



2020年2月4日

塩村 賢史¹

EXECUTIVE SUMMARY

- GPIFでは運用資産が巨額であるが故にパッシブ運用が中心とならざるを得ず、パッシブ運用のレベルアップなくしては、運用の高度化は達成できない。
- パッシブ運用の機能（構成要素）は大きく、①インデックス、②運用、③アクティブオーナーシップに分けられるが、特に①は、運用成果に直結する重要な要素であるにもかかわらず、GPIFも含めてインベストチェーンの参加者は、その選択に十分なリソースを割いてこなかった。
- その問題意識もあり、足許 GPIF では、(1) インデックス・ポスティングの導入、(2) インデックス会社のガバナンス体制の改善、(3) インデックスの直接契約、などの取り組みを進めている。
- 特に (3) については、インデックス会社とのアライメント（連携）強化に留まらず、パッシブ運用会社の収益構造の透明化にもつながり、運用会社の貢献に応じた適切な報酬体系の確立に向けた第一歩となる。

GPIF の特徴と問題意識

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）では、株式については、インハウス運用を禁じられており²、すべてを外部の運用会社に運用を委託している。また、一般的にアクティブファンドは運用規模が過大になると超過収益の獲得が難しくなる傾向があることもあり、巨額な運用資金³を抱える GPIF においては、従来からパッシブ運用を運用の中心に据えてきた。ちなみに、現行の第3期中期計画では、「キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用する。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行う。」とされている⁴。

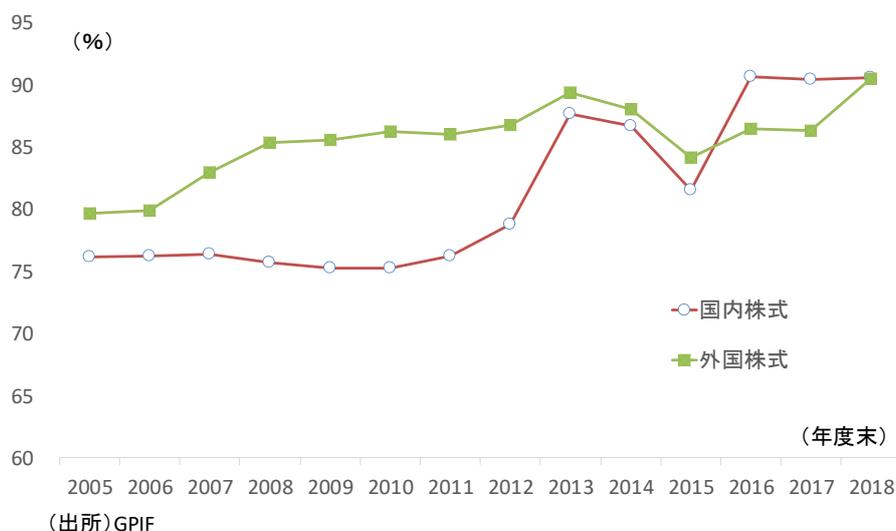
¹ 本稿のうち意見に関する部分は、著者の個人の見解である。

² 年金積立金管理運用独立行政法人法第二十一条

³ 2019年9月末の運用資産額は161.7兆円

⁴ 前中期計画（第2期）においては、『(3) 運用手法について』で「年金積立金は巨額であり、市場への影響に配慮する必要があること、長期的には市場は概ね効率的であると考えられること等から、各資産ともパッシブ運用を中心とする。なお、アクティブ運用は、これまでの実績を勘案し、運用受託機関の選定に際して運用の手法、実績及び体制等を精査し超過収益確保の可能性が高いと判断される場合等に限り行うものとする。」とされていた。

