートベータと言った限り、TOPIX と比べられるというのは彼らも十分わかっていますから。

○野村証券・清水 実際、あまり実名は出せないのですが、ほかの公的さんで、実際はスマートベータインデックスに沿った運用をしているのですが、その公的さんの業務概況書では TOPIX という形で出ているファンドもございますので、そこは運用機関の中でも受け入れられるものとなってございます。

○村上委員長 そこはあまり非常識にならずにやれということです。

○NFR&T・秋田 また、最小分散はかなり TOPIX と離れますので、それなりの覚悟といますか、それは必要だと思います。

○水野理事長 そうすると、スマートベータはアクティブファンドの1つだということでもいいのですよね、考え方として。

○中島委員 ごめんなさい、今までの話はバリュー系のファンドの話でした。一方、今ち

よっとお話が出た最小分散系のものは違うというお話でした。なので、多分スマートベータで一括りにはできていないと。例えばこの野村さんの青で書いてある MSCI Minimum Volatility とかは、限インデックスファンドです。そしてこれを採用しようと決めたら、ベータが変わってしまいます。なので、これはファンドマネジャーにアクティブファンドとして全部投げてしまうというよりは、やはり機構さんのポリシーに準じる意思決定が入ってくるので、スマートベータで一括りにはできないような気がする。なので、「とりあえずバリュー系についてはアクティブファンドの延長ということで仕切る」分には、今のお話を聞いてまあ納得できます。

○NFR&T・秋田 あと、ベータという限りは、ある程度市場の網羅性といえますか、市場は 3,000 銘柄あって、100 とか 200 ですよでは網羅はしないですよ。ある程度広く分散しているポートフォリオかどうかというのも結構重要なポイントだと思います。中には、場合によっては非常に銘柄数の少ないものでも指数化しているものもありますので。

○村上委員長 なかなかこれは議論が尽きないところがあるのですが、今まで出た中で、ほかにはいかがでしょうか。

○西川理事 最後のところですね、要するにバリュー系とか一般的なものについてはほかのアクティブプロダクトと混ぜてやりましょうと。TOPIX で評価しますよ、マネジャー・ベンチマークではなくてやりますよと。ここまでコンセンサスがいていたと思うのですが、応募してきたものの中にミニマムヴァリエンスが含まれていたときの対応については何を考慮しておくべきなのかというのが今一つ、まだ議論が落ち着いていない感じがいるのですが。

○中島委員 ミニマムヴァリエンスなんか、まだ頭を使っている感じがするのですけれども、MSCI の Equal Weighted などには本当に単純にできて、私はこれは割とよくできていると個人的には思うのですが、はたしてこんなものが入ってきたときにはどうするのかという話です。これは、インデックス自体はほとんど何の工夫もないですものね、Equal Weighted というのは。ただ、これ自体は、人気が出た銘柄がパーッと過大に評価されて、割高になってしまうというのを避ける意味で、市場が非効率的であるのであれば有効かなと思いますので。

○NFR&T・秋田 Equal Weighted は、実はインプリメンテーションは難しいのです。非常に回転率が高くなるので、なかなか指数に追随するのは、あまり容易ではない例です。

○中島委員 むしろそれはインデックスファンドとしての腕の見せどころという話になり

ますね。

○NFR&T・秋田 だからあまり、やっているところは少ないのです。結局は小型効果ですよね、イコールで持つのですから、小さい銘柄のほうがオーバーウェイトになってしまう。

○中島委員 小型株カテゴリーでのプラスアルファをねらわずに、小型株のファクター効果をねらいたい、しかも安くそれを仕上げたいというのであれば、もしもこれで本当に安くできるのであればよいのではないかと思うのですけれども。ただそうなってくると、それをファンドマネジャーの、だからいわゆるトラッキングエラーを、回転率を抑えるため、その辺の取引コスト等を考えて、工夫してやっていますよというのであれば、本当にパッシブマネジャーとしての腕の見せどころなので、ぜひやってほしい。そしてこうなってくると、全部ファンドマネジャーに投げてしまっているのかは、個人的には疑問が残ります。

○西川理事 その場合の、全部投げてしまっているのかというのはどういう意味でしょうか。

○中島委員 TOPIX をベンチマークとして評価するということですね。

○西川理事 我々が言っているのは、あくまでも我々が中長期的なパフォーマンスを見たときに、そのファンドを変えるかどうかの判断を TOPIX 対比で勝っているか負けているか、もちろん全体としてのバランスの問題もありますけれども、そういうところから判断をしますと言っているだけで、別に先方にすべてを丸投げするという意味ではないのですけれども。

○中島委員 それはわかります。

○水野理事長 ファンドマネジャーはもともとそういうつもりで作っているのではないのですか、やろうとしているのではないのですか。TOPIX に対して勝とうと思っていないのですか。これでいえば、要するに FTSE の、もちろんファンドマネジャーは、恐らく彼らの評価基準は指数対比かもしれないけれども、それを使うということは、そもそもが TOPIX に勝ちたいからではないのですか。違うのですか。

