

運用委員会（第120回）・ガバナンス会議（第14回）合同会議議事要旨

1. 日 時：平成29年7月26日（水）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 ・井上委員 ・加藤委員
・佐藤委員 ・菅家委員 ・武田委員

4. 議事要旨

- (1) 「平成28年度における『投資原則』の実施状況」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 投資原則ごとに詳細な検討を加え、投資原則を遵守できているということが確認できて非常によかった。投資原則が遵守できているかについては、制度や体制が変わった後も、毎年度、継続して行ってほしい。

委 員 分散投資効果が新たな指標として資料に盛り込まれているが、単に数字だけでなくこれがどのぐらいだとどういう意味を持つのかわかるように説明するようにしてほしい。

事務局 ご指摘の点については、委員の御発言のとおりであり、今後検討したい。

委 員 投資原則をつくったときには、投資原則をもとにこれほど丁寧に報告されるとは思っていなかった。様々な取組がなされていることが実感できて大変うれしく思う。

- (2) 「実績連動報酬制度」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

事務局 運用機関に対しては2つの課題がある。一つは、採用時に運用機関が自ら提示した目標 α に達していないこと、もう一つは、キャパシティー管理が不十分ではないかという懸念があることである。現状の固定報酬では、残高に対して手数料を支払うので、目標 α に対して手数料を払うという考え方になっておらず、運用機関も提示した α の獲得のことを考えずに残高の拡大だけを考える行動に走ってしまうということがあるのではないか。

こうした観点から、アラインメントの強化、セルフガバナンスの向上を通じて、運用機関が目標 α を適切に設定し、設定した α を安定的に達成できるようなキャパシティー管理をすることが期待できるように実績連動報酬の体系を改めたいと考えている。あくまでもアラインメントの強化、セルフガバナンスの向上が目的であり、運用手数料の引き下げを意図しているものではない。

委 員 全体を否定するわけではないが、報酬体系を変えて全体としてすぐに大きな効

果ができるものではなく、なかなか難しいものだと思う。

ESG 指数を活用した運用を始めているが、指数投資なので、これはアクティブではなく、パッシブとして分類される。報酬体系に関するいろいろな工夫もよいが、ESG 指数を使った様々な運用の拡大という大きな戦略もあるので、リソースを考えながら進めてほしい。

委員 GPIF は市場の巨人であり、何か行動をする場合には特段の慎重性とか配慮が求められる。GPIF の新しい報酬体系が中長期的に見て、市場参加者の規範的なものになるという思いを持ちながら体系をつくっていかなければならない。

単に報酬が安ければいいということではなく、適切なサービスに対して適切な対価を支払って、市場を健全化していくという考え方が重要なのだと思う。そういう観点から提案されたものだと思うので、異論はない。

事務局 GPIF は基本的に運用会社に運用を委託しており、どのようなところにリソースを割くべきかと考えたときに、幾つかの問題点についてはフィーそのものを変えないと解決しないとの考えにいたった。

運用会社には、フィーの引き下げが目的ではないということをはっきり伝えている。運用会社に自由に実力を発揮してもらい、我々として安心して任せられるような利益が一致するストラクチャーをということで1年ほどかけて考えてきたものである。今、数社と具体的に議論を進めており、内容を詰めた上で、全社に対してお願いをしていこうと思っている。

委員 この報酬体系の変更は、より優秀なファンドはフィーを上げるのもっと参加してほしいという意図か。

事務局 今まで優秀な運用会社だと思って選んできたが、結果としては多くの運用会社は自らが提示した目標リターンに達していない。

運用会社に自由に運用して本当に実力を発揮してもらうためには、フィーなどで利益のアラインメントをはっきりさせなければ、自由にやってくださいとは言えない。

そういうフィーであればやらないというファンドが増えるリスクもあるが、現実としてはマネジャー募集をすれば 300~400 程度のマネジャーが応募してくる状況にある。実際にこのフィー体系によってどのくらい減っていくかということには注視したい。

委員 実績連動報酬下では、よりアクティブにリスクをとるインセンティブが強くなる。その結果として、運用成績面で良い結果を生む場合もあるが、アクティブリスクをとったがために、超過リターンがマイナスになるファンドも多くなるのではないか。

