

第 115 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 29 年 3 月 9 日（木）14:00～16:00
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)「平成 29 年度計画（案）について（第 1 回）」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 GPIF 法改正の施行準備の箇所について、法改正の大きな目的の一つがガバナンス改革なので、ガバナンス改革を実効性のあるものとするという表現をいれてほしい。

また、公表の日付については、四半期は翌々月の第 1 金曜日の公表との原則を示し、今年だけでなくずっと通していくという姿勢を出せば、より信頼性が深まるのではないかと。

委 員 大手金融機関と運用実績公表のタイミングを合わせるとすると 1－3 月の運用実績の公表時期が問題になる。これまでもこんなに遅くていいのかという議論があった。

そもそも四半期ごとに運用実績を公表することが、超長期の資産運用機関である GPIF の公表のあり方として本当に好ましいのか。たまたま当該四半期の実績が悪かったときに、メディアで好ましくない報道をされ、被保険者の不安心理をあおり、かえって、被保険者をミスリードするという面もあるかもしれない。そもそも誰のためのタイムリーディスクロージャーなのかという原点に立ち返った議論を一度やらないといけない。

事務局 これまでの運用委員会でも、そもそも四半期報告は要らないのではないかと意見が出ていたので、ご希望があれば議論していただきたい。年次報告については、普通の上場金融機関と違って、大臣への報告等のプロセスがあるため、それから、できるだけ早くということで 7 月 7 日になっている。行政組織の特別なプロセスがあるので、その後できるだけ速やかにということで、上場金融機関に合わせたと思っていただきたい。年次決算の前に四半期を速報で出すというのは、上場金融機関でもやっているところは少ない。

また、本来は毎年、年度計画で日程を確定するのではなく、恒常的にどういうタイミングなのかというルールを発表するべきだと思っている。

委 員 業務概況書と四半期業務報告の公表のあり方について、そもそもどうあるべきかという議論はあり得ると思うが、昨年政治的に問題なった経過もあるので、今

回整理されたやり方が定着し、落ち着いた状況になったタイミングを見極めるなど慎重に対応すべきではないか。

事務局 最初の質問にあったガバナンス改革の法施行に向けた準備については、ご指摘を踏まえ、記述をもう少し工夫したい。

委員 ESG を含めた非財務的要素に関する取組も考慮した運用受託機関の総合評価を行うとあるが、運用受託機関の評価をするときには必ず ESG を含めた評価をするという理解でよいのか。

ベンチマークについて適切な市場指標を用いているかの評価は、どのように考えているのか。頻繁に評価する必要はないが、何年に1回かぐらいは評価したほうがいいのではないのか。

事務局 全ての運用会社に、ESG をどのように投資の意思決定に反映させているかという説明を求めている。Comply or Explain の考え方、我々は ESG は重要な要素だと思っているので、それに対してどういう対応をしているかという説明責任を求めている。

ベンチマークについては、基本ポートフォリオの政策ベンチマークが基本となる。それをマネジャー・ベンチマークに落としていくわけだが、ベンチマークの使い方については、もう少し高度化すべきだと思っているので、運用委員の皆様と相談しながら、適切なベンチマークの活用について検討していきたい。

(2) 「平成 28 年度 資産管理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 「警告」が多い資産管理機関があるようだが、相当厳しい状況ではないか。

事務局 大変厳しい状況であるという認識の上で、我々もこの資産管理機関との議論を進めている。まずはこのように警告をしながら、現地の実地調査なども行いつつ、改善してもらうように進めていく。また、運用機関と違い、資産管理機関の移管はリソースとエネルギーがかかる。コンティンジェンシーリスクもあるので、リザーブについても準備・検討していく。

委員 評価が厳しい資産管理機関については、昨年も似たような状況だったのではないのか。組織的な問題を抱えている可能性があり、モニタリングだけでなく同時並行で他の対策も検討する必要があるのではないのか。

事務局 ミスの発覚から始まり、我々も内部統制等にも問題があるという認識で見始めたのが昨年末であり、今、アクションプランを要求しているところ。願わくば、それで改善してくれるのが一番いいわけだが、我々も危機感を持って当たっている。

(3) 「国内株式パッシブ運用機関の公募」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 パッシブは、ベンチマークに沿った収益を上げるかというのが一番で、あとはコストが安いという点が重視されるべき。GPIF がスチュワードシップを言い過ぎると、例えば時価総額の大きいところから数 10 社取り組むなど、企業に対応する時間が必要となり、運用コストが増加してしまうということに配慮が必要ではないか。