○村上委員長 ファンドマネジャーの目的としたら、別に連動させることが目的ではなくて、長期的にはそれがよい運用にならなければお客さんが付いて来ないわけですから、それを目指している、そのように信じてやっているのだと思うのです。

○NFR&T・秋田 TOPIX は、実は何のポリシーもないのです。上場している銘柄を全

部含めましたというだけなので、はっきり言って何の経済的な裏付けもないわけです。

○村上委員長 RAFIなどは、そういう時価総額指数のデメリットを解消しようとして出てきたものですし…。

○水野理事長 もちろんそうです。それが前提で今全部話をしているのです、もちろんそうなのです。

○中島委員 彼らなどは、本当に TOPIX に勝とうというよりも、実際にバリュートファンドとしてより有利ですよとか、ないしは MSCI Equal Weighted に関しては、小型株ファンドとしてすごく安く作れますと。

○村上委員長 今のお話でバリュートファンドとしてより有利かどうかという、そのバリュートファンドが彼らのターゲットになっているかどうかと云ったら、そうではないと思うのです。マーケティングの観点から考えたときに、バリュートファンドよりいいという意味では、多分この市場の中では評価されないのだと思うのです。

○中島委員 でも先ほどの話だと、バリュー代替として入れるというお話でしたものね。

○野村証券・清水 運用者からの説明からすると、やはり RAFI のよさですね、時価総額に引っ張られないと。

○NFR&T・秋田 よって立っているファクターがバリューなのです。

○中島委員 詰まるところ、バリューですものね。だから彼らは心底 TOPIX がどうこうではなくて、やはりバリュートファンドとしてというふうには内心は考えていると思うのですけれども。

○徳島委員長代理 いや、バリュートファンドとしてではないです、TOPIX よりも RAFI の指数のほうがましだと。

○中島委員 でも、その説明力の大部分はバリューですものね。

○徳島委員長代理 結果的に見ると、ファクターはバリューになるということです。

○村上委員長 バリュートのファクターで TOPIX に勝っているという…。

○徳島委員長代理 なかなかグロースに引きずられる局面が続く中で、自分のポリシーを守り続けており、アクティブマネジャーが少なくなっていく中では、ルールベースの運用なので安定性を信頼することが可能で、今後もバリュートファクターからのリターンは期待できるという安心感と、あとはコストの安さというところがメリットなのかなと考えます。

○西川理事 それは、内国債のアクティブファンドの選考をやった際にも、うちは金利戦略重視なのでそのカテゴリーの中での相対評価をしてください、と言って来るところはな

くて、結局全てのスタイルとの比較で勝てるかどうかの評価されるということなのだと思います。

○中島委員 ちょっと私は納得できないですね。最終的にミニマムボラティリティみたいなもの、低ベータみたいなものが来て、これを TOPIX と対比して、もうアクティブファンドとして一括りでやると、先ほど言った政策アセットミックスの空洞化みたいなものにつながりかねないリスクがあるので。

○NFR&T・秋田 ただ、例えばすごい集中的な、集中ポートフォリオのマネジャーを採用しようと思うと、彼らはリスクが高いのです。今は絶対値のリスクもかなり上がってきています。こういうのを採用しようと思うと、他方でミニマムヴァリアンス等を採用して、ちょっと TOPIX に近づけるという操作がやはり必要になってくるのですね。そのときにミニマムヴァリアンスも割と便利な手法の1つではあります。

○中島委員 でも、それはいわゆるスタイル分散に近いものですよ。

○NFR&T・秋田 そうです、こういうものはこれだけ見ても商品にならないですから、最小分散だけを買うお客様はいないのです。

○村上委員長 だからそれはこの株式ポートフォリオの全体がどうなるか、どのような役割を担わせるかの話と考えればよいのではないのでしょうか。

○中島委員 でも、それはその議論がまずあってからの話ですものね。今その議論がまずされていないので、その段階で全部 TOPIX でいいのではないかというのはちょっと乱暴な気がするのですけれども。

○村上委員長 だから、今の野村さんの話ですと、TOPIX に対して、逆にベータが 1.2 とか、そのようなファンドも出てくる可能性があるわけですね。そのようなことで、全体が出たところでそここのところの調製を考えていけばよい話ではないかと思います。

○中島委員 それは一時的な話ですよ。一時的なローテーションとしてベータが多分高くなると思うので。多分中長期的にはベータはフラット、1に保つというようなことは建前では言っている。それに対してミニマムボラティリティは継続的にベータが低い。それは間違いないので、それはちょっと、今の話はわかりません。片方ずっとハイベータのファンドを掲げるファンドがあって、一方でこれを組み合わせることでニュートラルにするというのであればわかるのですけれども、ローテーションの中で一時的にベータが高くなったと。たまたま低ベータなので、今一時的にニュートラルになっている。これは単に一時的な話であって…。

