

## 平成28年度 第3回 資産運用委員会・議事要旨

【開催日時】 平成29年2月20日（月）15時30分～17時30分

【開催会場】 独立行政法人中小企業基盤整備機構 第一役員会議室

### 【議 題】

1. 平成28年度（12月末時点）の資産運用状況について
2. 基本ポートフォリオ改定に伴う資産移管について
3. 各資産のマネジャー・ストラクチャーの考え方の整理

### 【議事要旨】

事務局より、以下のとおり説明。

1. 平成28年度（12月末時点）の資産運用状況について
  - ・ 自家運用資産のうち満期保有目的債券の平均利回りは、市場金利の低下を受けて、前年度対比で小幅低下した。委託運用資産のベンチマークに対する超過収益率は、全体で小幅にアウトパフォーマンスした。
2. 基本ポートフォリオ改定に伴う資産移管について
  - ・ リスク抑制と取引コストを勘案し、各資産の構成比を新基本ポートフォリオの中心値まで調整することとした。
3. 各資産のマネジャー・ストラクチャーの考え方の整理
  - ・ 委託運用の各資産について、現状認識、課題・問題点、今後の検討事項を説明。整理した内容について、委員よりご意見を頂いた。

### 【主な質疑等】

1. 平成28年度（12月末時点）の資産運用状況について
  - （委員）外国株式のアクティブ・ファンドの成績を見る度に、いかがなものかと思わざるを得ない。アクティブ運用の在り方を再度検討するべきではないだろうか？
  - （委員）運用方法に問題は無いが、アクティブ・マネジャーが必ずしもベンチマークを超えた成績ではないため、十分留意すること。
2. 基本ポートフォリオ改定に伴う資産移管について
  - （委員）取引コストの定義はどのようなものか？
  - （事務局）証券会社の手数料、マーケットインパクト、オファー・ビッドのスプレッド等を含めた試算値である。

### 3. 各資産のマネジャー・ストラクチャーの考え方の整理

- (委員) 国内債券のアクティブ・ファンドの採用について、日本の債券市場の状況に鑑みると、現在どれだけの超過収益率を期待できるのだろうか。米国と違い、日本の債券市場は国債がほとんどである。その中でアクティブ運用となると、金利見通しに従って長期債と短期債への配分比率を変化させることになるのだろうか、そうした運用方法が高い運用成果を上げるかについては、個人的には懐疑的だ。
- (事務局) 現在、国内債券に関しては全てパッシブであり、金利上昇に伴う多額の損の発生というリスクに対して、危機感を感じている。
- (委員) 債券のアクティブ運用においては、国内債券の政策ベンチマークはNOMURA-BPI（以下、BPI）だが、だからと言ってマネジャー・ベンチマークもBPIで良いのだろうかという危機感と、割高なBPIのリスクを抑えたいという意図があるのだろうか。この点に関しては賛成だ。既に自家運用でかなりの量の長期債を持っているので、わざわざ委託運用の国内債券でBPIのデュレーション9年に合わせる必要は無いだろう。クレジット・リスクが非常に高い運用を大量に取り入れることは心配だが、その問題さえなければ委託運用の債券に関しては柔軟に扱うべきだろう。
- (委員) どのようなリスクをとるかということだろう。デュレーションが長くなっているため、金利上昇が怖いということは理解できる。それに備えて打つ手は何かあるのだろうか？様々なリスクや選択肢をまず並べてみて、その上でどのようなリスクを取りに行くのか考えるべきだ。
- (委員) 9年のデュレーションが長いということであれば、BPI総合ではなく、BPIを細分化したマネジャー・ベンチマークを採用することも一考だ。ただし、アクティブといえば、ややもすると高いフィーの問題が付きまとうが、その高いフィーが付加価値を生んでいるのか懐疑的だ。
- (委員) 国内株式に関して、公的機関が真に価値ある企業を創っていくことを目指すファンドに、投資する社会的意義は高い。機構もスチュワードシップ・コードを受け入れているのだから、投資家と企業の建設的な対話を積極的に行うファンドへの投資を検討すべきだ。集中投資・エンゲージメント投資を積極的に推し進めたらどうか？
- (委員) これは企業全体の価値向上を通じ、インデックスそのものの向上を目指す考え方である。
- (委員) 広く言えばESG投資であると思う。理論上はあり得る話ではあるだろうが、過去、本当に実績を上げた事実はあるのだろうか？フィデューシャリー・デューティーは大丈夫だろうか？個人的には懐疑的だ。

- (委員) 同感だ。小規模企業共済資産の運用の基本方針における運用の目的によれば、あくまでも加入者利益が第一にされるべきである。ESG投資の精神を否定するわけではないが、中小企業の経営者の方々のための運用という基本精神を忘れるべきではない。
- (委員) そもそもESG投資のパフォーマンスが高いのであれば必然的にそのファンドに投資をすることになるだろう。あえてESG投資を意識する必要はないと思う。
- (委員) アクティブ運用のフィーを抑えるようなマネジャー・ストラクチャーを考えるべきだ。加入者の利益を第一にするならばできるだけコストを抑える、究極を言えば全てパッシブでも良いのだろう。一方、パッシブには常にフリー・ライドの問題がつきまとう。全ての機関投資家がパッシブにシフトすると、市場の価格発見機能が損なわれ、結果、合成の誤謬に帰着する。一義的には加入者利益を優先するべきであると思うが、一方で機関投資家として市場の価格発見機能を損なう行動は慎むべきではないかとも思う。大変難しい問題だ。
- (委員) パフォーマンス要因分析の年率換算を見てみると、マネジャー・ベンチマーク寄与のマイナスが大きいことが分かる。ここは考えどころで、先ほどからマネジャー・ベンチマークの多様化が話題になっているが、マネジャー・ベンチマークを政策ベンチマークから敢えて乖離させることは、結果的に良くない。実績の数字だけを見ると、政策ベンチマークに沿った運用の方が良かったということになっている。
- (委員) マネジャー・ストラクチャーが陳腐化する期間は基本ポートフォリオが陳腐化する期間よりも短いだろう。マネジャー・ストラクチャーの見直しサイクルを整理するべきだ。
- (委員) アクティブ・リスクの水準が低いことが指摘されているが、裏を返せばこれは運用機関が最適化を行った結果であり、合理的なものではないだろうか？運用機関に自信が無いのであれば、敢えてリスクをとらせる必要はないのではないか？
- (委員) フィーがリスク量に応じて安くなるのであればそれで良いのだが。フィーは本来リスク水準に見合った対価であるはずだ。
- (委員) フィーが高いことは間違いない。スマートベータを積極的に推奨するわけではないが、フィーを抑えつつリスクをとる方策は検討するべきだろう。
- (委員) フィー控除後のパフォーマンスをみると、ほとんど付加価値を生んでいないと言わざるを得ない。今後もアクティブにはあまり期待できないのではないか。スマートベータのように、より合理的な運用手法を検討することも機構にとっては必要だろう。