GPIF の運用規模を考えると、結局、超過リターンのプラス・マイナスの幅が大きくなるが、合計するとインデックスと変わらないという結果になりかねない。結局、制度を導入することに伴う管理コストがかかるだけだということにならないか懸念がある。

もう一つは、株でいうとバリューとグロース、債券でいうと国内債券と海外債券のように、マネジャーベンチマークにはアウトパフォームしやすいマネジャーベンチマークとアウトパフォームしにくいベンチマークがある。そういう違いは調整すると思うが、それがどの程度のものかというのを客観的に示すのは難しいのではないか。

事務局 デイリーでトラッキングエラーをモニタリングしており、アクティブマネジャーにトラッキングエラーとしてリスクバジェットを与えているが、ほとんどのアクティブマネジャーは余り使っていない。まさにクローゼットインデックス問題があったので、十分活用してパフォーマンスを出してくださいということを今回、明確にしようと思っている。ただし、契約により定められたトラッキングエラー以上にはとれないようになっている。

ご指摘のとおり、資産クラスによって α のとれやすさは違うが、契約する際に運用会社から目標 α が提示されており、その目標 α を出したときには、もともとのフィーと同じフィーが払われるようにしている。

委員 超過リターン大きさは、IRが大体同じとすれば、基本的にはトラッキングエラーをどれだけとるかによって決まってくるので、ファンドマネジャーにはトラッキングエラーをより大きくとってより高いリターンを狙いたいというインセンティブが働く。

そこは期初に上限値を決めてコントロールするのだろうと思うが、結果的には、トラッキングエラーが大きい運用者が小さな運用者より多く応募してくることになる。そのように誘導しようとしているのか。

事務局 目標 α を出すためには、このぐらいのトラッキングエラーが必要だということで合意しているにもかかわらず、目標どおりにパフォーマンスを出さず、トラッキングエラーもほとんど使っていないマネジャーが多い。

先ほどもお話したいろいろな問題点をこのフィーはかなり解決するだろうとは思っているが、ご指摘のあったような別の問題が出てくる可能性もある。そこはリスク管理ツールでのモニタリングや、毎年の総合評価の中で議論していきたい。

トラッキングエラーをとったときに、逆にマイナスに出るところもあるので、一概にトラッキングエラーをとったからパフォーマンスフィーが上がるということにはならないと思う。

委員 可能でありながら、実はとっていないアクティブリスクをよりとるようにインセンティブを与えるということだろうと思うが、より多くのアクティブリスクをとった場合に、 α が高くなるという実証的な証拠はない。

運用機関が合理的だとすると、スキルがあるならより高いアクティブリスクをとろうと意思決定するはずだ。とっていないということは、自らスキルがそれほど高くないと自覚をしているのでとっていないのではないか。そうではなく、現状の報酬体系だとアクティブリスクをとった結果として高いリターンが生まれた場合にも収入が多くなるわけではないからあえてリスクをとろうとしないと考え

ているのか。

事務局 今までの総合評価では、目標 α の達成度ではなく、 α が絶対値としてプラスかマイナスかが大きな分岐点になっていた。例えば2%の α を出しますと商品の箱に書いてあって、ずっと0.1%のプラスでも、マイナスが出ていないということで今までは良かったということを経営者側も認識した上で、フィーがふえるわけではないから無理にリスクをとらなくてもいいとしていた可能性はある。その問題は新たなフィー体系により相当程度解決するのではないかと思っている。

α が出ていないのであればパッシブ並みのフィーが適当であると考えている。なぜならば、アクティブとしての付加価値がないということになるからである。

GPIFとしては、アクティブ運用による α の獲得の可能性があると考えているし、世の中の運用者が100%パッシブになればパッシブは大変非効率的になる。プライス決定メカニズムの中でいろいろなアクティブの方が活動してこそ、マーケット全体のパッシブが効率的だということになる。特に日本株式においてこれだけ存在感のあるアセットオーナーがアクティブは意味がないからパッシブしかやりませんというのは、マーケット全体の効率性という意味でもよくないのではないかと思っている。

委員 新たな報酬案では運用会社がリスクをとればとるほど報酬が上がるように見えるが、一方資料では、運用会社が過度なリスクテイクはできないと書いてある。その関係を教えてほしい。