○NFR&T・秋田 結局は合成の誤謬で、やはりいいマネジャーを採用したいインセンティブは皆さん多いのです。そうすると、断面で切るといいマネジャーというのは同じようなポートフォリオなのです、今の断面で見ると。だから、その一つ一つのマネジャーを足し合わせていくと、トータルでは結構大きなリスクになるという可能性が結構あるのです。

○中島委員 それはどこも、ベータが1だったら全部足しても1だし、ベータに関しては分散効果はないはずですよ。

○NFR&T・秋田 今はだから、例えばベータでいうと、1.1のマネジャーからほかの0.9など低いマネジャーも、いろいろあればいいのですけれども、いろいろ分散されていればいいのですけれども、今の瞬間の断面で切って、上からとっていってしまうと、なかなか分散できないのです。

○中島委員 ちょっとわからないです。ベータに関する限り、分散効果というのはないはずですが、同じファクターなので。ベータというファクターなので。

○NFR&T・秋田 市場が1だとすると、高いものもあれば低いものもあるし、と言うことです。

○中島委員 それは跛行性のお話ですね。

○NFR&T・秋田 だからパフォーマンスの数字と分散というのは実は相反する概念なので、なかなか両立するのが難しいので、皆さん工夫をされようとしているということだと思います。

○中島委員 いいマネジャーを頭から取っていくと長期的に、ベータが1.2ぐらいに高くなると。それだったらわかるのですけれども。

○NFR&T・秋田 それは極論できないですが、似たようなポートフォリオが上に並んでくるといことだと思います。それは今はクオリティの高いマネジャーかもしれませんが、局面によって似たようなマネジャーが上に来ている傾向があるので。

○中島委員 それは短期的に見るとですよ。だからこそ今いろいろなところで見て、偏りがないようなよいマネジャー・ストラクチャーを実施しようという議論をしているのだと。今おっしゃっていることはわかるのです、頭から単に取っていくだけではだめだというのはわかるのですが、それとこのミニマムボラティリティとの関係というのはちょっとわからないです。

○NFR&T・秋田 これは常に市場を見ないで、最小分散、リスクの低い、相関の低い

銘柄を組み合わせ、ポートフォリオとしてリスクが低いポートフォリオを作りますということなのです。

○中島委員 その結果、ベータが1を中心に動いていればよいのですけれども。

○NFR&T・秋田 いや、動かないです。大体低いです。

○中島委員 大体低いですよね、ずっと継続的に。

○村上委員長 これは、ベータ1というのにどれぐらいこだわる必要があるかどうかの議論が必要になるのではないかと思うのですが。要はベータが低くても長期的にきちんとエクセスリターンがとれていればOKと考えればよいのかどうかということですね。ベータが低くてもリターン・リスク効率がTOPIXよりも上回っていれば、それはむしろ望ましいことかもしれないです。

○中島委員 だとすれば、要はもっとリスクを取る余地があるのに取れていないということですから、機構さんのポートフォリオは非効率的ということなので、もしもその余地があるのであれば、最初からもう少し株のウェイトを上げる、ないしはほかでもっとアクティブリスクをいっぱい取りましょうと。単体でそこだけでリスクが小さくなっていけば済むという話ではなくて、全体のリスク・リターンのバランスなので、どこかでリスクが小さくなれば、もっと取る余地があるではないかと。

○西川理事 まさに先ほど議題になったリスクバジェットみたいな考え方をして、リスクをここまで取るのが目標なのだという言い方をするのであればそうなのかもしれませんけれども、我々が目標にしているのは、必要な期待収益率を最小の、できる限り低いリスクで取りますということなので、そういう意味では同じ期待収益率が予想できるのであれば、むしろリスクは小さいほうがありがたいというのが我々の考え方です。そういう意味では今おっしゃったベータが当初の予定よりも小さいから問題ではないか、という発想はあまりないのです。少しでも高い収益率を目指そうということで考えて、だからもうとにかくこれぐらいのリスクは取るのだという、自分たちの手持ちの金額の中で最大のリスクを取って、少しでも高い収益を目指すというファンドであるならばおっしゃるとおりなのだと思うのですけれども、我々はそうではなくて、必要な収益率が決まっていて、それをとにかくできるだけリスクを低く抑えた上で取りたいというのがもともとの我々の戦略というか目標なので、その観点からいうと、おっしゃるようなもっとリスクを取る余地があるのではないかということで、空洞化までは言わなくてよいのではないかという気がしているのですけれども。

○中島委員 いや、それは違ってくると思います。やはりもともとの、要は最初の前提が変わってくるわけですから、そうすると政策アセットミックス自体をもうちょっと変えたほうが、同じ期待リターンをもっと低いリスクで実現できると。

○村上委員長 ただ政策アセットミックスはやはりメジャーな市場インデックスで考えるしかないところがあるのだと思うのです。その TOPIX に対して、はたして超過収益が取れるのかどうかということが今議論になっているわけです。

