

運用委員会（第110回）・ガバナンス会議（第11回）合同会議 議事要旨

1. 日 時：平成28年10月20日（木）17:00～19:00
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 大会議室
3. 参加者：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・大野委員 ・加藤委員
・佐藤委員 ・菅家委員 ・武田委員

4. 議事要旨

- (1) 「金融事業者からの研究助成等に関するルール化（案）」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 委員からの申告については、対外的に公表するのか。それとも委員会では共有するが、対外的には公表しないのか。

事務局 最終的には委員会でお決めいただくことだが、事務局案としては、運用委員会で情報を共有していただき、ホームページ等での公表は考えていない。

委 員 中立性・公立性について仮に疑念が生じたときには速やかに運用委員長に届け出るというアクションが必要なのではないかと。年1回の定期的なチェックだけではなくて、もう少し機動的に対処できるようにしたほうがよいのではないかと。

事務局 各年度の報告と関係なく、疑義がありそうだとすることであれば、そのときに自主的に御報告いただくことを前提にしており、ご意見の通り規定を工夫したい。

- (2) 「保有銘柄開示による市場への影響に関する検証」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 今回は、最初ということで、昨年時点の情報を出したので、余り影響がなかった。次回の発表では初回との間の変化が重要になる。

今回は、アクティブウエートでスクリーニングしてモニターしたが、次回は、アクティブウエートの変化についてもモニターしてほしい。

特に小さな銘柄について、慎重にモニターしてほしい。

- (3) 「平成28年度委託調査研究等の受託状況」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 今回の3つの研究内容については、現状から見て、非常によいポイントではないかと思う。透明性の向上を図る観点から、報告内容の概要を年次報告書のような形で公表できないか。

事務局 研究が終わった際には、これまでも概要を運用委員会において報告して、その

内容を公表している。今後の報告内容については検討していきたい。

委員 GPIF のアセットアロケーションやアセットマネジメントについては、日本の金融学会やファイナンス学会といったアカデミックな切り口でも余り開拓されていない分野ではないことから、例えば、将来的には調査研究結果について学会で何らかの形で発表して、他の専門家からのコメントをもらってはどうか。

事務局 大学との共同研究については、大学の研究者が学会での発表等を行っており、他の研究者の方からの御意見などを受けていると思う。調査研究については、実務的な内容であることもあり、これまではそういう形では発表してこなかったが、今後は業界にも意義があると思われる調査研究については、発表することも検討したい。

委員 国のお金として出されたものなので、科研費と同様にきちんとした会計処理をすることが必要。

(4) 「企業アセット・オーナーフォーラム」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 GPIF に対する期待感というか、よい意味で影響力を機関投資家に行使してほしいという思いがあって、このフォーラムが開催されたのだろうと理解している。投資家の様々な問題点も出ていたようだが、スチュワードシップ責任を GPIF として積極的に果たすという観点で、今後とも取り組んでほしい。

委員 企業と投資家との意思の疎通がうまくいかないというのはよく聞く話だが、その橋渡しとしてこのような場に運用者を招くことは考えていないのか。

事務局 自由な発言、意見交換ができるよう、あえて同じ立場の方による会合として実施しているものである。

委員 ファンドマネジャーと企業と両方を呼んだカンファレンスは、マーケットでたくさんあるのではないか。本来は民間が主導して、どんどんこういうフォーラムをつくっていかねばいけないのだろうと思う。GPIF がキャタリストになるというのは非常に重要なことだが、そういう場には、オブザーバーとしての立場で出たほうがよいと直感的に思っている。なるべく皆さんでつくってくださいと働きかけるというのは重要なことだと思う。

(5) 「外国株式マネジャー・ストラクチャーの見直し」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 アクティブ運用を始めるときには、確信を持って、よいパフォーマンスを上げられるであろうという前提のもとに組み込んできたが、運用成績を見ると非常に反省すべきであり、今後、この分析を生かして改善してほしい。

委員 市況の変化やいつで区切るかでパフォーマンスは変わってくる面もある。

ただし、必ずしも市況の変化だけでなく、モニタリングをきちんとできていればどうだったのだろうかという点は気になった。ファンドを選ぶときに体制をしっかり見たとしても、その後、数年が経って体制が変わることもある。選定方法の改善とモニタリングの改善についてどのように考えているのか。

