

## 第 121 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 29 年 8 月 29 日（火）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 ・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) 「オルタナティブ資産に関する『管理運用委託手数料』」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 インカムゲイン主体の債券型の投資戦略を中心であり、むやみにキャピタルゲインは狙わないという方針を徹底してほしい。また、リスクとリターンを随時モニタリングしながら、数年かけて慎重にアセットを積み上げていくものであり、残高の構成比を何年後に何%まで引き上げるとか何千億円にしなければならないという量的な目標に縛られるものではないということなので、くれぐれも勇み足にならないように慎重にお願いしたい。

一番重要な点は、過度なリスクテークをどうやって抑制するのかということである。GPIF の考え方や方針などがどれだけファンド・オブ・ファンズに徹底されるのか、ゲートキーパー任せにしないことが重要だと思う。委託先に対するコミュニケーションの仕方は非常に重要であり、しっかりと委託先に GPIF の考え方を伝えてほしい。

提案内容を見てみると各社様々な提案があり、それぞれの哲学に基づいて提案されているのだと思うが、実際に運用してみないと、どこからそういう考え方が出てきているのか見きわめるのは難しい。GPIF として経験値を蓄積するという意味でも、複数社に委託するという事も検討してはどうか。

事務局 インフラについては、それぞれの会社の特徴があり、カバレッジも異なるので、我々の考え方に合ったところを選定するのは当然だが、その上で、各社の特徴を生かせるようにしていきたいと考えている。一部重なるところもあるかもしれないが、そこはうまく調整しながら、得意とする点を生かしながらそれぞれがパフォーマンスなどで競争してもらいたい。

東京圏が中心となると思われる国内不動産については、GPIF の資金を運用する運用機関が複数あるというのは、少し混乱を招くと思っている。ただし、海外不動産については、一社で全てをカバーするのは無理があるし、カバーできたとしても、例えば米国中心、欧州中心といった強み、弱みがあるので、複数社を念頭に置いて考えたいと思っている。

事務局 複数社の採用を検討すべきとのご意見については、マーケットが小さいと競

合して値段を上げる可能性もあるため、マーケットサイズによって考え方は違ってくるのではないかと思う。

手数料を検討する場合、普通はばらばらに出てきたものをシミュレーションして比べてどれが高いか判断するものだが、今回は、私たちはフィーのストラクチャーはこうあるべきだと考えるが、そのストラクチャーにした場合どういう水準になるかと聞いており、GPIFは、オルタナティブ投資について組織としては初心者だが、チームの一人一人はかなり経験があるので、フィーの交渉としては最も洗練されたやり方だと思う。ばらばらのままでは、アップル・ツー・アップルの評価ができないが、同じ体系にすれば明確にどこの運用会社が高いのか、安いのかもわかるし、例えばフィーのストラクチャーそのものに異論があるということであれば、委員のおっしゃったとおり、そもそも運用のフィロソフィーに何か私たちが理解していないことがあるのではないかということを見出すきっかけになる。

委員 成功報酬か管理報酬かという観点では、高コスト体質の運用機関であれば、高い成功報酬を求めるよりは、管理費の水準を上げることを要求することになるのではないか。

事務局 正直に申し上げると、なかなか一概には答えづらい。高コスト体質のシステムだとフィックスのフィーを欲しがらるだろうというのはあると思うが、例えば運用者側が GPIF は成功報酬よりも安定収益を欲しがらるだろうと思えば、マーケティングの観点から成功報酬を小さくしたフィー体系の提案をしようと思うので、真意を探るにはヒアリングぐらいしかできない。繰り返しになるが、同じ手数料体系にしてもらうことで考え方が明確に出てくるので、各社から提案が出てきたときに、どうしてもここだけは飲めないとか、委員の御質問のような運用会社の真意がわかるのではないかと思う。

(2)「総合評価方法の見直し」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 パフォーマンスのユニバース内での位置の変化の説明が株式だけになっているが、債券の場合はどのようにしているのか教えてほしい。