○中島委員 だからベータに影響を与えずにプラスアルファが取れるのであれば問題はないのですけれども、そもそもの議論はベータが1というところから始まって、全部1回そこで資金配分になって、そもそもの大事な議論が1回消えてしまう、マスキングされてしまう。そこからまたリスクというものが出てきてしまうと、最初の話が本当にどこへ行ってしまったのだろうということになってしまうと思う。なので、この辺を通常のアクティブファンドの延長で考えるのは、ちょっと大丈夫かというか、何か筋から外れているような気がします。

○村上委員長 議論が平行線になっているところがありますので、どうでしょうか。

○水野理事長 このミニマムヴァリエンス型のところの話をされているのですか。

○中島委員 この赤のところはいいのですけれども、ブルー以下のところですね。

○水野理事長 それ以外のところは、バリュー型等のものについていえば、アクティブの中で考えてもいいと。

○中島委員 それでもいいのではないかと、それは納得いたしました。

○水野理事長 では、とりあえずそこにしておいて、次回までにもう1回頭をまとめて、もしもまとまらなければやめるというところまで、そうであれば。

○徳島委員長代理 野村証券の資料でも、最近低ボラティリティの採用が減っているということが書いてありましたね。比較的最近はグロースが強く TOPIX もそこそこ強かったのですが、こちらの機構は株式の組入れ比率が高くないので、低ボラティリティを今回入れないという判断はもちろんあると思います。

○野村証券・清水 それはもう1回、実際ほかの公的さんで最小分散を入れられているところで、やはり下振れ抑制、下落局面のときのダウンサイドを少しでも抑えるということで採用されたのですが、一方でやはり常に留意点として、上昇局面についていかないと。しかも、今のように3年連続上がると、3年連続アンダーパフォームというようなことがあって、恐らく採用前にその留意点は伝えてはいたのですが、やはりいざその局面が来て

しまうと、一体このファンドは何をやっているのだと、単体でのお叱りを受けてしまうということで、非常に担当者の方は悩まれていたのですけれども、そういうリスクというのは本当に口が酸っぱくなるほど最終意思決定の場ではお伝えして、こういう局面もあり得ますよと、ただし下落局面の下支えと、一定程度の長期では超過収益が出るというようなことが過去に出ていましたというところで、採用に踏み切られるということで、メリットだけではなくてデメリットもそれ以上にお伝えした上で採用に踏み切ると。

もちろんそのリスクが管理できないということであれば、見送るという決断もあるかなとは思っております。

○水野理事長 今の話はリスク・リターンの話だけれども、一番大事なのは、中島委員が言っているミニマムヴァリアンス型のやつをこのまま TOPIX をベンチマークで入れると、基本ポートフォリオのアセットミックスに影響を及ぼすということであれば、それはできないですね。今、基本ポートフォリオを変える議論をしていないわけですから。という結論にならざるを得ないと思いますけれども、もうちょっと考えて、そうであればそうせざるを得ないですね。

○村上委員長 基本的には、あとはどのような応募があるかによって、そのあたりは組み合わせを考えていけばよいのではないかと思います。

○中島委員 資料の2-5で、私の意見ではないですけれども、委員の方からお話があって、この裏側に3つ上のほうにポツがあって、リスク低減のスマートベータは不必要ではないか。パッシブ代替のスマートベータは今やる必要がない。全体で考える必要がある。まさに今議論に出てきたような話がここに委員の方から事前に書いてあって、本当に何かこのとおりでいいのかなと。したがって、今私が懸念を示したようなところをいうと、非常に話が面倒くさくなるので、今ここで不要ではないかと書いてあるので、もしもこれがここでコンセンサスを得られるのであれば、もう今の議論は、面倒くさい議論はある意味持ち越すことなくできるのかなと。それで全体を見る必要があるようなところはまさしくそのとおりで。

あとごめんなさい、パッシブ代替のスマートベータというのは何でしたっけ。

○野村証券・清水 これは GPIF 型のパターンで…。

○中島委員 要は、その枠を作りましょうと。

○野村証券・清水 そうですね、スマートベータだけで TOPIX を効率性なり超過収益を…。

○中島委員 そうなると、さすがにファンドマネジャー任せにはできないという話ですね。

○野村証券・清水　そうですね。そこは先ほどの質問で、ローテーションというのはそういうスタイルの善し悪しが時間の経過とともに出てきますので、そういうものの判断が必要になるというところの議論で、アクティブの話ではないです。

○中島委員　3つのポツの上2つを是とするのであれば、面倒くさい議論はとりあえず置いておいて、TOPIX をベンチマークとして、どちらかというとな野村さんの資料の赤いところのスマートベータを中心に考える、バリュー系のスマートベータを中心に考えるということに済む気がするのですが、いかがでしょうか。人の意見に乗っかるような形ですけども。