事務局 運用会社に対するガイドライン別紙の中で、トラッキングエラーの上限についてあらかじめ合意しているのだから、それを超えてリスクをとることは、そもそも契約上運用会社には認めていない。

事務局 こういう手数料体系を提案することによって、運用会社にどの程度の α 、手数料を狙っていくのが合理的なのかということ、判断してほしいと考えている。

リーマンショック以降、パッシブ運用のほうが優勢であり、 α は非常に狙いにくいのも事実だと思っている。現実には、GPIFのポートフォリオもほとんどパッシブになっており、やや α をとりについているアクティブマネージャーも、安易にパッシブ的に残高を増やしたいという傾向がみられる。

この報酬体系そのものとともに、長期に α を出してもらうために、契約期間などを少し長目にしたり、フロントで活動しているマネージャーの報酬体系も長期でリターンを出せば長期的なボーナスが入る仕組みにするなど運用会社に取組みを進めていただきたい。

委員 いろいろな質問、コメントは出たけれども、基本的には本日事務局から説明があった方針にしたがって、質問、コメント等に留意しながら進めてほしい。

(3)「オルタナティブ資産の運用受託機関の公募（経過報告）」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 A社、B社、C社、D社とあって、どちらも捨てがたいような魅力がある場合、例えば2社同時に頼んでしまうと、今度は最終的に行く先のマネジャーが結局同じ人になってしまうという問題もあると聞いた。競わせたほうが GPIF としてはより高いパフォーマンスを享受できる、また、両方の社に依頼することによって、GPIF の知見も深まることも考えられるが、どのように考えているのか。

事務局 マネジャーを競わせることによって、よい条件あるいは案件を獲得しようという投資家も実際にいる。我々としても、できるだけよい条件を獲得できるマネジャーを選択したい。

複数のマネジャーに分散することによって、例えばこれを1つにまとめた場合よりよい条件を投資先のファンドマネジャーから獲得できる機会を逸するといったこともあるので、規模と分散両方のバランス感を持って判断したい。

また、複数のゲートキーパーが同じマネジャーに集中することで、コンタクトされたマネジャー側が混乱してしまうという懸念もあり、より実情は確認をしていきたい。

委員 今回の評価は、契約先となる運用受託機関の能力や体制を評価しているが、投資先となる投資対象の評価は、今回の評価には入らないのか。

事務局 今回採用するのは、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーなので、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーはシングルファンドのマネジャーを選定し、さらにそのシングルファンドのマネジャーが個別資産に投資をするという形になる。

当然ながらファンド・オブ・ファンズのマネジャーがシングルファンドを選ぶ能力を見ているが、その先のシングルファンドマネジャーがどういう分析能力を持って個々のインフラ事業等を分析できるのかといった点をファンド・オブ・ファンズマネジャーがきっちり確認できるのかといった点も確認している。ファンド・オブ・ファンズのマネジャーは、実際には、シングルファンドのマネジャーの力量を確認するために、個別の物件の実査等も行っているようなので、そういった実績を改めて確認をしたい。

委員 インフラや不動産は、投資対象が現物になる。インフラで言えば港湾、空港、エネルギーなどの具体的な現物が対象になるので、単純にリターンだけでは済まない。マネジャーに任せたら、後は好き勝手にやってよいということでは済まない。

例えば、現在は OMERS が投資対象を選んで、その中からさらに GPIF が具体的に選ぶという2重のフィルターを通してやっている。投資対象の性格、特に ESG の観点から非常に大きな問題にさらされる別のリスクを持っており、GPIF として本格的にこの分野に入っていくので、注意してやってほしい。

事務局 OMERS との契約でも GPIF 自らではなく GPIF から委託されたマネジャーが、コンサルティング会社のアドバイスを受けながら選んでいる形になる。今後もファンド・オブ・ファンズマネジャーが自らのリスクレシオをもって選んでいくという建てつけそのものは変わらないが、委員のご指摘のように最終的には物に投

資することになるので、いろいろな物にかかわるリスクというのは出てくるというのは十分認識している。

一方で、ESG については、プライベートなインベストメントではより明確に影響してくるという認識もある。これは PRI の議論の中でも、プライベートエクイティやインフラに関しては、ESG をもっと明確にガイドラインに出すべきだという議論がされており、今回のデューデリジェンスのチェックの中にも、彼らがどういう形で ESG を投資先のファンドマネジャーを通してチェックしているかというのはチェック項目に入っている。