先進国株式を見ると、確かにパフォーマンスが高かった 46 ファンドのうち 12 ファンドが一番下に位置しているが、その他全体を見ると、やはり高いものが高いいところに位置している傾向は見られる。これだけで、果たしてパフォーマンスがよかったものが次期のパフォーマンスと必ずしも関係がないとまで言えるかどうかは疑問。

今回の定性評価により重きを置くという見直しがスチュワードシップ責任に関する取り組みを高く評価するためなのであれば、国内株式パッシブのみに適用すればよいのではないか。その考えを全体に当てはめて、債券運用のように、現時

点ではまだスチュワードシップ責任に関する取り組みがないところも定量評価50%だったものをゼロにしてしまうと、投資方針、組織・人材などのウェイトがかなり高くなってしまう。

定量評価は定性評価に盛り込んでいくという話だったが、果たしてそれがいいのか。かえって定性評価の中に定量評価を盛り込んだことで、この結果がよかったのは投資方針、プロセス、組織・人材などがよかったからだという判断を恣意的にしてしまう可能性がないのか。むしろ今までのように定量評価と定性評価を分けているほうが、恣意性が入らないのではないか。

最後に、例えば前年度の総合評価に当てはめて評価して、定量・定性を使ったよりも定性でやったほうが良い結果になるという実例などがあれば受け入れやすい。パフォーマンスはそれほど重要ではないというグラフだけに基づいて、このような大きな変化を受け入れるというのは、説明不足なのではないか。

事務局 ご指摘のグラフは、コンサルタント会社が作成した資料がわかりやすかったので使ったものだが、従来より複数のコンサルタント会社からGPIFの運用機関の評価方法について、定量評価はふさわしくない、定性評価に定量評価を織り込むもしくは定性評価をサポートする形で使うべきだという提案があり、検討を始めたものである。長年業界ではGPIFの評価は定量評価が強過ぎると言われており、業界一般としては、マーケットによって度合いに違いはあるが、過去のパフォーマンスが今後のパフォーマンスの証明にならないと言われている。

実際に運用委託先に対して、GPIFがこのような変化を考えているがどう思うかということ聞いてみたが、数社を除いては、好ましいもしくはそれで構わないという結果だった。業界の先進的なアセットオーナーや運用会社では、定性評価で一本化することが一般的になっており、業界的にはやっとGPIFが定量評価をやめたかという受けとめ方をされるのではないかと考えている。

委員 今回の見直しについては、運用機関への伝え方に気をつけてほしい。運用受託機関のアンケートでは定量評価より定性評価のほうがよいという回答が多かったということだが、定量評価についても一定程度はにらみをきかせている点をきちんと伝えたほうがよいのではないか。実際、定性評価の裏づけとして定量評価を使うため、定量評価を軽視するわけではないのであれば、「引き続き定量評価も重視した上で定性面も含めて総合的に判断する」という伝え方のほうが正確かつインセンティブを下げないのではないか。

また、定性評価で判断するとなると、客観的に判断することが難しくなる点は否めない。今回の定量評価から定性評価にかじを切ることによって、GPIFの内部の体制をどのように整えると考えているのか。

事務局 評価が定性評価中心になることで、運用機関の収益を上げることにに対するインセンティブが落ちないかという懸念については、前回ご審議いただいた実績連動報酬とセットで考えてほしい。アクティブ運用機関については実績連動の傾きをきつくして、アルファが稼げないと運用報酬が減るという体系に移行するので、

パフォーマンスを上げることにに対してインセンティブは落ちない。過去のパフォーマンスは実績連動報酬できちんと見るが、フォワード・ルッキングな超過収益の獲得可能性については定性評価で見えていくと考えてほしい。

事務局 内部の体制については、コンサルタント会社のファンド評価のチームを見本として試行しているが、彼らに比べると当然チームの人数も経験値も少ない。ただし、彼らのレポートを我々の全ての委託先について取得しているので、我々のチームの評価とコンサルタント会社の評価を必ず照らし合わせて分析することでチェック機能を果たしていきたい。