○村上委員長　これは要項でそのようなことを書くわけにもいかないと思いますので、とりあえず出てきたところで、吟味する段階で加味していったらいい事項ではないかと思われるのですが。要項では、あまり具体的にどのジャンルは、とかいうことにはならないと。

○NFR&T・秋田　最小分散については、出してくれるところと出さないところがあると思います、TOPIX というふうにならうと。出してくるところもあると思いますけれども、出さないところも結構あると思います。

○村上委員長　あくまでも機構全体としては TOPIX は基準だということは、明記していただければよいと思います。

○水野理事長　ありがとうございます。

○村上委員長　仕切り方が悪くて長くなってしましまして、失礼いたしました。

○西川理事　1つだけ、スマートベータとアクティブファンドについては、本当に1回でチェックをするとして、募集の仕方として、我々はアクティブファンド2個にスマートベータ1個までと言っていたのですけれども、ここはどうでしょうか、1個までと言わないで、スマートベータを1個以上含むという言い方にするという対案が出ているのですけれども、最初は我々はあくまでもスマートベータは添え物というイメージで考えていたので、アクティブファンドのほうの数をスマートベータに食われるのは嫌だなということで、1個までという言い方をしていたのですが、先ほどからのお話で、アクティブファンドと同列にスマートベータを扱うといった場合であれば、1個はスマートベータなので、1個以上というほうがよいのかどうか、そのあたりはいかがなものでしょうか。

○村上委員長　確かに3つ制限というのは結構妥当な数字ではないかと思うのですが。1個以上含むということになると、何か含めなければいけないみたいな感じで。ただ、ジャッジメンタルなアクティブファンド、通常のアクティブファンドを2つまでにして、スマ

ートベータがある場合は1個含めてもいい、みたいにするか、どうするかですね。

○NFR&T・秋田 スマートベータも可能と書いておけばいいのでは。

○村上委員長 3つまでにして、スマートベータも可能、と。それでもいいかもしれないですね。

○徳島委員長代理 そのほうが、ジャッジメンタルが3つ出てくる可能性が。

○西川理事 それを避けたかったのですけれども。

○村上委員長 おっしゃるとおりです。

○西川理事 基本はアクティブファンドのプロダクトは2つとっていたのです。

○水野理事長 じゃあ2つと書けばいいのではないの。

○西川理事 そうですね、プラス…。

○水野理事長 スマートベータがあれば1つと。

○西川理事 あれば1つでいいですかね。スマートベータ2つで来る人はいないですよ。

○村上委員長 多分スマートベータとアクティブファンドだったら、アクティブファンドのほうを採用してほしいところが多いと思いますので、2つまでスマートベータを含むにしておいてもいいと思います。応募がやたらに多くても、これは審査が大変ですよ。

○西川理事 アクティブが2つぐらいは来てもいいかなと思っているので、そういう意味ではスマートベータがあれば3つまで、みたいな言い方でもいいでしょうか。

○村上委員長 そうですね。そうすると結構スマートベータを一生懸命加えようとしてくれるでしょうね。

○西川理事 では、2：1のイメージで。

○村上委員長 そうですね。

それでは、今マネジャー・ベンチマークなどを含めた3つのテーマをまとめてやったような形になりましたけれども、これらのテーマにつきましては本日の審議結果を踏まえまして、募集要項の作成をお願いしたいと思います。

それでは、残された次の論点、ESG投資についてご説明をお願いいたします。

○西川理事 ESG投資につきましては、前回もご説明したところなので、あまり長々と説明はいたしません。活用方法、それから目的についても、いろいろとまだ議論が収斂し切っていないところがあるのかなと我々考えているところであります。

目的としては、長期的な収益を取るということをおっしゃる人もいますし、リスクファクターとして考えて、リスク回避のためにやるのであるという方もいらっしゃいます。そ

れから、もちろん CSR 的な観点、SRI 的な観点からやるという方もいらっしゃいます。

目的が変われば投資の仕方も変わって来ます。GPIF さんみたいな指数にアルファ狙いで投資される方もいるし、一方で最近のインテグレーションみたいな形で、ESG 要素を銘柄選択するときのファクターに入れていきますというところがあるわけですが、割とこういうところは、その結果すごく低い格付けになったときにはそこへの投資をやめますというような使い方で、どちらかというとインベストメントというよりはダイベストメントで使っているところが多いのかなという気がいたします。

もう 1 つは、CSR 的な観点からいうと、エンゲージメント活動のほうに重きを置いて議決権行使でもの申すとか、そういう形の中で ESG 投資をやるのですというようなエンゲージメントを強調される場所もあるという状況だと思っています。

したがって、目的意識、それから方法についても多様なものが今ある中で、我々として目的意識とその方法の選択について、どうすればステークホルダーの方々にご納得いただけるような説明ができるのだろうかということだと思っています。