事務局 企業側に無駄なエネルギーを使わせて、経営に割いてもらうべき時間が割けないのは本末転倒だと思っているので、パッシブだけでなくアクティブの運用機関についても、役員との面接の回数などは評価対象にしないと伝えている。昨年より事業会社から意見を伺うためにアンケート等も行っており、ご懸念の点は十分認識している。

また、パッシブの運用機関もスチュワードシップ・コードに賛同しているので、どういう形で役割を果たすつもりなのか、パッシブの運用機関にはビジネスモデルの提案を求めている。

委員 今回の公募には、スマートベータも含まれることを明確化した方がよいのではないか。

事務局 1 年くらい前にパッシブの中にスマートベータも入ってくることは運用委員会で説明させていただいている。また、運用会社から問い合わせが来れば誤解がないように説明をしたい。

事務局 わかりやすく言うと、パッシブ運用機関としてどんなインデックスでも対応できる運用機関を求めているが、評価するためには何か対象インデックスがないといけないので、TOPIX 又は MSCI Japan Standard のデータ提出をお願いしている。

(4) 「推定トラッキングエラーのモニタリング」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 分散共分散行列については、基本ポートフォリオ策定時の値ということで、過去 20 年の数字か。

事務局 原則、そのとおりである。

(5) 「リスク管理状況等の報告」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 VaR や CVaR に、SV や GARCH のようなモデルを使って精緻に行うのであれば、トラッキングエラーも SV や GARCH を使って精緻に行うということもあるのではないか。

事務局 新たなリスク管理分析ツールを導入して、トラッキングエラーの数値について

もいろいろな角度で見られるよう検討しているところなので、ご指摘の点についても研究したい。

委 員 資産ベンチマーク対比のトラッキングエラーだけではなくて、その要因を分解し、マネジャー・ベンチマークと資産ベンチマークの差異によって生じるものか、マネジャー・ベンチマークと個々の運用機関のスキルの問題で生じるものかなど詳細に分析してほしい。

事務局 超過収益率の要因分解等のご指摘の点についてきちんとやってきたが、新たなリスク管理分析ツールを導入したことで分析の高度化できるようになったので、ご指摘も踏まえてリスク分析についても高度化を検討していきたい。

委 員 特にベンチマークについては、スマートベータや ESG 指数など色々なものが入ってくるので、TOPIX の差異だけでなく、どこに起因して差異が生じているのかが見えるようにしてほしい。

事務局 承知した。

委 員 今すぐということではないが、リスク管理ツールのデモをやってほしい。そうすればもう少し具体的なイメージが湧いてくると思う。

事務局 現在はいろいろトライしているところなので、タイミングを見て検討させていただきたい。

(6)「年金運用に関する講演会の開催（及び GPIF Finance Awards 受賞者の発表）」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 国内でポストがなくても海外で頑張られており、よい論文を書かれているのであれば、そういう方にも積極的に賞を与え、それが一つのきっかけになることで、その方々が国内に戻り、研究が切磋琢磨されることが望ましいのではないかと。

事務局 今回の選考において、2つの傾向が明らかになった。一つは最近では学術的にファイナンスを研究しようという方が減少しているということ、もう一つは欧米では企業とか研究所に勤めておられる方々も学術レベルの論文をお書きになるが、日本では企業の方は学術誌に発表などを全然されていないということ。

委 員 国内の大学でポストがないという側面もあるかもしれないが、そもそも日本に帰ってきたくないという方が多いのではないかと。研究環境として、国内よりも海外の方が刺激も多く、予算もつくし、さらに共同研究の仲間を見つけやすく、海外の大学で学位をとって、海外の大学でずっと研究を続けたいという方のほうが多いと聞いている。

GPIF Finance Awards が、国内におけるファイナンス、インベストメントに関する研究に、若手研究者が積極的に取り組む契機になればいいと思う。

日本人は英語が得意ではなく、英文雑誌に論文を載せないと言シーション・スコアの対象にならないことも影響しているかもしれない。

委員 日本のアカデミクスにおけるファイナンスアカデミクスの低いステータスを上げる努力をしていかないと、日本の金融ビジネスが強くならないと思っている。こういった賞を通して日本のファイナンスアカデミクスが強くなっていけば、資産運用業も含めた日本の金融ビジネスの競争力が高まってくるだろうと期待できる。今回の試みは大変よかったと思う。

日本のファイナンスアカデミクスが弱い理由の一つは、研究者のポジションが少ないということがとても大きいと思う。リーマンショック以降、明らかにポストが減っており、優秀な人は実務に行っている。

日本の特徴かもしれないが、金融実務で優秀な人は大学で金融をやっていたという人よりも、工学部や理学部出身の人が多く、そういう人は当然ファイナンスのアカデミクスに入らずに、例えばメーカーに就職して、その後、金融機関に来たという場合が多い。そのため、実務家にアカデミクスとして優秀な人が多いと思う。