一朝一夕にはできないが、こういう形でやっていかないと、我々のノウハウもついてこないし、GPIF の評価とプロのマネジャーを評価する人たちの評価が大幅に違うのは、レピュテーション上も問題がある。

今回の見直しについては、コンサルタント会社とかなり長い時間をかけて話し合っ、この評価基準をつくってきたので、この評価基準でやってみて、1年後の総合評価においてコンサルタント会社の評価と差が大きいなどの問題が起きるようであれば、そこでもう一度見直すということを繰り返しやっていくしかないと思っている。

委員 前回議論した実績連動報酬によって定量評価についてもインセンティブづけがされているというのはその通りだと思うが、運用機関への伝え方として誤解がないように、定性評価のみならず定量評価も踏まえた総合判断であると伝えたほうが、お互いにとっていいのではないか。

事務局 今回の評価方法の見直しを簡単に言うと、過去にすごく環境に恵まれ、運もあって100点をとったのは、これまでの評価では100点となったが、我々が求めているのは、その100点がこれから違った環境でまた再現できますかということ。これまで説明は求めてこなかったが、どういう要因で100点になったのかなどを聞いて、次は80点はいけそうだということであれば80点と評価する。運用会社はその評価に慣れているので、問題はないと思うが、我々にとっても新しいチャレンジなので、丁寧にやっていきたい。

委員 アクティブ運用の超過収益の持続性については、いろいろな研究においても同様の結果が出ており、恐らく債券についても傾向としては同様の結果が出てくると思う。一方、パッシブ運用の評価においてはトラッキングエラーを重視することになると思うが、トラッキングエラーは、運用体制がよくできていて、システムが洗練され、オペレーション上も優れているといったことがトラッキングエラーの数字に表れてくる面が大きい。そのため、アクティブとパッシブを同じように考えていいのか疑問がある。

スチュワードシップ活動については、外国株式についても同じウエートにするとのことだが、国内の企業に対するスチュワードシップ活動がどのように行われているかは、裏づけをとるのも比較的たやすいと思うが、海外企業の場合はGPIFはどのようにチェックするのか。

事務局 パッシブ運用の評価についても定量評価しているが、現場の認識としては、パフォーマンスが極めて僅差にも関わらず、そのわずかな差でもって定量点に差をつけるということについては課題があると考えている。アクティブ、パッシブを問わず定性中心で、定量はあくまでも裏づけということで進めたほうがいいのではないかと考え、今回はアクティブ、パッシブ共通のものとしてご提案している。

事務局 今までであれば、表面上のトラッキングエラーが一緒であれば評価に差はなかったが、これからは、見た目の数字だけではなく、その数字が維持できるシステムがあるかを見ていくことになる。運用機関も定性中心に変えたからといって数値を聞かれないとは思っていないと思う。

スチュワードシップに関しては、国内株式パッシブの運用機関の評価について、スチュワードシップ活動の項目を加えたときにも、GPIF としてそもそも評価するナレッジがあるのかと当時の運用委員の方々から疑問を投げかけられたが、企業アセットオーナーフォーラムなどの取組みによってノウハウをためてきており、運用会社へのスチュワードシップ活動に関する質問の内容についてもかなりレベルが上がってきている。

海外でどこまでできるかと問われると情報網としては限界があるが、GPIF のスチュワードシップ活動としては、国内外の会社を問わず同じようにやるというのが、本来あるべき姿である。この1年半で国内においては企業に直接作用することなく運用会社に対してガバナンスをきかせるという GPIF 側のアプローチへのアプローチは成果を上げてきており、今回、海外についてもロールアウトしようと思っている。外国株式の運用会社に対しても日本版スチュワードシップ・コードにサインして下さい、ガバナンスはどうなっていますか、利益相反の管理はどうなっていますかなど、国内株式の運用会社と同じように始めようと思っている。いきなり内外同じにするのは野心的過ぎるかもしれないが、この1年半で GPIF の制約の中で運用会社にどう働きかけることによってスチュワードシップ活動が行われるかという知見は多少はついたと思うので、これで外国株式も試させてもらいたい。