ESG でアルファがとれるかどうかということについては、まだ確たるコンセンサスはないというふうに思っておりますし、それからインテグレーションの方法等についてもいろいろなやり方があるって、なかなか見極め難いところがあるわけです。

そういった中で、もしもやれることがあるとすれば、当面やるとしたら運用委託先とのエンゲージメント活動の中で、今までよりも積極的に何かしらコメントを出していくとか、そういうやり方がまずは穏当な始まりなのではないかと思っているところなのですけれども、いかがなものでしょうかということでもあります。

そういう中で今回 2 - 5 の資料の中でご意見をいただいているものが 4 つありますが、1 つ目のポツは、今言ったようなやり方でいいのではないかというご意見ですが、2 つ目のところで、PRI への署名を応募条件に入れるというのはどうだろうかというご意見もいただいているところでございます。

もう 1 つは、ジャッジメンタル型の ESG 投資をうたうファンドを採用するというのも 1 つの考え方ではないかというご意見もいただいております。

これは、かなり積極的に ESG のところに投資をするということなのか、インテグレーションの形でファクターに数えているぐらいの話なのか、いろいろなやり方があると思うのですけれども、そういうご意見もいただいているところでございます。

最後のところは、拙速に対応せずに、評価項目みたいな格好で入れていってはどうかと

いうご意見もいただいているところではありますが、こうしたポイントについてのご意見を賜ればと思っております。

○村上委員長 では、ただいまのご説明についてご質問、ご意見等がございましたらお願いいたします。何かございませんか。

○徳島委員長代理 今年度のこちらの機構の計画として、ESG 投資を検討することが必要だということは認識していますので、このように委員会の場で議論するということが必要というのは、そのとおりだと思います。

一方で、野村証券の資料 33 ページ、他の公的年金の状況を見てみますと、アクティブで取組んでいるところとパッシブで取組んでいるところは半々ぐらいなのですね。ただこのパッシブと分類されているものが、例えば MSCI ジャパン ESG 指数に対するパッシブだったりすると、これは TOPIX へのパッシブとは全く異なるものなので、むしろスマートベータのカテゴリーになってしまいます。こういったところの整理をどうするかという考え方はあるのですが、1つのやり方としては ESG 指数へのパッシブをスマートベータ的に募集するのも1つのやり方だと思います。

また、ESG のジャッジメンタルに取組むのも1つの手段だと思います。GPIF は幾つかの ESG 指数に基づくパッシブ運用をやっていますけれども、これは TOPIX に対するパッシブではないので、今後検討を予定されていらっしゃるパッシブの議論で検討するわけにはいかないと思います。そういった意味では、検討するタイミングとしては今回が一番いいということになります。パッシブ系に取組むのか、アクティブ系に取組むのか、それとも今年度は検討だけで止めるのかというご判断だと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。いかがでしょうか。

○中島委員 資料 2-5 で、委員の先生からの事前のご意見のところですが、4つあって、1つは効果が確認できないので、引き続き情報収集、研究の継続と。エンゲージメントから取り組むという、割とモデュレートなやり方。

次の方が多分一番慎重というか、この PRI に署名している運用機関であることを最初に聞いておけば、それなりに配慮しているというロジックが成り立つのではないかと。事実上、これは多分ほとんどのところが署名していますよね。だから、とりあえずやっていますよということは言えると。

次のところが、今委員会でもお話があったところで、1つの時宜にかなっているのではないかと、最後の方はやはりこれからの検討のほうがいいのではないかとい

うふうに書いてあって。

私も今徳島委員長代理からお話があった、時宜にかなっているかどうかというのはちょっとわかりにくいところがあるのですが、個人的に見る限り、もうちょっと慎重にやったほうがいいのではないかという意見が多いですし、私も個人的にそれほどこの辺の運用に魅力的なものを感じるわけではないので、私としては多数派のほうの委員の方に同調という形です。

○村上委員長 ありがとうございます。サステナブルとか、ESG が、世の中で非常に重要なテーマにはなっていると思うのですが、1つ考えなければならないことは、それに対して機構としてこのような考え方で取り組んでいます、ということなのだと思います。ただ、1ファンドを採用すればそれで何か形を作った気になる、これは全然レベルが違う話だと思うのです。まずはやはり、そのところの取り組み姿勢の議論をしておかなければいけないのではないかと思います。これが重要なテーマと考えるのだったら、全体として何かやっていないと結局おかしなこと、辻褄が合わなくなってきました。そのようなファンドを1つだけ採用していて、それがPRになるかといったら、何か逆に姿勢を疑われるようなところがあるのではないかと私は思うのですが。

