

運用委員会（第 111 回）・ガバナンス会議（第 12 回）合同会議 議事要旨

1. 日 時：平成 28 年 11 月 9 日（水）17:30～19:30
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
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について（一部修正）」について
質疑等はなかった。
 - （2）「運用委員による行動規範の実施状況の確認（案）」について
質疑等はなかった。
 - （3）「外国株式マネジャー・ストラクチャー見直しの今後の進め方」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 地域別のパッシブ運用は、分かりやすく、商品も豊富にあり、これでアロケーションを行うということに異論はないが、より高いパフォーマンスを目指すという目的であれば、例えば、スタイルや業種別などの選択肢もあるので幅広く検討してはどうか。

現状のアクティブ運用のアルファの状況を考えると、スマート β の導入は重要であろうと思うので、ぜひ優先度を上げてほしい。

ファンド数については、ファンド数が増えると、平均アルファが下がるという研究がある。この観点からも検討してはどうか。

事務局 地域別以外にいろいろな分け方があることは認識しているが、現在は外国株式・国内株式・外国債券・国内債券の 4 つしか分かれておらず、これらの間でしかバランス変更ができない状況を踏まえ、今回は地域別から始めたい。スマート β も含めて、例えば業種別も考えられるが、我々が判断できることが前提になるので、必要に応じて、我々が準備できた段階で検討していきたい。

ファンド数については、増えるとモニタリング負担が大きくなって、マネジャーとのコミュニケーションや、評価にかけられる時間などのリソースが減るため、よくないのではないかという考え方から、今のリソースで効果的なマネジャーモニタリングができるのか、そのバランスで最終的には決まるのではないかと思う。

委 員 適正なファンド数の議論があったが、クローゼット・インデックスになってしまいうという観点や、アクティブでリターンを上げるための適正な運用規模という観点もある。他の機関であれば可能なアルファの追求が、これだけの規模を持つ

ている GPIF の場合にはなかなか難しいということもあるかもしれない。そういった点も考慮して、アクティブとパッシブの比率の見直しも考えてほしい。その際には、広い意味でのパッシブということでスマートβを入れるのがいいと思う。

事務局 アクティブについては、どれだけやらなければいけないというような予断を持って臨んでいるわけではない。あくまでポートフォリオのリスク・リターンが改善するのであればということで考えている。サイズの問題や、いろいろなファクターがあると思っており、これらの要素も見ながら進めていきたい。

今回はマネジャーとのアライメント（利害の一致）の強化についてかなり重視している。マネジャー側にも、規模をこれ以上ふやしたらアルファが下がってしまうことを、フィーが下がる成功報酬体系をつけることによって、セルフ・ガバナンス的なものとしてワークするようにしていきたいと思っている。

委員 パッシブの地域別は、いろいろバランスを考えるといても、その年々でさまざまに動いていて、この結果からどうバランスをとればいいのかというのは、難しいのではないかと。またファンドの応募状況によっては思ったような地域別のバランスがとれない場合も考えられる。

今回 ESG で募集をかけたのと同じように、GPIF が働きかけることによって GPIF として望ましい地域別のバランスをとるということもあるのではないかと。

事務局 今までの GPIF のマネジャーセクションは、提案されたものの中から選ぶというものだったが、今後、陣容が拡充してくれば、こういうマネジャーがほしいと積極的に探しに行き、また、常に GPIF にいろいろな人が新しいアイデアを持って売り込んでくるようにしたいと思っている。

委員 外国株式のパッシブ運用を地域別で分けてそのアロケーションを判断して決めるのはいいと思うが、最適なアロケーションを予測するのは難しい。基本的に予測は難しいという前提に立ち、最適なアロケーション決定の方法論をまず確立した上で、パフォーマンス評価を厳密に行いながら、進めていくことを検討してほしい。

（４）「ESG 指数の応募状況と今後の進め方」について

主な質疑等は以下のとおりである。

委員 応募してきた指数のリスク・リターンの関係をみると、一般的なリスク・リターン関係とは異なり、ローリスク・ハイリターン、ハイリスク・ローリターンという関係になっている。

事務局 ESG というファクターがそのアルファにつながるか、意見が分かれている状況の中で、指数の提案者としては、これまでパフォーマンスが出ているものをより加味して出してきたというのが今回の結果だと思う。したがってパフォーマンスの継続性があるかどうかということについては、慎重に見ていく必要がある。

委員 ESG をしっかりやっている会社は、IR 活動もしっかりやっていて、よい意味で投資家の理解が進んでいて、結構バリエーションが高くなっているという印象を

受けている。

フォワードルッキングな視点で具体的に評価をやらないと過去の実績とは矛盾することもある。場合によっては該当なしということも視野に入れながら検討してほしい。

事務局 フォワードルッキングについては、次回以降、こういった評価をするかということについてもう少し詳しく御報告する。

事務局 短期の企業業績のように、短期のボラティリティで捉えるリスクと、ESG でマネジメントする長期的なリスクはマッチングしないのではないかという問題意識がある。過去の短期のボラティリティでは、ESG のリスクファクターをはかっているのではないかということになる。

一方で、明らかに過去のリスク・リターンのパフォーマンスが悪い指数を使うということは、我々の運用方針と整合性がないので、これらをどのようにバランスをとっていくのかという点を御相談したい。

