

第 113 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 29 年 1 月 20 日（金）16:00～18:00

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)「業務方法書の変更（案）」について

コール資金の貸付等の短期資金の運用方法の追加に関する業務方法書の変更案について、議決を行い、全員賛成により承認された。

(2)「ESG 指数について（第 5 回）」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 テーマ型と総合型があるが、トラッキング・エラーに結構な乖離が見られる。定義として、指数連動はパッシブという分類なのかもしれないが、テーマ型は実際にはアクティブに近いということもあり得るので、形式的に分類するよりも、中身を見ながらアクティブ、パッシブに振り分けていくということが必要ではないか。

事務局 トラッキング・エラーについては、高いものもあり、従来のパッシブと完全に同列で評価することは難しいと思っている。評価方法については、また工夫していく必要がある。

委 員 ある ESG 関連機関の方とお会いする機会があったが、日本企業の ESG の評価が低いという指摘があった。理由は明らかで、評価機関が要求しているディスクロージャーに多くの日本企業がまだ対応をしていないので、とてもいい会社なのに評価が低いことがあるということである。評価機関による企業の ESG 評価については、企業サイドの理解が進んでいるとは思われないため、企業との対話の場も活用して慎重に見ていただきたい。また、投資パフォーマンスの評価に関しては、ESG 投資として TOPIX と同様なパフォーマンスを狙うとすれば、対 TOPIX という評価ができなくなる等難しい問題もある。

事務局 日本企業が本来は ESG に対していろいろと施策を打っているにもかかわらず、ディスクロージャーされていないために、海外の投資家の評価が低いことを、今回の ESG 指数の採用によって、できるだけ良い方に変えていけないかと思っている。まずは効くと思われるファクターを出してもらって、それがディスクロージャーされているかどうかを評価してもらおう。企業側とのアセットオーナーフォーラムなどもあるので、そういうところでもフィードバックを受けたい。

ESG 評価会社のアナリストの評価が入ってくるので、現地ミーティングでは、ESG 評価会社のガバナンス等についても、きちんと見ていきたい。

また、ESG 評価会社が指摘しているものが妥当かどうかについてもしっかり見ていきたい。

委 員 最終選考が終わった後、その公表の仕方についてはどう考えているのか。

事務局 公表の仕方、内容、方向性については、執行部で原案をつくり、運用委員会に御報告させていただく。そこで御意見をいただきたい。

(3)「乖離許容幅の遵守管理方針等」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 月末時点でアラームポイントあるいは乖離許容幅超過のチェックということだが、月末というのは、あくまで便宜的なもので、マーケットがすごく荒れたときなど市場の状況によっては月末に限らないことも起こり得るという理解でよいのか。

また、いろいろなアラームが一斉に鳴り出してしまうようなことがあったとき、余り細かくいろいろなルールを決めてしまうと、かえって動きづらくなるのではないか。

事務局 1 点目については、月末だけでなく、デイリーでもきちんと見ているので、マーケットがボラタイルのときにはそういう対応もさせていただきたい。

2 点目については、対応方針をあらかじめ機械的に設定しているわけではないので、マーケットの状況に応じてきちんと臨機応変な対応をとっていく。余りいろいろ制約をすると、動きづらいというのはそのとおりだと思うが、自主ルールを決めてバランス感覚をもって対応することとしたい。

委 員 資産配分の調整については、法律でも認められたので、マーケットに与える影響等も配慮しつつ、取引費用の低いデリバティブの活用を前向きに検討してほしい。

事務局 そうさせていただきたい。

委 員 乖離許容幅の範囲内の機動的運用について、具体的な方針や方法論など何か決まったものはあるのか。

事務局 今回、アラームポイントを設定したのは、我々の自主ルールとして、乖離許容幅の中で何でもやるということではなく、一定の自主ルールを設定するという意味で提示している。

現実の運用は、方針というよりも現実に行っていることに対してどうアクションを起こすかというほうが重要と考えているが、何かうまいルールづくりができれば、御相談させていただきたい。