委員 定性評価といっても定量評価が当然に入っていると聞いて安心した。定性評価となると、どうしても透明性、客観性の点で説明が難しいところが出てくるため、評価をどう適正に保つかがとても重要になる。それはまさにどのように評価して、どのように整理していくかなどの GPIF 側の体制の変換も求められるが、どのように考えているのか。

事務局 先ほどの繰り返しになるが、体制としては、外部のコンサルタント会社の評価との比較や異なる資産間での評価の横比較などをチームでやろうとしている。インベストメント・マネジャー制ということで、それぞれの資産クラスに責任者を置き、その下のアナリストは一つのアセットクラスのみを担当にはせず全てのアセットクラスを担当させ、横比較の能力を身につけようとして取り組んでいる。それには、人材的にも不足しているので、新しい運用専門職員や若手職員の採用を

進めているところである。

委員 定量評価を機械的に使うのは、どう考えても無理があるので、基本的には賛成である。ただし、先ほどからも意見が出ているが、総合評価は外部から見て理解するのが難しいので、どのように評価したのかをできるだけわかりやすく説明してほしい。また、他の委員からも意見が出ていたが、総合評価の評価をしてほしい。総合評価をして、翌年や3年後など適当な期間をおいて、その評価が本当によかったかを評価してほしい。これまでは定量評価でこうだったのでしようがないとエクスキューズがあったが、今回の改正は執行部の評価結果が問われる厳しい改正であり、総合評価の適切な評価をしてほしい。

(3)「委託調査研究等（平成29年度計画・平成28年度委託調査研究の概要）」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 市場動向、経済政策、地政学的リスク等多面的に分析した情報提供を求めることが新規に加わっているが、継続案件にも経済・市場環境の分析がある。重複しているが、狙いや求めていることが違うのか。

事務局 従来は、マクロ経済がどう金融市場にどのように影響を与えるのかという調査が中心だったが、イギリスのEU離脱や米国大統領選挙、今で言えば北朝鮮情勢などマクロ経済とは違うところから金融市場が大きく動くことを経験したので、地政学リスクまで範囲を広げて情報提供を受けるべきではないかという問題意識があった。

また、従来のコンサルタントは、国内の調査機関なので、日本語でコンサルタントを受けられ、時差もなく便利なのだが、それだと限界があるので、グローバルに情報提供してもらうため、初めて英語による調達を実施した。

委員 基本ポートフォリオの策定方法に関する研究結果において、GPIFへの示唆として、賃金上昇率プラスアルファは特異な運用目標であるとの報告があったとのことだが、この結果を踏まえて、今後、GPIFとして何らかのアクションを起こすなり、厚生労働省に進言するなりを考えているのか。

事務局 どういった形で相談するのがよいかはあるが、こういう報告があったことは既に共有しており、これも一つの材料として次の基本ポートフォリオの見直しに生かしていきたいと思っている。

(4)「平成29年度第1四半期運用状況」、「資産構成割合の管理状況等」、及び「リスク管理状況等の報告（平成29年度第1四半期）」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 初めてリスク管理状況の報告の説明を受けた時に比べると、格段に資料がわかりやすくなった。ビジュアル化され、わかりやすいコメントも入っており、非常

によくなったと思う。

委員 ストレステストについては、ストレス後の構成比が許容範囲内だという説明があったが、この時発生する評価損の数字をもってどのように考えるのだろうか。普通の銀行であれば、足りなければ当然キャピタルを積むというわかりやすい話になるが、運用機関としてはこの数字をどのように解釈すればよいのか。

事務局 金融機関と異なり、GPIFはキャピタルがどのくらいの水準でないと投資ができないということはないので、国民に理解していただける範囲でどのくらい投資ができるかということ。一瞬の損失がどのくらいあり得るかということは組織の内部でも共有するし、そのことを認識して行動することだと思う。

以上