委員 市場平均並みをとれるのであれば、ESG をできるだけ積極的に採用しようというのがこの世界の常識だと思う。

今回応募されているものの中身を厳選しないとだめだと思うし、特に ESG 総合と言われているものの中身が一体どうなっているのか、もう少し具体的に、どういう考え方でつくろうとしているのかというようなことを教えてほしい。

場合によっては該当なしもあり得るという意見があったが、中身次第でそういうことは当然あり得るが、GPIF が ESG を重視しているという社会的なアピールは既に行われており、実際に指数を募集しているので、そういう姿勢を貫徹するという意味でも、採用する手だてをいろいろと考えてほしい。

委員 応募ファンドについては、パフォーマンスのよいファンドは他の要素が効いているという印象を受けた。データマイニング的にサンプル期間中に高パフォーマンスだったファクターに偏らせて見かけだけよくしたものが選ばれないように、分析期間を長くとってみるなど、本当の中身がよいものを選んでいくための分析をしてほしい。

事務局 単純な短期のアルファがどうしても必要だというメッセージを強く出し過ぎると、そういう形でいろいろな別のファクターを中に忍ばせてくるというのは当初からリスクとして考えていた。本当に ESG の指数なのかというところは、かなり厳密に見ていきたいと思っているし、どのような形でリスク・リターンの証明ができるかということについても検討しており、今後、御相談したい。

委員 ESG は情報の蓄積としてはまだ浅いため、過去にさかのぼっても詳細なデータは多くないという限界がある。したがって、選び方としては基本的にフォワードルッキングな方法で行うしかないので、どういうフォワードルッキングな基準で選ぶのかということがポイントになる。

企業に対する ESG 評価を行っている会社は世界にまだそれほど多くないが、その評価基準が良いのかどうかというところまで立ち入って、さらにそれが日本の

マーケットに合っているのかどうか吟味しないといけない。評価基準をどうするのかということがフォワードルッキングな方法ではないのか。

事務局 ESG の評価機関については、我々もミーティングの機会を設け、そのディシジョンメイキングのプロセスや会社のガバナンスも含めて、精査しないといけないと思っている。

委員 現在、GPIF には企業と対話する場もあるので、何をどのように評価すべきかということは、運用者だけの視点ではなく、企業からも提案してもらい、それを評価機関にフィードバックすることで、GPIF が主導権をとって、日本市場に範を示してほしい。

委員 ESG の指数については、既存の指数と今回募集する指数とで比べたときにどこがどう違うのか次回説明してほしい。

事務局 今回は既存の指数も応募できることになっているが、次回はそれらを比較して説明したい。

委員 応募のあった 27 指数全てとは思わないが、執行部の方で幾つか候補を出してもらい、それらについてもっと詳しい資料を見た上で議論したい。

事務局 次回に委員からご指摘のあった資料を準備したい。

(5)「GPIF におけるスチュワードシップ活動の推進」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 グローバルなカンファレンスに積極的に参加して、リーダーシップを発揮するというのは非常に重要なことだと思う。今回はクローズドであるとのことだが、どういう議論が行われたのか、可能であればサマリーをホームページに掲載するなりして、還元してほしい。

30%Club への参加については、賛成する。世界経済フォーラムのジェンダーギャップのランキングにおいて、日本は 145 カ国中 111 位と、去年の 101 位からさらにランクが落ちている。30%Club はボランティアに解決する枠組みのようだが、個人的には、日本ではクォータ制を導入しないと恐らく無理であろうと思っているので、それぐらいの気概を持って考えたほうがいいのではないか。

事務局 アセットオーナーだけで集まって、クローズドで議論するが、既に参加メンバーの中からも建設的な意見等については、可能であれば出していきたいという声もあるので、当日また意見を聞きながら検討していきたい。

委員 SDGs についても、PRI についても、30%Club についても賛成で、非常によいことだと思う。

クォータ制の議論ももちろん大事だが、日本の問題は、長時間労働に耐えないと上に行けない、どうしても家庭を持った女性が犠牲になってしまう。例えば、ESG 投資という S の部分は、社会貢献など企業の外に対する貢献が言われるが、実は大事なことは中であって、長時間労働をなくすような働きかけも日本では大

事と思っている。

委員　　ここで挙げられていることは政策目標として非常に重要で推進すべきことであると思うが、アセットオーナーとして GPIF がやるべきことと、その他の政府の担当省庁が中心になって取り組むべきことがあると思う。どこまでが GPIF としてやるべきことなのかよく議論したほうがよい。

事務局　海外のアセットオーナーがアセットオーナーとしてやるべきことだと思っていることについては、基本的には GPIF においてもやれるかどうか検討すべきだと思っている。海外のアセットオーナーがアセットオーナーの役割をどう考えているかについては、アセットオーナーフォーラムなどで勉強していきたい。

(6)「資産構成割合の管理状況等」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員　　短期資産残高が増えているが、今後どのように運用していくのか。

事務局　短期資産については、その残高に年金特別会計の残高も加えているが、特別会計分は年間を通じてかなり上下にぶれるので、短期資産の残高も大きく反応することがある。

厚生労働省　年金特別会計の短期資産については、2 カ月ごとの偶数月の支払日に集めてきた保険料をお支払いする仕組みになっているので、偶数月と奇数月とで残高の違いが生じるフローになっている。

以上