今回も、半分ぐらい実務家が応募しているが、大学の研究者に比べ論文引用数で負けてしまう。論文を出している暇がないし、そんな暇があるのだったら仕事をしろと怒られる。論文を出している人もいるが、量としては負けてしまう。

実務家の人たちを評価するときに、単純に論文引用数だけでなく、総合的な評価をして、優秀な人たちが逆にアカデミクスに戻ってくるように配慮してほしい。

委員 今後のことだが、経済や経営などの狭いバックグラウンドの人だけではなくて、ビッグデータやAI分野での技術進歩が著しいので、そういうものをインベストメントの世界に応用する、コンピューターサイエンスや、統計学などの分野の人も含めて応募してもらうような形でお願いしたい。

委員 個人的にはよい応募があって、評価できる研究テーマが見つかって、初回としては非常によい試みだったのではないのかなと思う。

GPIF として外の知見をうまく内部に吸収しつつレベルアップを図っていくのは重要なことなので、今後も続けなければいけないことだと思うし、これをきっかけに若手の研究者がどんどん発掘されてくれば、研究者の層も厚くなって、日本全体として非常にいいことなのではないかと思う。

委員 年齢については、科研費だと42歳までが若手に入っているのですが、40代半ばぐらいまでは若手と考えてもよいのではないかと。

GPIF がこのような賞を設けて、研究者が応募して賞を出す、世界に発表するというのは非常にインパクトがあることだし、こういった取組を推し進めていくことは、GPIF の今後の利益にもつながると思う。

今回の受賞論文は、分散投資に関するものだが、これだけに賞を出してしまうと、GPIF だから国際分散投資の論文を書かなければいけないと思われてしまうかもしれないので、公表の際には、何名の応募があって、このような論文があった中でこれが選ばれましたというように簡単に紹介してほしい。

委員 現在の選考委員会のメンバーは全員経済学の分野の方なので、次回からはコンピューターサイエンスやビッグデータ、AI の研究者など理系バックグラウンドの方も加えていいのではないかな。

事務局 本件は国民の年金保険料を使ったものなので、根本的な目的は GPIF の運用能力向上というところには置かざるを得ないと考えている。

その上で、ただ今意見として出された実務者の方の取り扱いや日本に研究拠点を有しない方の取り扱い等についても柔軟に考えさせていただきたい。

(7) 「平成 28 年度第 3 四半期運用状況」について

質疑等はなかった。

(8) その他

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 例えば兵器製造企業については投資対象にしないというようなネガティブリストを作ってはどうかという意見と、GPIF の法律的立場からするとネガティブリストを作るのは難しいという意見があり、委員の間でもいろいろとご意見があるように思うが、この ESG の課題について皆さんはいかがか。

委員 GPIF が保有銘柄開示を開始したことに伴い、海外株式の保有銘柄の中に日本の法律では許していない事業を行っている銘柄を保有しているのはどうなのかという指摘が今後なされるということは十分あり得る。結論はともかく、運用委員会として議論しておくことは重要なことではないか。

委員 ESG の投資活動にもいろいろやり方があるわけだから、GPIF 及び運用委員会としてきちんと議論をしたほうがよいのではないかな。

厚生労働省 そもそも法的な問題があり、まずは厚生労働省と GPIF の間で整理すべきではないかと思う。

委員 まずは法律でどうなっているかという解釈がベースになる。まず厚生労働省に法的問題について検討していただくのが一番の筋道だと思う。運用委員会の方針を決めても、法律的にやれないことはやれないので、議論してもしょうがないと思う。

事務局 委員ご指摘のとおり、GPIF の法律的な立場について、厚生労働省の見解をきちんと前提に置くべきだということであれば、運用委員会の正式な議題に載せて、厚生労働省から法律の有権解釈について説明いただくという進め方もあるが、いかがか。

事務局 本課題は、年金含めてほぼすべてのアセットオーナーが理事会等で議論している話なので、運用委員会の委員の方々が問題意識を持っているのであれば、運用委員会でも議論すべきだと思う。その上で、法律上できないということであれば、運用委員会としてはこういう意見だが法律上できないということを明確にすれば

よいのではないか。

厚生労働省　運用委員会の議論かどうかを確認し合うためにも、まず GPIF と厚生労働省できちんと議論していきましょうという話が事務局からあった。まずそれが大事であると思う。

事務局　厚生労働省と相談して、その前提となる法的な位置づけについて整理して運用委員会にお出しできるように努力したい。

以上