委 員 今回の事務局の提案は、これまでのオペレーションに比べると、運用委員会と執行部との間の本格的な対話のきっかけになるものを提示されたと受けとめている。実際にこれに沿って運用した経過をまた機会のあるときに説明してほしい。

(4)「平成 28 年スチュワードシップ活動報告」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 パッシブ運用機関にスチュワードシップ活動を強要しないほうがいいのではないか。パッシブ運用は、企業情報収集のためにお金をかけないので非常に低いコストで運用ができ、インデックス並みのパフォーマンスを上げるという合理的な運用手法である。コストをかけて情報を集めスチュワードシップ活動を行うことは、パッシブ運用の原則を否定することになる。仮に運用機関が他のスポンサーから得た運用報酬を GPIF の要求するスチュワードシップ活動のために充当することになると問題であるし、オーバーに言えば、優越的地位の乱用にもなりかねないのではないか。

そもそも運用機関はコンサルタントとは違い、経営の良し悪しではなく、現在の株価が経営実態に比べて割安にある銘柄を見つけることで高いリターンを上げることが志向している。そういう観点でアナリストも分析をしている。そうは言っても、アクティブ運用機関で、しかるべきファンダメンタル分析に基づいて投資をしている運用機関については、経営者としても聞く価値のある意見を述べることができるかもしれないが、パッシブ運用機関に GPIF が強いプレッシャーをかけると、経営者と何回面談したとか、機械的で表面的な、スコアを上げるためだけの活動が多くなって、企業の側も迷惑になるのではないか。

事務局 パッシブ運用機関にもエンゲージメントを求めている昨年と異なり、今回はパッシブ運用機関にビジネスモデルの提案を求めることとしている。スチュワードシップ責任の果たし方というのは、必ずしもエンゲージメントだけをやることではない。例えば、エンゲージメントをするにしても、TOPIX であれば何社にやるのかなど、そういうことも含めて運用受託機関の側でビジネスモデルを提案してくださいと申し上げている。エンゲージメントをするリソースを持っていないが、どこよりもコストを低くするというビジネスモデルがあってもいい。

我々としては、スチュワードシップ責任を果たすために、日本株の 8 割近くを預けているパッシブの運用機関にスチュワードシップ責任を果たす方法を真剣に考えていただくということをお願いせざるを得ない。

海外のアセットオーナーの場合、基本的にはパッシブ運用の議決権はアセットオーナーが行使するが、GPIF の場合は、議決権の行使は禁止されており、コンサルティングに預けることもできないので、日本以外のパッシブ運用の環境とは少し違うアイデアを出してもらう必要がある。

手数料体系も含めて提案されたビジネスモデルを検討したい。

委員 GPIF にとってのスチュワードシップ活動の意義は何かという点に基づいて考えたほうがいい。中長期的な企業価値向上を通じて、全体のリターンの底上げにつながっていくということを考えると、8 割近くのパッシブで対話を進めていく

ことは必要なのではないか。もし強権的と思われる誤解があるのであれば、それはしっかり解いていく必要があり、中立性、公平性、透明性のある活動としていく必要がある。

委員 例えば、ファンダメンタル分析に基づいて投資をしている運用機関の運用報酬を引き上げて、もっときちんと分析して、保有株式について売るべきときには売るという運用を行うように GPIF がプレッシャーをかけたほうが、ESG 促進には効果的ではないか。

事務局 ご指摘のように、もう少しとがった形で議決権行使をするエンゲージメントファンドのようなところが活躍する環境の方が、ESG 促進には効果があるかもしれないが、一方でマーケットへの刺激が強過ぎるという懸念もある。

委員 新たにスチュワードシップ活動をパッシブも含めて運用受託機関全体に要求するのであれば、本来であれば、全体的に手数料を引き上げるべきではないか。

事務局 1 年間のスチュワードシップ活動を評価して、不足だと思われるところに関しては、資産残高で差をつける。今後はもう少し明確に、コストも含めた付加価値の提案があれば、フィーの見直しにも応じていく。

アクティブ運用については、手数料控除後のアルファが無いのに上げろと言われても、振る袖が無いので、運用会社にはまずは運用成績を上げてくださいとお願いしている。

委員 アメとムチの使い分けということで、これまではムチしかなかったが、ちゃんとした提案をしてきた運用受託機関については、それなりのインセンティブを与えることができる一歩なのかなと思う。