図表 1：国内株式・外国株式のパッシブ運用の割合



例えば、国内株式の場合、2019年3月末時点で38.6兆円の運用資産をすべてアクティブ運用で行う場合、仮に1ファンドの適正な運用規模を平均で3000億円とすれば、優秀なファンドを約130ファンドも選ぶ必要がある。それだけのファンドを選定・管理するコストは非常に大きなものになる上に、それだけのファンドに分散投資をしたとしても、運用資産全体で見れば、リスクリターンは時価総額加重指数に基づくパッシブ運用とほぼ同じで、パッシブ運用よりも手数料は非常に割高という結果になることは容易に想像されよう。

運用資産規模が世界最大でインハウス運用が禁じられているというGPIFの特殊性を踏まえれば、パッシブ運用が中心となることは合理的である。パッシブ運用は、長期的な経済成長や企業収益の拡大による果実の一部を配当やキャピタルゲインというかたちで得る投資スタイルであり、GPIFの運用の土台をより強固なものにするためには、経済や資本市場、ひいては社会の持続可能性を高める必要があり、これまで様々な取り組みを行ってきた。ESGの推進はその中心であるが、本稿においては、GPIFにおいて進めてきたパッシブ運用の機能分化を通じた高度化に関する取り組みを紹介したい。

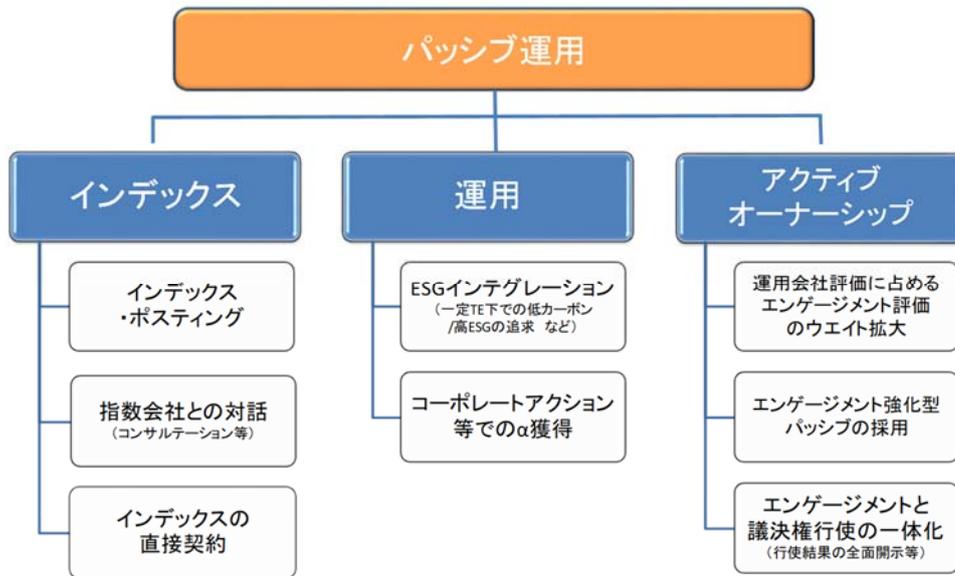
パッシブ運用の機能分化

CAPM (Capital Asset Pricing Model、資本資産価格モデル) を始めとする現代ポートフォリオ理論の世界では「市場ポートフォリオこそが最も効率的である」とされ、それを実際の運用の世界で具現化するものとして、時価総額加重指数に基づくパッシブ運用が位置づけられている。これまで、パッシブ運用においては、いかにトラッキングエラーを抑えて、いかにコストを低減するかに心血が注がれてきた。しかし、足許で環境は大きく変わってきている。一例としては、パッシブ運用の運用規模の拡大を背景に、インデックスの銘柄入れ替え等に伴う株式需給へのインパクトが大きくなっており、それらの需給の歪みを投資機会と捉える考えるヘッジファンドなども

少なくない。近年では、パッシブ運用においては、株式需給などを見極め、どのタイミングで新規銘柄を組み入れ・除外するのが腕の見せどころとなっている。さらに踏み込んだかたちとしては、一定のトラッキングエラーのなかで、ポートフォリオの気候変動リスクなどの ESG リスクの低減を目指す運用で他との差別化を図ることも考えられよう。