○西川理事 本当にそこも悩ましいというか、結構いろいろな人に意見を聞いて、違う答えが返ってきました、例えばSDGsというのは世界全体のサステナビリティで、ESGの場合は個々の企業のサステナビリティの話をしているので、それが何となく混線しているところもあって、もしも純粋にESGだと言うのだったら、投資した企業の成績が将来的に良くなるか、悪くならないかという議論なのだと思うのです。それが将来的なアルファが稼げるとか何とかということになってくるので、最終的にはある意味世界のサステナビリティをあまり気にしなくていい、みたいな話になってくるのだと思うのです。だから、指数一本とかいうことで済ませるとすれば、あくまでもこれは収益狙いですという話になってしまうのだと思うので、その傍らで貢献もできればいいね、ぐらいな付け足し的な話になるのだと思うのですが、公的な機関として、やはりSDGs的な視点を持つということになると、では全体としてどこにポイントを置きますかという話で、むしろやはりエンゲージメントみたいなところが重要になってくるのかなというふうに思っている次第です。

なので、エンゲージメントから始めるというのは、慎重姿勢であると同時に、割と大きな姿勢の表明にもなるのかなというふうには思っているのですが。

○村上委員長 ありがとうございます。

○中島委員 今お話があったエンゲージメントからというのは、いわゆる超過収益というのではなくて、どちらかというとなら世界全体の…。

○西川理事 そうですね、例えばなのですからけれども。

○中島委員 そっちのほうのところというお話ですね。

○水野理事長 ちょっとよろしいですか。中期目標に記載されている経緯としましては、厚生労働省系、中でも労働省系の、しかも勤労者の退職金をお預かりしている積立型の運用機関として、ESG の中の特にSみたいなことが、政策体系の中で何か言えないかということがあります。ただ、一方でフィデューシャリー・デューティーがあるということで、厚生労働省の方とお話しして、この5年間の、多分5年間の中には相当いろいろなことが起こってくるだろうから、5年間の中期計画の中で入れて、その中の今年度の検討であって、ファンドをやりましたとか、そういう発想では全くないと。これはかなり大上段に振りかぶった話になっています。

エンゲージメントも冒頭お話し申し上げたように、私もいろいろなセミナーを見ましたけれども、ある会社がここへ行ってこうやったらこうなりましたということ期待しているのではなくて、したがって今回生保会社トップ4社、証券2社、信託2社、いずれにしても日本を代表するトップの社長と直接話をしました。

そうすると、やはり経営者として考えてほしいというのがあって、その中で進めていきたいと思っています。したがって、今年度とりあえずこれをやりましたよというためにやっているわけではなくて、だからぜひそういうご意見も伺いたいし、実際にアセットマネジャー・ストラクチャーをやっていて、これは西川理事が必ず聞いてくれるのですが、ESG の取り組みはどうですかと。これは別に何か、ここが本当にどのように考えているかというのを知りたい。それを我々が聞くことによって、またそれが多少世の中が違ってくるかなと思っていて、そういう一環でやっていますので、ぜひ、別にファンドをポツとやろうとか、そういうつもりはありませんので、どうぞよろしくお願いいたします。すみませんでした。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかにご意見がございますか。

特に今日の委員会では、材料的にはそれ以上は…。

○水野理事長 言えないです。

○西川理事 野村さんにお伺いしたいのですが、PRI 署名を条件付けるということって、あまり制約条件にならないかと思っていてよろしいですか。

○野村証券・清水 はい、大体そうですね。

○NFR&T・秋田 御機構様の契約を獲得しようと思っているようなところは、概ね。

○西川理事 評価項目に入れる場合ですけれども、何かもう定量的な形でこれを運用成績の評価に入れるようなところがあるのか、あるいはあくまでも定性評価の中で加えるのが今のところ普通なのか、そのあたりは何か。

○野村証券・清水 定量的なところは、弊社資料 37 ページで、これは地共連さんのものですが、ESG 要素の運用成果というのを運用機関に出させて、それをまとめたものが出ていますが、なかなか一般的な話ではないのかなというところがございます。まずはやはり ESG への取り組み、それにかかわっている人数とか、使っているデータとか、外部の評価機関等も使っているケースがありますので、まずその辺の取り組み具合と、実際のポートフォリオの活用を聞かれるのがよろしいのではないのでしょうか。そこについては簡単に 32 ページに整理させていただいているのですが、こういったところの、定性面ですね、まず各社の取り組み度合いというのをよく比較されていくのがよろしいのかなとは思っているところがございます。

○西川理事 そういう意味で、まずは情報収集というか。

○野村証券・清水 そうですね、ほかの公的さんもやはり手探りでこのあたりは始めていますので、地共連さんはそういう意味でいうとかなり先進的で、運用体制も整備されていますので。

○野村証券・清水 ほかの公的さんはそうですね、まさに手探りな状況で、やはりある程度こういう同じような質問を各社に投げていくと、大体その力の入れ具合とか、そういうところの特徴というのもわかってきますので、そこでまずは知見を高めていかれるのがよろしいのかなとは思っております。

○NFR&T・秋田 多分もう今はアピール合戦になっているので、この ESG はどうやっていますかと聞くと、うちはこうやっていますということをどんどん言ってくると思います。ただ、実際に運用にどうやって使っているかという、全然差が出てきて、運用に使っているものをどう評価するかということと、会社としてどのようにしているかということとを分けて考えていったほうが良いと思います。