委員 ESG インテグレーションの評価手法の改善とあるが、どのような評価を考えているのか。

事務局 運用会社に ESG についてどう思っているかと尋ねたら、ほぼ 100%の運用会社が ESG インテグレーションをしていると答えるように、1 年前とは様変わりで、ESG を考慮してほしいという私どものメッセージは、十分に浸透した。次の段階として、ESG の考慮をやっていますと言われているけれども、どうやっているかを見るために、PRI のガイダンスなどいろいろと使えるものがあるという認識を持つにいたったので、それらを使って評価していきたい。

(5)「平成 28 年度国内株式運用受託機関の総合評価結果及び平成 28 年度外国株式運用受託機関の総合評価結果」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 外国株式アクティブ運用の成績が良くないが、どういう状況なのかしっかり分析してほしい。世の中全体が悪いのか、あるいはマネジャー・ストラクチャーでこうなっているのか、解析して、今後の改善に生かしてほしい。

以前の運用委員会で他の委員からも意見があったが、GPIF のアクティブの意義、

適正なアクティブ、パッシブ比率などを検討する必要があるのではないかと。

事務局 アクティブ運用の結果が出ていないことについては、我々としても十分理由の分析等を行わなければならないと思っている。アクティブ運用の結果が出ていないのでパッシブ運用でいいのではないかと批判は当然なので、アクティブの意味合いについても議論しながらやっていきたい。ただし、世の中にはアクティブ運用でアルファを出しているマネジャーがいるので、そもそも我々がそのようなマネジャーを選ぶことが可能か、応募がされているかということも含めて、時間をいただいて分析したい。

委員 日本株式についてTOPIXだけという状況からスマートベータを追加するなどインデックスを多様化して2年近く経ったが、これまでの結果を一度評価して、今後どうしていくのか説明してほしい。

事務局 了解した。

(6)「専門人材等の確保に係る進捗状況等」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 広報担当の採用については、チーフ・コミュニケーション・オフィサーで、昨今、いろいろと説明しなければいけない機会が増えてきているので、日本語、英語、両方のコミュニケーションが必要であるし、質の高い方を要求されているのだろうが、採用に向けて努力してほしい。

事務局 我々の広報の場合は、単に何かプロモーションをするというだけではなく、さまざまな質問に的確にお答えができ、マスコミ関係者の方々ともきちんとコミュニケーションをとらないといけないので、民間の広報担当よりもハードルが高いと考えている。

(7) その他

質疑等の概要は以下のとおりである。

事務局 新聞への寄稿について、前回ご意見をいただいたが、長期安定的な部分ということで、インカムの部分をやや強調し過ぎた部分があったので、その点については率直に反省している。先ほども議論させていただいたが、自主基準としてアラームポイントを設けて、昨今のボラティリティーの高い市場の中でそれぞれの価格の変化についてきちんと見ていく、評価損益、いわゆるキャピタルの部分について、目を凝らして見ているというのは事実である。現実の運用の行動とすれば、インカムとキャピタル両方バランスをとってやっているのも、今後、説明の仕方等については留意しながら、誤解を与えることのないようにしていきたい。

委員 GPIFのミッションは法律制度上きちんと定められており、中期目標として大臣から具体的に示されているので、そのことを前提にして物事の整理をしないとミ

スリードしてしまうのではないかという懸念を持ったので、前回指摘した。

運用のあり方についての事務局の見識は、間もなく新しい人口推計が出て、財政検証の議論になっていくので、その中でぜひ発揮してほしい。

今の基本ポートフォリオは、年金部会に設置された専門委員会で、経済前提や積立金の運用のあり方についてさまざまな前提条件が決められて、それが GPIF に提示されるという仕組みだが、一方的に上からおりてくるだけではなくて、その過程で年金部会と GPIF との間でさまざまな意見交換があってもいいのではないかという議論もその時に出されたので、ぜひ、そういうことも含めてキャッチボールしてほしい。

以上