また、一言で「市場ポートフォリオ」と言っても、何をもって市場ポートフォリオと呼ぶかについて、唯一絶対の解はない。理論的には、「市場ポートフォリオ＝市場を網羅するインデックス」ということになるだろうが、マーケットインパクトや取引コストを含めて考えれば、すべての銘柄を網羅するインデックスが必ずしもベストな選択とはならない。テクノロジーの進展により、指数構築・配信の垣根が大幅に下がっている。インデックス業界においても、ディスラプターによる価格破壊も起き始めており、ベンチマークの選択肢が広がってきている。スマートベータや ESG 指数のみならず、時価総額加重指数であっても何を選ぶのかはアセットオーナーにとって重要な投資判断となる。

図表 2：パッシブ運用の機能分化



インデックス・ポスティングの導入

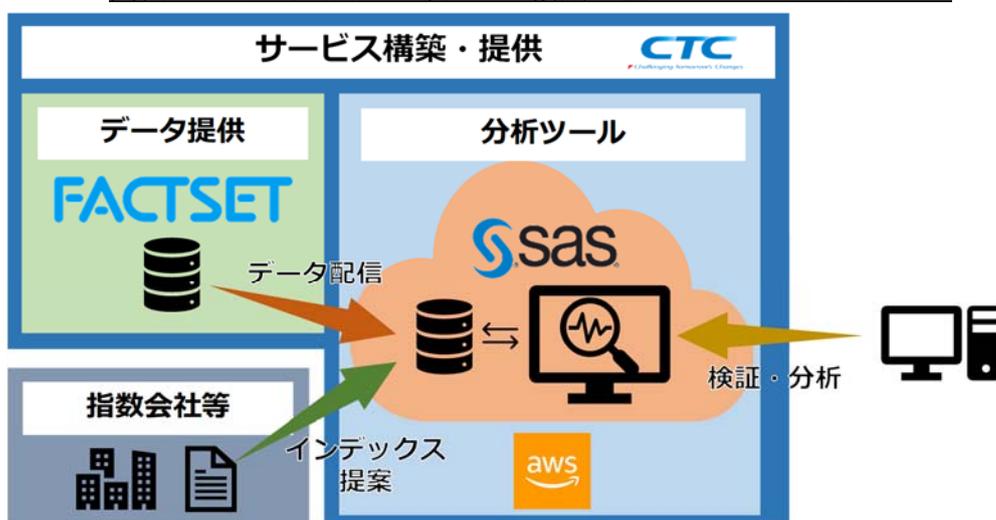
パッシブ運用においては、運用の巧拙以上にベンチマークの選択が運用の成否を左右する重要な要素であるが、従来、GPIF を含めてアセットオーナー（年金基金や SWF、個人投資家などの最終投資家）は、ベンチマークの重要性ほどには、その選択に労力を割いていなかったのではないだろうか。ベンチマークが有する「パフォーマンス計測の物差し」という機能に注目すれば、アクティブ運用のファンドマネジャーにとってみれば、勝ちやすい（＝ダメな）ベンチマークの方が好都合であり、パッシブ運用のファンドマネジャーにとっては、ベンチマークのクオリティの如何に問わず、指数値にきちんと追随できれば、大きな不都合はない。インベストメントチェーンの中で、良いベンチマークの選択やクオリティの改善が運用成果や評価に最も影響するのは、

アセットオーナーである。

そのような問題意識のもと、様々なインデックスの情報収集を効率的に行い、運用の高度化につなげることを目的に、GPIFは、「インデックス・ポスティング」を2019年度に一部導入した。これは、インデックスに関する情報を常時受け付ける仕組みで、2020年度中の本格導入を予定している。