その会社に委託するという意味で考えるならば、その運用会社がどう考えているかというのが重要なポイントになるでしょうし、運用の観点から ESG という項目を超過収益なり、あるいはリスクの低減という長期的な効果があると信じるならば、運用への反映というところ

ころもちゃんと見ていかないといけないし、ということだと思います。

○村上委員長 今、秋田さんがおっしゃったように、会社としてどう考えているかで、そのファンドのレベルが全然違うと思うのです。まずは会社としての姿勢というのが、定性評価として重視されるべきなのではないでしょうか。

○水野理事長 それは社長に聞くのが一番なのです。一番正直に答えます。それはファンドマネジャーとは違います。一番トップに聞けば大体わかります。

○村上委員長 あとは個別ファンドということではなくて、その運用のプロセス全体の中にどう反映されているかですね、次のレベルは。そういうことを軸に、とりあえずアプローチをしつつ、また研究を続けていくというようなことでいかがでしょうか。今日はそのような結論でも大丈夫でしょうか。

○西川理事 そういう意味では、もしもひょっとして ESG に投資する、積極的なファクターとして投資するというプロダクトを応募してくる先があれば、一応比較はしますけれども、何かそれを追い求めていくことは、今回はしないという結論とさせていただきたいということと、PRI の署名のことはやらせていただこうかなと思っております。

○村上委員長 大切な会社としての姿勢というのを項目に入れれば、PRI のことも当然出てくるのだと思います。

○中島委員 すみません、予定時間を過ぎた中で、ただこの場で一応伺ったほうがいいかなと思ったのですが、今野村さんからお話があった 37 ページのところは、地共連さんのケースが書いてある。そこの「パフォーマンスについて」というところで、「地共連の多くのプロダクトが ESG 評価も含めて超過収益を獲得している」と書いてある。一方、「ESG が超過収益の獲得になるかどうかについては、評価が定まっていないと」書いてあって、これは地共連さんのコメントなのですか、それとも野村さんのコメントですか。

○野村証券・清水 これは地共連の業務概況書をそのままコピーして貼り付けています。

○中島委員 今、徳島委員長代理からお話のあった、地共連は ESG が超過収益の源泉だというふうに言っているというのは。

○徳島委員長代理 それは運用方針に文言として書いてあるのです。

○中島委員 確かに、中立性を持って多分ここまでのことをやらないと思うので。そうか、それは自分たちとしては評価が定まっているのですね。周りの評価は、そうか、世間では定まっていないけれども自分たちはよしと思ってやっている。ということか。

○村上委員長 それでは、予定時間も来ておりますのでほかにご質問、ご意見がなければ、

本件については本日の審議内容を踏まえて募集要項を作成していただくようお願いいたします。ESG 投資については、引き続き調査・検討を進めていただきますようお願いいたします。この委員会の場でも、またどこかでやっていただけたらと思います。

長くなりましたが、本日の議事を通じてほかにご意見、ご質問等がございますか。

なければ、事務局から次回の委員会についてご報告をお願いします。

○西川理事 野村様はご退席されます。

○村上委員長 どうもお疲れさまでした。

では事務局から、次回の委員会についてお願いします。

3. 閉会

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は 11 月 5 日月曜日の開催を予定しております。

なお、今回は第 2 四半期の退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況についての報告、基本ポートフォリオの検証方法の決定、マネジャー・ストラクチャーの継続審議等について等を予定しておりますが、ほかに議題とすべき案件がございましたらいつでも事務局までご連絡、ご提案いただきますようよろしくお願いいたします。

なお、基本ポートフォリオの検証方法の決定につきましては、効率的な審議を進めさせていただくため、早めに資料をお送りいたしますので、事前にご意見等を賜りたいと考えております。今回も短いインターバルの中での宿題となり、誠に恐縮ではございますが、ご協力のほどよろしくお願いいたします。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご報告について何かご意見、ご質問等がございますか。

最後に確認ですが、宿題が 2 点ございまして、1 つは最初の議題で、議事録案の確認ですけれども、これが 10 月 22 日月曜日までということをお願いいたします。

もう 1 つは、今事務局からご説明のありました基本ポートフォリオ検証方法のことについては、早い段階で資料をお送りいただくということで、事前の意見を寄せるという、この 2 つが宿題としてございますので、委員の方はよろしくお願いいたします。

○西川理事 第 2 回の議事要旨案もご意見を賜ればと思います。

○村上委員長 そうでしたね、第 2 回の議事要旨についても宿題です。では、その 3 つについてはよろしくお願いいたします。

ほかになれば、本日の資産運用委員会を終了いたします。本日、長時間にわたってのご審議、議事運営にご協力いただきましてありがとうございました。どうもお疲れさまでした。

(了)