(4) 「資産管理機関の複数化」について

質疑等はなかった。

(5) 「カントリーリスクの注視強化」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 カントリーリスクを評価する際に、格付機関を用いるのは、標準的なやり方だと思うが、外部格付機関の反応が遅く、過去の金融危機のときにも、イベントが起きた後に格下げされるということが起きている。外部格付機関以外にも、定性的な情報を見ることはとてもよいことだと思うが、格付機関の1社が早く動いて、黄色信号を発信していることに気づくためには、外部格付機関の評価の中で、一番低い評価をベースにしておくというのも一つの方法なのではないかと思うが、どのように考えているのか。

事務局 ご指摘のとおり、実際に格付機関にヒアリングをしても、格下げについて時間をかけて、またイベントが起こってから実際には下げていくようなところがあるので、遅効性というのはどうしてもあると思っている。そのため、内部で定性的な情報をウオッチすることにした。ベースについては外部格付機関の中で低い評価にするという考えもあると思うが、今回は中立性やバーゼル銀行監督委員会の考え方を参考にした。今後進めていく中で必要に応じて見直していきたいと思う。

委員 先ほどの投資原則の実施状況の通貨関連リスクの分解を見ると、ドル、ユーロ、ポンド以外の通貨のエクスポージャーもかなりあると思っていたところなので、カントリーリスクの注視の強化というのは、非常に重要かつタイムリーな施策であると思う。新たなリスク管理体制のもとでいろいろなことを捉えていくということで、非常に頼もしく思った。どの程度の頻度でカントリーリスクをチェックするのか。

事務局 新聞やマスメディアの情報は当然毎日ウオッチしているし、財務・金融データについては、デイリーからマンスリー、クォーターリー、アニュアルリーで更新されるものまである。基本的にはカントリーリスクの注視については法人内の毎月の運用リスク委員会で確認した上で、運用委員会にリスク管理状況等の報告をする

際を含めたいと思っている。

委員 政治環境の変化や経済制裁については、どういう形でカントリーリスクに反映されるのか。

事務局 先ほど委員からもお話があったように、格付機関のソブリン格付けは遅効性があるというのはコンセンサスとしてある。その遅行性を解消するために、例えば、ある国に対していろいろなネガティブなニュースが出ていて、まだ格付けは見直されていないときに、少しコンサバに下げたおこうということはできるかもしれない。

今の GPIF のリソースでは、内部格付けというのはかなりチャレンジングだが、少しずつでもやっけていこうと思っている。

委員 とてもいい意欲だと思う。

事務局 内部格付けは現状のリソースでは非常にチャレンジングであるが、内部で情報を収集するだけでなく、運用委託先からも情報を収集して、変だと思ったら格付けを少しネガティブに判断していきましょうというような話し合いができる組織になることを期待している。

委員 リスクの配賦量について、国ごと配賦は決まっていないという理解でよいか。例えば格付ベースでリスク量は守っていたが、実は1ヶ国に集中していたということにならないか。

事務局 リスクが1ヶ国に偏らないように集中リスクについてもモニタリングしていきたい。

事務局 GPIF はファンド・オブ・ファンズ型で預けているので、例えば合成の誤謬のように、それぞれのファンドは適切な判断をしているが、ふと気がついたら、ある国のエクスポージャーが極端に増えているといったことを防ぐのが何よりも重要なので、その観点からリスク管理部署にはチェックしてほしいと伝えている。

カントリーリスクについては、ガイドラインをつくったほうが安心感もあるだろうということで今回作ったが、これに加えて、いろいろな観点からモニターしながら進めていきたい。

(6) 「GPIF によるスチュワードシップ活動の推進」について
質疑等はなかった。

(7) 「運用委員会における審議事項等」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 具体的に何を経営委員会で議論するかというのはもちろん新しい体制のもとで決めることだと思う。ただし、資料を見るとこの1年間では審議事項が少ない。本日の審議事項には実績連動報酬制度があるが、決める前の段階、こういうことを目指しているという段階で審議するなどの前広な審議も必要ではないかと思う。

これまでの運用委員会の経験を貴重な基礎としてより実質的な議論ができるような経営委員会の運営をしてほしい。

以上