また、ポスティングされたインデックスの情報を効率的に蓄積し、ESG情報を含む非財務情報や財務情報などと統合して、分析するための基盤（IDEAS：Index Data Entry and Analysis System）の整備も進めている。

図表3：インデックス等データ活用基盤（IDEAS）のイメージ



注) 図中のロゴは、実際にIDEASで使用している会社名(サービス名)

インデックス会社のガバナンス体制

ESG 指数の選定など、ベンチマークの選択に多くの労力を割く中で、GPIFでは、インデックス会社の組織やガバナンス体制の評価の重要性を強く認識するに至っている。これまで株価指数と言え、企業の時価総額や流動性などで比較的「機械的」に採用銘柄が決められるものが一般的であった。例えば TOPIX の場合、東証1部に上場しているか否かで、事実上、自動的に採用銘柄が決まる⁵。一方、時価総額加重指数であっても、MSCI All Country World Index のようなグローバル指数の場合、インデックス会社がどの国を組み入れ対象とするのかを決める重要な判断を行うことになり、その結果はパッシブ運用の投資収益を大きく左右することになる。

また、どの国の企業を指数の組み入れ対象とするのかについては、世界の投資資金の流れを大きく変えることになることから、政治問題に発展することもある。例えば、米国では共和党のマ

⁵ 金融庁 金融審議会 市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ報告書」(2019年12月27日公表)では、TOPIXの市場区分と指数ユニバースが一致していることについては、『今後は市場区分と TOPIX の範囲を切り離すことが適当と考えられる。』とされている。

ルコ・ルビオ上院議員⁶などは、MSCI All Country World Index に中国 A 株が組み入れられたことに対して大きく反発しており、MSCI は政治的な圧力にも晒されている。加えて、ESG 指数の場合、ESG 評価や指数構築手法を考案するアナリストなど「人の判断」が介在する余地が大きいことが特徴である。パッシブ運用においては、事実上の銘柄選択は運用会社ではなく、インデックス会社が行っていると言える。

したがって、従来であれば、インデックス会社に対する評価は、指数の算出・配信が正確でミスがないことなどで決められたが、ESG 指数に関わる ESG 評価会社や ESG 評価部門を社内に抱えるインデックス会社を評価する際には、アセットオーナーが運用会社を評価する場合と同様な視点を持つことが必要である。特に、ESG 評価会社及びインデックス会社のガバナンス体制・利益相反管理が、ESG 評価の継続性や透明性、中立性を担保する上で極めて重要となる。そのような観点から、GPIF ではインデックス会社に対して、デューデリジェンスを行っている。具体的には、ESG 評価会社及びインデックス会社のステークホルダー（株主、主要顧客）との関係、意思決定プロセス（独立委員会の有無や過去の議論など）、企業向けコンサルティングのような利益相反につながる可能性のある業務の有無などを厳しくチェックしている。しっかりとしたガバナンス体制を確立し、投資家の立場に立った意思決定を行うことが、インベストメントチェーンのなかで、年々存在感を高めているインデックス会社の責務であると考えている。特に、連動する運用資金が数百、数千兆円を超えるような世界的なインデックスについては、国際資本の流れを変えるほどの権力を持つ存在であり、その意思決定については、高い説明責任を負うことは当然のことであろう。

また、インデックス会社や ESG 評価会社が指数のメソドロジーや ESG 評価手法の変更を検討する際に行うコンサルテーションについて、GPIF では、アセットオーナーとしての立場から積極的に参加し、意見を表明しており、運用会社に対しても同様な対応を求めている。

