

2016-1-19

名古屋市立大学経済学研究科

臼杵政治

株式のインハウス運用他、運用対象・手法の拡大に関するメモ

1. 総論

- (1) 運用対象・運用手法の拡大による投資管理上のメリットは認められる。
- (2) 他方で最大のリスクは、株主としての銘柄選択・株主権（議決権）行使における説明責任と（政治的）干渉ではないか

2. 各論

対象運用手法	メリット	デメリット	コメント
インハウス運用			
パッシブ (カスタマイズドインデクス)	○ マーケットインパクトの抑制 (リバランス・トランジション マネジメント) × 外部委託コスト抑制	× 体制構築 (人員・システム)	・パッシブの体制構築コストだけなら数億円か(ただし、株主権行使のスタッフが別に必要だろう)
	○ 複数資産クラス市場間の関係に関する洞察 ○ スマートベータの開発・評価		
アクティブ	× アルファの獲得 △ 外部マネージャーの評価	◎ 投資先選択と株主権行使に関する説明責任	※1
デリバティブ	◎ 迅速・低コストでの取引執行	△ 体制構築(人員・システム) × アクティブリスク	※2
LPSへの直接投資	○ ノウハウと情報の獲得	× ほとんど問題はない △ ヘッドラインリスク	※3
◎ 非常に重要 ○ 重要 △ あまり重要ではない × ほとんど重要ではない			

◎ 出所を記載いただければ、本表を引用していただいて構いません

※1 :

- ・「被保険者の利益」は、あくまで投資家としての経済的利益を指すはずだがその点の十分な理解が進んでいない可能性がある。特に資金の公的性格が強調される場合（例えば原発廃止の株主提案やブラック企業投資禁止、賃上げ企業への投資など）
- ・ ESG や ETI (Economically Targeted Investment) にも過度な期待がある。
国連責任投原則前文 : "Therefore, where consistent with our fiduciary responsibilities, we commit to the following:"
米国労働省解釈規定 (IB2015-1) も、①他の条件が同じである場合、②考慮することで、より有利な運用ができる場合、に ETI 投資が ERISA に反しない、としているだけ。
- ・ 政治的な干渉はそれを排除できても、そのための時間とコストがかかる。
- ・ ノルウェー政府年金基金によると、株主活動には「①経営原則の設定、②議決権行使、③企業との交渉、④株主としての基準の設定、⑤株主提案、⑥法的措置、⑦ポートフォリオへの反映、⑧調査と情報収集」など多様→それなりのスタッフが必要。

※2：・インハウス運用をしても、アクティブへの配分が同じならリスクは増えない。仮に株式のパッシブからアクティブに10%を振り替えたとしても、ポートフォリオ全体のアロケーションを債券から株式に1%振り変えた方がリスク量は増大する。

- ・その一方 GPIF の規模で、ポートフォリオ全体に意味のあるスケールでアクティブリターンをあげることは非常に困難（人材の発見・採用・つなぎ止めも容易ではない）。

※3：市場リスクの他、デリバティブ取引のカウンターパーティリスクやオルタナティブ取引でのヘッドラインリスク（GPIF の名前が出る）、が生じうる。

3. 結論:デメリットをできるだけ小さくするために

(1) インハウス運用:政治的干渉を最小限にする

- ・株主権行使のガイドラインを制定と株主活動専門スタッフの雇用
 - 投資行動においては、投資家としての被保険者の経済上の利益が最優先である（政治的な考慮を行わない）ことを明記
 - ESG 要因を考慮するのは上記利益にプラスの場合か、マイナスの影響を及ぼさない場合に限る、など。
- ・議決権行使やエンゲイジメント（の一部）を外部委託する可能性の検討
- ・保有上限を設ける考え方もありうる（独占禁止法では銀行保有を5%まで）

(2) リスク管理

- ・リスク管理の体制・手法の拡充、リスクマネージャーの位置づけの見直しなど
 - 基本ポートフォリオのリスクとアクティブリスク（資産配分の基本ポートからの乖離と銘柄選択リスク）合計のリスク量（リスクバジェット）を経営委員会が決め、CIO はその範囲内でできるだけ高いリターンをあげるような仕組み

Cf, CPPIB の目標：“achieve maximum risk-adjusted returns over the long term.”

—リスク量の策定は給付水準への影響の定量評価を前提

- ・オルタナティブ投資について、価格評価・デューディリジェンスの充実だけでなく、リスク分散効果の検証が課題か（LPS 投資と直接の関係はないが）。
- ・経営委員会スタッフの充実も必要

(3) その他

- ・では上記の(1)、(2)をどのようにして担保するか？
 - A. 体勢ができあがることを確認するまで現在のルール（法律）を変えない
 - B. 経営委員会(Board)と執行役員（理事長・CIO）を信頼して任せる
 - C. 中期計画・年度計画などに書き込ませ、何らかの形で MHLW がチェックしていく
- ・他の公的年金運用機関（具体的には共済）はそれぞれの主務官庁と当該機関の判断で対応すれば良いことを確認して欲しい。

以上