事務局 パフォーマンスとして α が出ていないということについては本当に反省すべきだと思っている。一方で、自分たちでパフォーマンスの結果について見直すだけでなく、外部にも我々のパフォーマンスを見てもらって、彼らからも意見をもらい、反省点をリストアップして向上させようとしていることはご理解いただきたい。

また、警告先、一部解約先につきましては、これまでよりも評価の頻度を上げており、こういう事態が発覚した場合には、頻度を高めてチェックしていくというのがシステム化されており、運用会社にもモニタリングを強化していることがはっきり伝わるという形になっている。

委員 アクティブ運用で優れたスキルを持つマネジャーはいるかもしれないが、それを事前に識別し、モニターをして、ずっとうまく活用し続けるというのは非常に難しい。ある相場局面で非常に高いパフォーマンスを上げたマネジャーに対して、運用を委託する資金がたくさん集まって、その結果として適正な規模を超えてしまうため、過去のパフォーマンスがよかったマネジャーはその後パフォーマンスが悪化する傾向があるなど、アクティブ運用に対して悲観的な研究結果のほうが多い。そもそも GPIF にとってアクティブ運用に意味があるのかということに立ち戻った議論も必要なのではないかと。

事務局 アカデミックな研究でいえば、全体としては、アクティブマネジャーがパフォーマンスしていないとされていることは事実だが、マネジャーとのやりとり等の中で、うまく選べば、アクティブマネジャーが α を出せる可能性はあると考えており、今後も継続していく考えである。

また、外債のマネジャー・ストラクチャーにおいては、基本的に全てのマネジャーが実績連動型のフィーになっている。パフォーマンスが出ないときに、フィー控除後の α が急激に下がってしまうのを防ぐために、マネジャーに対して実績連動型のフィーでやってもらうことも重要だと思っている。

委員 GPIF では、パッシブ及びスマート β も含めた広義のパッシブの比重が大きいので、時価総額ウェイト・インデックス基準のパッシブ運用で本当によいのかなど、パッシブについての方法論を再検討してほしい。GPIF のスタッフ数等の制約を考え、より効果的な資源投入をした方がよい。アクティブ運用管理についてスタッフの労力を追加投入しても、大きい成果を上げられるか疑問である。同じリソースを注ぐのであれば、パッシブの見直しにももう少し力を入れるほうがよいのではないかと。

事務局 運用者を使っていくという我々の立場から言うと、アクティブのファンドをある程度使って、運用者はどのようなところを見ているかを学ぶというのは必要だ

と思っている。

また、パッシブ運用については、早急に見直しをして、トータルのリターンにもはね返るといふ形でお示ししたい。

委員 GPIFのようにサイズが大きいと、多数のファンドマネジャーを採用しなければならず、採用したマネジャーの数が増えるがゆえにいくつかのマネジャーのアンダーパフォームでトータルのアルファがなくなるという問題が出てくる。キャパシティの分析をする際には、個社ごとのキャパシティだけではなく、採用マネジャー数の影響というところまでぜひチェックしてほしい。

GPIFは何らかの形でアクティブ運用に関与せざるを得ないと思うが、GPIFにとってのアクティブ運用の意義について検討してほしい。これは他の基金にはないGPIFならではの話だと思う。

運用ストラテジーの多様化については、スマートβなどパッシブ運用の多様化がポイントだと思うが、国内株はいろいろやられていて、本来、もっと進んでいる外国株でやっていないというのは、話としては逆だと思う。ぜひスマートβにもトライして、アクティブ運用との比率も含めて検討してほしい。

様々な局面を想定したストラテジーの検討については、体制整備や運用手法、パフォーマンス評価の詰めが必要となる。

(6)「平成28年度国内債券運用受託機関の総合評価結果」について
質疑等はなかった。

(7)「オルタナティブ資産に係る投資プログラム」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 オルタナティブの場合には、情報の非対称性も大きいし、個別案件ごとのパフォーマンスの差異も大きいので、GPIFの内部のスタッフだけでなく、外部のリソースを活用しながら進めてほしい。

(8)「実績評価結果（厚生労働大臣評価）」について
質疑等はなかった。

以上