指数直接契約でインデックス会社・運用会社との連携を強化

GPIF では、インデックスへのコミットメントを強める中、インデックス会社との契約形態の見直しを検討している。従来から、GPIF とインデックス会社の間には、指数値などを閲覧するための指数情報の利用に関する契約は存在していた。しかし、パッシブ運用を行う上で必要となる指数ライセンスに関する契約については、GPIF とインデックス会社とではなく、GPIF が運用を委託している運用会社とインデックス会社との間で結ばれており、指数ライセンス料は GPIF が負担する信託報酬の中から、インデックス会社に支払われる。ちなみに、一般に指数情報の利用料は定額であるのに対して、指数ライセンス料は運用資産額に応じた料率が設定されており、後者の方がはるかに大きな金額である。

⁶ Rubio Requests Information from MSCI Over Controversial Decision to add Chinese Companies in its Equity Indexes
<https://www.rubio.senate.gov/public/index.cfm/2019/6/rubio-requests-information>

指数の選択は、GPIF が主体的に行っているにもかかわらず、GPIF とインデックス会社との契約上の関係が希薄な上に、実際にインデックス会社にいくら支払うのか把握できない状況は健全な状況とは言えないだろう。

指数ライセンス料を GPIF が直接負担することは、インデックス会社に対してだけではなく、パッシブ運用会社とのアラインメント強化にもつながる。パッシブ運用会社にとって、指数ライセンス料は運用コストの中で非常に大きな存在となっているが、契約条件が運用会社毎に異なる。GPIF 側から見れば指数ライセンス料がブラックボックス状態であったことで、これまでパッシブ運用会社の指数ライセンス料を差し引いた実質的な収益を推し量ることができなかった。指数ライセンス料を GPIF が直接支払うことで、運用やアクティブオーナーシップ面での貢献度に応じて、運用報酬が支払われ、それが運用会社の収益となる。パッシブ運用会社の貢献に応じた報酬を支払うことで適正なインセンティブ付けが可能となれば、GPIF とのアラインメントの強化が図られよう。

エンゲージメント強化型パッシブの採用

インデックスの直接契約に先立ち、GPIF では運用を委託しているすべての運用会社に対して、スチュワードシップ活動の強化を求めるとともに、2018 年にエンゲージメント強化型のパッシブ運用会社を 2 社選定⁷するなど、スチュワードシップ活動の強化のための取り組みを一層進めている。この 2 社については、中長期及び年間のエンゲージメントの計画やゴールの設定などに加えて、エンゲージメント体制・手法についても、他のパッシブ運用会社以上のハイレベルのものを求めている。

終わりに

GPIF は運用資金が巨額であるが故に、パッシブ運用が中心とならざるを得ず、パッシブ運用のレベルアップなくしては、GPIF の運用の高度化は達成できない。しかし、これまでは、パッシブ運用において、投資パフォーマンスの大部分を決定するインデックスの選定やインデックス会社に対するエンゲージメントに十分なリソースが割かれていたとは言えなかった。そのような状況から、国内株式対象とした ESG 指数の公募（2016 年 7 月開始）、グローバル環境株式指数の公募（2017 年 11 月開始）を経て、インデックス情報を収集する仕組みであるインデックス・ポスティングの導入により、より効率的かつ柔軟にインデックス情報を分析し、選定できるよう取り組みを進めている。

また、年々影響力を増すインデックス会社に対しては、投資家の立場に立った中立的な意思決定が行われるようなガバナンス体制の整備を求め、指数のルール変更などにおいては、運用会社

⁷ 2018 年スチュワードシップ活動報告（P.10）参照 https://www.gpif.go.jp/investment/voting_2018.pdf

やアセットオーナーからの意見を聴取するコンサルテーションの実施を求めている。さらに、インデックス会社に対しては、指数ライセンス料を運用会社経由ではなく、GPIF が直接負担するかたちに変更することで、インデックス会社とのアラインメント強化を目指している。それは、パッシブ運用会社の収益構造の透明化にもつながり、運用会社の貢献に応じた適切な報酬体系の確立に向けた第一歩となる。GPIF の運用高度化に向けた取り組みは、まだ途についたばかりである。更なる高みを目指すため、建設的なご意見をいただければ幸いである。